



ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ТА УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ

Тетяна ВАХНЕНКО

Проаналізовано структуру державного боргу України за видами валют, відсоткових ставок строковістю боргових зобов'язань. Розкрито міжнародний досвід збалансування структури державного боргу та управління фінансовими ризиками. Запропоновано заходи щодо зниження валютних ризиків боргового портфеля Уряду України, вдосконалення структури державного боргу за видами відсоткових ставок та методи мінімізації ризиків пролонгації державного боргу України.

The structure of state debt of Ukraine on currency type and deposit account rates is analysed. The international experience of the balance of state debt structure and financial risk management is revealed. The measures to decreasing of currency risks of debt portfolio of Ukrainian government and improvement of the state debt structure according to the types of interest rates are proposed. The methods of risk minimization of Ukrainian state debt prolongation are given.

Система управління державним боргом включає такі важливі елементи як розробка загальної стратегії внутрішніх і зовнішніх за позичень, зниження вартості позик, ефективне використання залучених коштів, забезпечення повного і своєчасного виконання боргових зобов'язань. Чільне місце у системі управління державним боргом посідає управління структурою боргу за строковістю, видами валют і відсоткових ставок. Збалансована структура боргу створює підґрунтя для зниження вразливості фінансового стану уряду до дії валютних, відсоткових, операційних, кредитних ризиків, ризиків пролонгації боргу і ліквідності.

Цільова функція управління державним боргом у більшості джерел визначається як "мінімізація бюджетних ризиків у поєднанні з низькою вартістю обслуговування боргу". Якщо ж очікувана доходність державних цінних паперів відображає співвідношення «ризик-доходність», уряд має піклуватися лише про зниження ризиків. У сфері управління дер-

жавним боргом ринкові ризики оцінюються у термінах можливого збільшення видатків бюджету на погашення і обслуговування боргу, внаслідок зміни обмінних курсів, відсоткових ставок (порівняно з очікуваними значеннями) чи виникнення інших обставин. Роль боргових менеджерів при цьому полягає у визначенні цих ризиків, оцінці їх потенційного масштабу та виробленні стратегії управління ризиками і досягнення оптимального співвідношення між ступенем ризику і витратами на обслуговування боргу. Саме у контексті мінімізації боргових ризиків буде розглянуто проблему вдосконалення структури державного боргу України.

СТРУКТУРА ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ЗА ВИДАМИ ВАЛЮТ, ВІДСОТКОВИХ СТАВОК, СТРОКОВІСТЮ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

Найбільш помітними змінами у структурі державного боргу України в останні роки стали зменшення частки заборгованості офіційним

• Боргова політика держави •

кредиторам та збільшення частки заборгованості, оформленої облігаційними позиками. Так, починаючи з 2002 р., у загальній сумі прямого зовнішнього боргу частка боргу офіційним кредиторам зменшилася з 69% до 45%, відповідно - частка заборгованості комерційним кредиторам збільшилася з 31% до 55%.

Зменшення ролі офіційного фінансування у структурі державного боргу України і підвищенні ролі комерційного поєднувалося із зростанням значущості облігаційного фінансування (і відповідно – зменшенням питомої частки банківського кредитування). Упродовж 2002-2007 рр. частка заборгованості за облігаційними позиками у структурі внутрішнього державного боргу була стабільною і становила 46,3-53,6%. Водночас роль іноземних облігаційних позик у структурі зовнішнього державного боргу суттєво зросла: їх частка збільшилася з 31,1% у 2002 р. до 54,9% на кінець вересня

2007 р. Таким чином, у структурі державного боргу України чітко простежується тенденція до зростання частки зовнішньої заборгованості, оформленої ринковими інструментами, які обертаються на міжнародних ринках. Слід відзначити, що зміни у структурі державного боргу України на користь заборгованості комерційним кредиторам та заборгованості за облігаційними позиками є прогресивними і загалом узгоджуються із тенденціями розвитку світової фінансової системи.

Разом з тим, порівняння показників державного боргу України за типом кредитора з відповідними показниками інших країн з низьким і середнім рівнем доходів свідчить про аномальне співвідношення між зовнішнім і внутрішнім державним боргом в Україні (табл. 1).

У структурі державного боргу України зовнішній борг складав 78,5%, а в країнах з низьким і середнім рівнем доходів у цілому –

Таблиця 1

Державний борг у країнах з низьким і середнім рівнем доходів у 2005 р., % ВВП

	Державний борг всього	Внутрішній державний борг	Зовнішній державний борг	Сек'юритизований державний борг	Державний борг, оформлен. кредитами
Країни з низьким рівнем доходів	58.2	18.6	39.6	2.1	18.8
Країни з середнім рівнем доходів	46.1	21.9	23.8	19.0	18.9
у тому числі:					
Вірменія	24.3	2.3	22.1	2.3	22.1
Чеська Республіка	23.1	16.9	6.2	22.0	1.1
Естонія	9.3	н. д.	н. д.	1.2	1.8
Грузія	35.2	13.2	21.9	3.1	26.2
Угорщина	65.5	36.4	29.1	56.4	4.8
Казахстан	7.1	3.9	3.1	4.5	2.5
Литва	21.3	9.3	12.0	15.8	1.8
Польща	41.5	21.2	20.3	35.4	6.1
Російська Федерація	15.1	4.8	10.3	0.0	14.3
Словацька Республіка	36.4	29.0	7.4	29.1	5.2
Україна	17.7	4.4	13.4	6.5	11.2
Країни з низьким і середнім рівнем доходів всього	48.5	21.3	26.9	18.3	19.4

Джерело: МВФ: Government Finance Statistics, World Economic Outlook Database, власні розрахунки.

55,5%. Водночас частка внутрішнього державного боргу України у загальній сумі боргу – 21,5%, була істотно нижчою від середнього рівня по вказаній групі країн – 44,5%. Крім того, слід враховувати, що у країнах Центральної та Східної Європи частка внутрішнього боргу перевищувала ½ загальної суми боргу: вона складала 73% у Чеській Республіці, 55,6% в Угорщині, 51% у Польщі, 79,7% у Словацькій Республіці.

Такий стан речей обумовлений тим, що в Україні Уряд значною мірою покладається на зовнішні джерела фінансування дефіциту бюджету, недооцінюючи роль внутрішніх джерел. У 2001-2004 рр. частка зовнішніх запозичень у структурі фінансування дефіциту Державного бюджету становила 83-84%. У 2005 році дану диспропорцію частково було виправлено: частка зовнішнього фінансування знизилася до 50%. Однак, внутрішні облігації продавалися, в основному, нерезидентам України, що вело до трансформації внутрішнього державного боргу в зовнішній. У 2006 р. частка внутрішніх запозичень знизилася до мінімального рівня – 14,2%, а за підсумками 9 місяців 2007 року – підвищилася до 47,3%.

Наявність суттєвих деформацій у структурі державного боргу України та позичкового фінансування дефіциту Державного бюджету вимагають вжиття адекватних заходів з метою мінімізації ризиків боргового фінансування – відсоткового, валютного, кредитного ризиків і ризику пролонгації боргу, які у країнах з ринками, що формуються, демонструють тісний ступінь взаємозалежності.

У світовій практиці основними показниками ступеню ризикованості рівня і структури державного боргу вважаються:

- співвідношення державного боргу і ВВП, співвідношення боргових виплат і ВВП: найбільш загальні показники, призначені для оцінки спроможності держави обслуговувати накопичені борги;
- частка зовнішнього боргу в загальній сумі боргу, що вказує на вразливість боргового портфелю уряду до валютних ризиків;
- середньостроковість боргових зобов'язань є показником вразливості до ризику пролонгації боргу;

- частка заборгованості з плаваючою відсотковою ставкою свідчить про вразливість боргового портфелю до відсоткового ризику.

Згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 30.09.2007 р. у загальній сумі прямого і гарантованого державного боргу – 82,2 млрд. грн. – на заборгованість у національній валюті припадало 12,4 млрд. грн. або 15,1% загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 69,8 млрд. грн. або 84,9%. Вказані показники свідчать про високу вразливість боргового портфелю Уряду до валютних ризиків. Значна частина валютних зобов'язань у структурі державного боргу України посилює залежність фінансового стану Уряду від поведінки обмінного курсу.

Утримання стабільного номінального обмінного курсу гривні (з його поступовим підвищенням) відносно долара США, починаючи з 2000 р., нівелювало валютні ризики доларових запозичень. Однак, у середньостроковому періоді існує небезпека виникнення зовнішніх чи внутрішніх шоків, які можуть стати причиною незбалансованості валютних потоків і призвести до різкого знецінення національної валюти. У такому випадку девальвація не лише збільшуватиме тягар боргових виплат, а й супроводжуватиметься закриттям зовнішніх ринків позичкового капіталу для Уряду і зниженням рівня податкових надходжень до бюджету. Бюджетна криза в таких умовах може стати катализатором масштабної фінансової кризи.

Негативні наслідки надмірного покладання на зовнішні позики наочно продемонстрували запозичення на міжнародних ринках капіталу, здійснені у 2005 р. в євро. Сума заборгованості Уряду за облігаціями зовнішньої позики 2005 р. становила: станом на кінець 2005 р. – 3583 млн. грн., кінець 2006 р. – 3990,5 млн. грн., на 30.09.2007 р. – 4296,5 млн. грн. Тобто за незмінної суми заборгованості у євро (близько 600 млн. євро) сума заборгованості у національній валюті України упродовж 2006 р. – 9 місяців 2007 р. збільшилася на 713,5 млн. грн.

В історичному ракурсі валютні ризики зовнішнього державного боргу України яскраво

засвідчили події 1998-2000 рр. Так, при зростанні номінальної суми боргу на 30% відносний розмір зовнішньоборгового навантаження збільшився в 2,6 рази: з 19,4% ВВП наприкінці 1998 р. до 51% ВВП наприкінці 2000 р.

Крім високих валютних ризиків і ризиків пролонгації боргу, які можуть стати причиною дестабілізації державних фінансів, зовнішні державні позики генерують також вагомі негативні наслідки у макроекономічному контексті.

Обслуговування зовнішнього боргу реалізується через вилучення національних ресурсів із внутрішнього кругообігу та передачу частини виробленого продукту у власність інших країн. При цьому, якщо відсоткові ставки за зовнішніми позиками перевищують доходність активів, у які були інвестовані запозичені кошти, то мобілізація ресурсів на обслуговування зовнішнього боргу відбувається за рахунок вилучення ресурсів із сфери внутрішнього споживання та нагромадження капіталу. Очевидно, що зазначені процеси пригнічують сукупний попит та внутрішнє виробництво.

Поряд із проблемою відтоку доходів з національної економіки, зовнішній борг в багатьох випадках породжує ускладнення у сфері платіжного балансу. З виплатою відсотків і основної суми зовнішнього боргу пов'язаний відплив ресурсів іноземної валюти, що може впливати у формування пасивного сальдо рахунку капіталів. У такий спосіб порушення позитивної динаміки надходження зовнішніх кредитів і інвестицій може призвести до масштабного вилучення міжнародних валютних резервів та спонукати центральний банк до девальвації національної валюти.

На стадії залучення зовнішніх фінансових ресурсів також спостерігаються деякі негативні економічні ефекти. Іноземне запозичення веде до ревальвації обмінного курсу національної валюти і, таким чином, викликає поглиблення негативного сальдо торговельного балансу. Причому доволі часто спроби запобігти ревальвації виявляються безуспішними. Так, викуп іноземної валюти Центральним банком стає причиною розширення грошової бази, що може стати чинником дестабілізації цін. А стериліза-

ція притоку іноземного капіталу через продаж державних цінних паперів веде до підвищення рівня відсоткових ставок, що стимулює подальший приплив іноземного капіталу.

Надмірне залучення зовнішніх позик породжує також загрози для макроекономічної стабільності, оскільки підвищує вразливість національних фінансових систем до дії зовнішніх шоків. Недавні фінансові кризи і випадки "фінансового зараження" у світовому масштабі тісно були пов'язані з розміром зовнішнього боргу і проблемами його стійкості.

Орієнтація Уряду України на зовнішні ринки позичкових капіталів стримувала розвиток внутрішнього ринку облігаційних позик та обмежувала можливості використання державних цінних паперів для цілей регулювання національної грошово-кредитної системи.

У світовій практиці облігації внутрішньої позики, крім задоволення потреб уряду в фінансових ресурсах, виконують традиційну роль дієвого важеля грошово-кредитної політики і управління банківською ліквідністю, інструменту забезпечення надійного активу та орієнтиру для відсоткових ставок на всіх сегментах фінансового ринку. Використання внутрішнього позичкового фінансування сприяє також поглибленню грошового ринку і ринку капіталів, підвищенню рівня приватних заощаджень та інвестицій.

В Україні незначний попит суб'єктів внутрішнього фінансового ринку на облігації внутрішньої позики викликаний, передусім, низькою доходністю облігацій, нерегулярним проведенням аукціонів із розміщення ОВДП, невисокою ліквідністю облігацій на вторинному ринку (що утруднює їх використання у якості засобу управління ліквідністю) та низьким рівнем розвитку небанківських фінансових інститутів.

Станом на початок 2008 р. в обігу знаходилося облігацій внутрішньої державної позики України на загальну суму 9,14 млрд. грн., що складає 1,3% ВВП і 1,6% активів вітчизняних банків. Для порівняння: станом на кінець 2005 р. заборгованість держави за облігаціями внутрішніх позик в Угорщині становила 36,4% ВВП, у Польщі – 21,2% ВВП, у Словацькій рес-

публіці – 29,1% ВВП, у Чехії – 16,9% ВВП, у Литві – 9,3% ВВП, у Казахстані – 3,9% ВВП, у Грузії – 3,1% ВВП і у Вірменії – 2,3% ВВП¹.

Відсутність ефективно діючого ринку державних облігацій обмежує інструментарій грошово-кредитної політики Національного банку. В умовах низької ємності ринку державних запозичень НБУ в змозі впливати на обсяги грошової маси лише через викуп іноземної валюти до складу міжнародних резервів. А потенціал регулювання грошової пропозиції і рівня відсоткових ставок через проведення операцій на відкритому ринку – купівель та продажу державних цінних паперів, прямого та зворотного РЕПО, повною мірою не використовується.

У країнах із розвинутими фінансовими ринками доходність державних облігацій є середньою базовою ставкою для всіх учасників ринку, за даними щодо динаміки якої приймаються важливі інвестиційні рішення. В Україні ж, як справедливо зазначають спеціалісти Центру наукових досліджень НБУ, низька капіталізація ринку ОВДП, неефективний механізм визначення їх доходності, нерозвинений вторинний ринок унеможливили закріплення за внутрішніми державними цінними паперами функції орієнтира для суб'єктів ринку при визначенні ціни на інші фінансові активи [1].

Низька ємність ринку державних запозичень та їх невисока доходність відображаються відповідним чином на сумах банківських інвестицій у державні цінні папери. Такий стан речей, у свою чергу, негативно впливає на якість банківських портфельів і загальну стабільність банківської системи (занадто низька частка державних цінних паперів у портфелях банків компенсується високою часткою ризикових активів).

Відсутність ліквідних боргових зобов'язань уряду із ринковим рівнем відсоткових ставок стримує також розвиток небанківських фінансових інститутів, що не лише перешкоджає повноцінному розвитку фінансової системи держави, а й ставить під сумнів можливість за-

провадження ефективної системи пенсійного страхування (із включенням II і III рівнів пенсійного забезпечення).

Щодо структури державного боргу України за видом відсоткових ставок, то згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 30.09.2007 р. зобов'язання з фіксованою відсотковою ставкою склали 62,8% загальної суми прямого та гарантованого державного боргу. 31,8% зобов'язань мали плаваючу відсоткову ставку, прив'язану до LIBOR; 3,1% – ставку, прив'язану до відсоткової ставки МВФ; 0,9% зобов'язань – ставку, прив'язану до облікової ставки НБУ, ін.

Заборгованість Уряду, що обслуговується за плаваючою відсотковою ставкою, є більш ризиковою, ніж заборгованість з фіксованою ставкою, оскільки підвищення рівня відсоткових ставок призводить до зростання видатків бюджету на обслуговування боргових зобов'язань із плаваючою ставкою, тоді як видатки на обслуговування зобов'язань з фіксованою ставкою залишаються незмінними.

Із загальної суми зобов'язань із плаваючою відсотковою ставкою, прив'язаної до ставки LIBOR, – 5,2 млрд. дол. США, заборгованість Уряду за облігаціями зовнішньої позики становила лише 0,5 млрд. дол. Решта – це заборгованість Уряду за кредитами МФО і офіційних двосторонніх кредиторів. Офіційні кредитори, як двосторонні, так і багатосторонні, надають позики за стандартними умовами із визначеним наперед видом відсоткових ставок. Можливості Уряду України впливати на рішення офіційних кредиторів щодо збільшення обсягів кредитування за фіксованими ставками є обмеженими. Тому зменшення вразливості боргового портфеля Уряду до дії відсоткових ризиків вимагає проведення зваженої політики залучення облігаційних позик на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Що стосується запозичень на внутрішньому ринку, то в останні роки уряд пропонував суб'єктам ринку лише облігації з фіксованими відсотковими ставками. Таким чином, уряд мінімізував відсоткові ризики накопичених внутрішніх зобов'язань. Проте така політика

¹ Розрахунки проведено автором за даними, які наводяться МВФ у збірниках "Government Finance Statistics" і "World Economic Outlook Database".

не могла нівелювати дію відсоткових ризиків, пов'язаних із погіршенням кон'юнктури внутрішнього ринку позичкових капіталів і підвищенням загального рівня відсоткових ставок у економіці, що неминуче призводить до підвищення вартості залучення нових позик.

Середня строковість боргових зобов'язань Уряду вважається основним показником вразливості фінансового стану Уряду до ризиків пролонгації боргу. Облігації зовнішньої позики України і кредити МФО характеризуються тривалими термінами повернення коштів, а тому, з одного боку, їм мають бути властиві невисокі ризики пролонгації боргу.

Так, середня строковість облігацій зовнішньої позики, які випускалися у відповідному році, становила: 10 років у 2003 р., 6,09 років у 2004 р., 10 років у 2005 р., 6,75 років у 2006 р., 7,9 років у 2007 р.

Однак, з іншого боку, кон'юнктура міжнародного ринку позичкових капіталів є нестабільною, у зв'язку з чим в окремі періоди Уряд може втрачати доступ до зовнішнього фінансування, що породжуватиме проблеми ліквідності. З врахуванням зазначених чинників ризику пролонгації боргу для зовнішніх облігаційних позик України є суттєвими.

Спеціалісти Світового банку відзначають, що ймовірність виникнення кризових явищ в умовах накопичення значного обсягу зовнішньоборгових зобов'язань відбувається під дією таких чинників:

- *недосконалостей міжнародного ринку капіталів*, які породжують стадну поведінку інвесторів, спекулятивні атаки, нерациональні дії, "мильні бульбашки" та ін. Проблеми, пов'язані з асиметричністю інформації, у деяких випадках запускають у дію механізми розгортання фінансових криз навіть у країнах із здоровим макроекономічним середовищем;
- *"ефекту зараження" або трансмісії фінансових шоків між країнами* в умовах нерегульованого руху приватних капіталів між кордонами. Паніка і стадна поведінка інвесторів є своєрідними механізмами трансмісії фінансових шоків між ринками

окремих країн, тому виникнення фінансових потрясінь в одній частині планети майже миттєво перекидається до іншої – на фінансові ринки країн із схожими соціально-економічними умовами [2].

З огляду на відсутність проблеми недосконалостей міжнародного ринку капіталів на внутрішньому фінансовому ринку та меншу схильність внутрішніх інвесторів до "ефектів зараження", які поширюються на світових ринках, внутрішні боргові зобов'язання Уряду України характеризуються нижчими ризиками пролонгації боргу.

Водночас облігації державної позики, які розміщуються на внутрішньому ринку, не мають довгострокового характеру. Так, середня строковість облігацій внутрішньої позики, які випускалися у відповідному році, становила: 1,17 років у 2003 р., 2,31 років у 2004 р., 2,86 років у 2005 р., 2,70 роки у 2006 р. [3].

Станом на 30.09.2007 із загальної суми заборгованості за ОВДП (8,43 млрд. грн.) на 3-річні облігації припадало 36,7%, на 5-річні облігації – 35,8%, на півторарічні – 15,7%, на 2-річні – 6,8%, на 4-річні – 5,2% суми боргу за ОВДП.

На величину ризиків пролонгації державного боргу впливає також розподіл боргових платежів у часовому вимірі. Аналіз графіка боргових виплат з Державного бюджету України свідчить про відносно рівномірний розподіл навантаження боргових платежів, за виключенням проблеми 2009 року. Видатки бюджету в рахунок погашення і обслуговування державного боргу мають зрости з 9,75 млрд. грн. у 2008 р. до 15,73 млрд. грн. у 2009 р., а у 2010 р. – знову зменшитися до 8,97 млрд. грн.

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ЗБАЛАНСУВАННЯ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Після руйнівних фінансових криз кінця 1990-х рр. уряди країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою почали активно проводити операції, спрямовані на зниження заборгованості в іноземній валюті, та вживати заходів для розвитку внутрішнього ринку

позичкових капіталів. Через погашення зовнішньої заборгованості та додатковий випуск внутрішніх боргових зобов'язань уряди даних країн намагалися зменшити залежність від коливань обмінних курсів і кон'юнктури міжнародного ринку позичкових капіталів.

Станом на кінець 2005 р. зовнішній державний борг і борг гарантований державою у країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою становив 1,48 трлн. дол., зменшившись у номінальному вираженні на 106 млрд. дол. порівняно із 2004 р. і на 75 млрд. дол. порівняно із 2003 р. [4, 36]. Відносно ВВП зовнішній державний борг даних країн зменшився з 23,6% на кінець 2000 р. до 19,8% на кінець 2004 р. Зниження середнього рівня зовнішнього державного боргу стало відображенням більш жорсткої фінансової політики, яка проводилася урядами, масових викупів зовнішньоборгових зобов'язань на вторинному ринку, а також зміни структури позичкового фінансування бюджетів даних країн на користь внутрішнього фінансування [5, 45].

У 28 найбільших країнах з ринками, що формуються, частка внутрішнього боргу в загальній сумі державного боргу збільшилася з приблизно 50% у 1998 р. до 75% у 2006 р., що стало результатом *розширення потенціалу внутрішнього ринку позичкових капіталів* та підвищення спроможності урядів залучати довгострокові позики у національній валюті. Водночас зовнішній державний борг у даних країнах зменшився з 16% ВВП у 1998 р. до 10% ВВП у 2006 р. Найбільш суттєвого зниження частки зовнішнього боргу в загальній структурі державного боргу досягли уряди Таїланду (на 62% пункти), Мексики (на 42% пункти), Венесуели (на 22% пункти), Угорщини (на 20% пунктів) [5, 92].

Зміна структури державного боргу на користь внутрішнього боргу відображала вагомим зростання бази інституційних інвесторів у вказаних країнах, продовження тенденцій, пов'язаних із дедоларизацією, та зростання попиту іноземних інвесторів на боргові зобов'язання, деноміновані у національних валютах позичальників. Середній рівень вну-

трішнього державного боргу відносно ВВП у країнах з низьким рівнем доходів у період 1995–2005 рр. підвищився з 17 до 20% ВВП, а у країнах із середнім рівнем доходів – з 20 до 29% ВВП [4, 52].

Банки продовжували залишалися найбільш вагомою групою інвесторів на ринках внутрішніх облігацій країн з ринками, що формуються, проте їх роль постійно зменшувалася, завдяки підвищенню ролі інституційних інвесторів. У 2004 році частка пенсійних фондів у кредитуванні урядів з внутрішніх джерел у середньому зросла до 20%. Згідно з оцінками МВФ, у Чилі пенсійні фонди утримують 85% внутрішніх боргових зобов'язань уряду, у Малайзії – 60%, у Мексиці, Уругваї і Колумбії – понад 25% [6].

Досягнення позитивного сальдо за поточними операціями надало можливість урядам країн з ринками, що формуються, поступово погашати зовнішні борги. Вони вдавалися до часткового погашення боргів як Паризькому клубу кредиторів, так і міжнародним фінансовим організаціям. У результаті зазначених процесів у 18 країнах з ринками, що формуються, у період 2002–2005 рр. середнє співвідношення зовнішнього боргу офіційним кредиторам зменшилося з 8% ВВП до 4% ВВП, що стало вагомим чинником скорочення зовнішньої заборгованості зазначеної групи країн.

У січні 2005 р. Уряд **Польщі** оголосив про свої наміри достроково погасити частину боргу «Паризькому клубу» кредиторів у сумі 12,3 млрд. євро терміном погашення у 2005–2009 рр. За 5 місяців 2005 р. Польща достроково погасила 4,5 млрд. євро за рахунок випуску облігацій зовнішньої позики. Завдяки проведенню даної операції, Уряду Польщі вдалося подовжити середній термін боргових зобов'язань та уникнути піків боргових виплат у період 2005–2009 рр.

У травні 2005 р. «Паризький клуб» погодився з пропозицією Уряду **Російської Федерації** достроково погасити 15 млрд. дол. заборгованості за номінальною вартістю. Участь кредиторів у операції дострокового погашення боргу була добровільною, проте більшість кредито-

рів пристали на пропозицію російського уряду. Погашення боргу дозволило Росії заощадити значні кошти, внаслідок зменшення видатків на обслуговування зовнішнього боргу [5].

Для зменшення валютних ризиків і скорочення зовнішньої заборгованості уряди окремих країн з ринками, що формуються, проводили активні операції з управління державним боргом.

У 2006 році Бразилія, Колумбія, Мексика і Венесуела викупили зовнішньоборгових зобов'язань на суму 30 млрд. дол. США, із яких на Бразилію припадало 15 млрд. дол. Завдяки проведенню операції дострокового викупу Бразилії вдалося майже повністю погасити заборгованість за облігаціями Брейді.

Уряд **Мексика**, реалізуючи стратегію заміщення зовнішнього державного боргу внутрішнім, у серпні 2006 р. викупив глобальних облігацій на суму 3,4 млрд. дол. США. Джерелом для фінансування дострокового викупу облігацій стали надходження від розміщення облігацій внутрішньої позики. У січні 2007 р. для заміни високовартісних і малоліквідних глобальних облігацій на суму 2,8 млрд. дол. Уряд здійснив додаткову емісію глобальних облігацій з погашенням у 2034 р. на суму 2,3 млрд. дол. і спрямував на дані цілі 400 млн. дол. доходів бюджету.

Новацією розвитку світового ринку капіталів у останні роки став випуск міжнародних облігацій, деномінованих у національних валютах позичальників, урядами країн Латинської Америки і Російської Федерації. Так, у листопаді 2004 р. Уряд Колумбії залучив близько 375 млн. дол. США шляхом випуску 6-річних облігацій. У січні 2005 р. було здійснено другий випуск облігацій на суму 124 млн. дол. У вересні 2005 р. Уряд Бразилії здійснив емісію глобальних облігацій обсягом 3,4 млрд. реалів (1,5 млрд. дол.) із терміном погашення 10 років під 12,5% річних. Через випуск облігацій у національних валютах на міжнародних ринках уряди даних країн намагалися залучити іноземних інвесторів до фінансування дефіцитів власних бюджетів при одночасному нівелюванні валютних ризиків [5].

Строковість міжнародних облігацій, які емітувалися країнами з ринками, що формуються, в останні роки помітно збільшилася. Такі випуски продовжували здійснюватися у формі середньострокових облігацій із фіксованою процентною ставкою, однак середній термін обігу облігацій збільшився з 8 років у 2001 р. до 13 років у 2005 р.

Строковість внутрішніх облігацій в останні роки також збільшилася. Країни Східної Європи і Латинської Америки, хоча і відзначалися традиційно високою часткою короткострокового внутрішнього боргу, останні внутрішні позики проводили у формі випуску середньо- і довгострокових облігацій. Найбільш суттєвого зниження частки внутрішнього короткострокового боргу досягли уряди Росії (на 63% п.), Туреччини (на 53% п.), Польщі (на 31% п.), Чехії (на 28% п.), Індії (на 19% п.) і Мексики (на 18% п.) [6].

У деяких випадках для зменшення ризиків пролонгації боргу і вирівнювання боргових платежів у часовому вимірі уряди країн з ринками, що формуються, вдавалися до проведення операцій з активного управління державним боргом.

У квітні 2006 р. Уряд **Бразилії** скористався правом дострокового погашення заборгованості за облігаціями Брейді, викупивши їх на загальну суму 6,5 млрд. дол. Проведення даної операції диктувалося мотивами зменшення витрат на обслуговування боргу та вирівнювання боргових виплат у часовому вимірі. Після її завершення початковий борг за облігаціями Брейді в сумі 55 млрд. дол. США було погашено повністю. У червні уряд викупив глобальні облігації, деноміновані у євро і дол. США, із строком погашення у 2007–2030 рр. на суму 1,1 млрд. дол.

У лютому 2007 р. Уряд **Перу** погасив 2,5 млрд. дол. заборгованості за облігаціями Брейді за рахунок випуску нових глобальних облігацій на суму 1,2 млрд. дол. і спрямування доходів бюджету на достроковий викуп. Нові облігації мають річний купон 6,55% і підлягають погашенню у 2037 р. Проведення зазначеної операції обґрунтовувалося необхідністю

зниження витрат на обслуговування боргу і подовження середньої строковості боргових зобов'язань [4].

Поряд із скороченням частки короткострокової заборгованості у структурі державного боргу, уряди країн з ринками, що формуються, вживали заходів для збільшення частки боргу з фіксованою відсотковою ставкою. Зокрема, у Мексиці для управління відсотковим ризиком і ризиком пролонгації боргу, які властиві внутрішньому боргу, Уряд дотримувався стратегії поступового розширення пропозиції довгострокових інструментів (строковістю 3, 5 і 10 років) з фіксованою відсотковою ставкою [7, 185].

Зменшення значущості короткострокової заборгованості і боргу з плаваючою відсотковою ставкою у структурі внутрішнього боргу країн з ринками, що формуються, стало можливим завдяки покращенню макроекономічного середовища у даних країнах і вдосконаленню політики управління державним боргом.

Помітною тенденцією у сфері формування внутрішнього державного боргу країн з ринками, що формуються, стало зростання випусків облігацій, прив'язаних до темпів інфляції. Такі випуски проводилися переважно у країнах з історією гіперінфляції і/або нестабільної інфляційної динаміки з метою підвищення строковості внутрішніх облігацій. За оцінками МВФ, у країнах з ринками, що формуються, сума облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, у період 1996-2004 рр. збільшилася майже утричі. У процесі випуску внутрішніх зобов'язань даний інструмент доволі часто застосовували уряди Бразилії, Колумбії і Туреччини [6, 88].

У Швеції облігації з доходністю прив'язаною до темпів інфляції (т. зв. індексовані облігації) були запроваджені у 1994 р. Їх частка у загальній сумі державного боргу досягла 8%. Введення даного типу боргових зобов'язань уряду в Швеції обґрунтовувалося необхідністю економії бюджетних коштів на процентних виплатах. На початку 1990-х років інфляційний таргет монетарної влади не викликав значної довіри у суб'єктів ринку, а тому вони віддавали перевагу інструментам, захищеним від інфляційного знецінення. З часом фактичний рівень

інфляції виявився нижчим від таргетованого, що дозволило уряду заощадити 8 млрд. крон на обслуговуванні внутрішнього боргу. В останні роки ступінь довіри суб'єктів ринку до монетарної політики підвищився, що поставило питання про доцільність згортання емісії індексованих облігацій [7, 131].

Таким чином, в останні роки багатьом країнам з ринками, що формуються, у результаті підвищення ефективності управління державним боргом, вдалося досягти суттєвого покращення структури боргових портфельів у термінах валюти деномінації боргових зобов'язань, їх строковості і виду відсоткових ставок. Але вразливість до дії несприятливих чинників зовнішнього і внутрішнього характеру залишається високою у країнах із значним дефіцитом бюджету, високим рівнем боргового навантаження, суттєвим дефіцитом поточного рахунку та недиверсифікованою структурою експорту, в якій переважають сировинні товари і напівфабрикати.

З урахуванням виявлених тенденцій і закономірностей у сфері управління державним боргом у країнах з ринками, що формуються, а також специфічних ризиків боргового портфеля Уряду в Україні автором буде запропоновано комплекс заходів для управління ризиками державного боргу України і оптимізації боргового портфеля Уряду. Однак, перед цим доцільно зупинитися на проблемах моделювання оптимальної структури державного боргу.

МОДЕЛІ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ БОРГОВОГО ПОРТФЕЛЯ УРЯДУ ТА УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Для оцінки ризикованості своїх боргових портфельів уряду окремих країн використовують економіко-математичні моделі. До арсеналу більшості з них входять доволі прості моделі, які ґрунтуються на детерміністичних сценаріях і експертних оцінках. Декілька країн – Бразилія, Данія, Колумбія, Нова Зеландія і Швеція – застосовують методи стохастичного моделювання, які дозволяють оцінювати фінансові витрати і ризики, властиві різним структурам боргового портфелю [8, 38]. Зокрема, Боргова Агенція

Нової Зеландії для визначення потенційних фінансових втрат і ризиків, пов'язаних із різною структурою внутрішнього боргового портфеля, використовує стохастичну модель. Призначення даної моделі полягає у з'ясуванні можливостей для зниження витратності чи ризикованості боргового портфеля, проведенні стрес-тестів альтернативних стратегій і наданні інформації компетентним особам у процесі розробки програм запозичень на наступні роки [8, 221].

Багато країн вдаються до використання стрес-тестів з метою оцінки ринкових ризиків боргових операцій і стійкості державних фінансів за різних сценаріїв проведення боргової політики держави.

Останнім часом у практиці аналізу фінансових ринків та прийняття відповідних рішень почали використовувати моделі нейронних сіток. Такі моделі призначені для передбачення майбутнього розвитку подій на основі сформованих у рамках даних моделей взаємозв'язків між вузлами – нейронами, які, у свою чергу, утворюються як результат аналізу минулих подій і відповідної їм поведінки відсоткових ставок, обсягів угод і т. п. Основний недолік моделей нейронних сіток полягає у тому, що людина майже не спроможна проконтролювати послідовність і підґрунтя для прийняття системою тих чи інших рішень. Така не підконтрольність моделей може мати фатальні наслідки у кризових умовах, коли починають діяти зовнішні фактори, не враховані системою.

З метою оптимізації структури боргу ряд країн з ринками, що формуються, почали використовувати інструментарій управління активами і зобов'язаннями (ALM), у рамках якого ризику, властиві поточній структурі боргу, оцінюються і управляються на основі врахування характеристик активів, якими володіє уряд – податкових доходів та інших надходжень, що можуть спрямовуватися на обслуговування боргу. На основі методу ALM уряд отримує можливість для розробки загальної стратегії управління ризиками, які властиві його активам і зобов'язанням.

Сальдо фінансової позиції уряду, як основний показник ризикованості його балансу,

обчислюється на основі оцінки вартості фінансових активів і зобов'язань. За методикою ALM до складу фінансових активів уряду включаються: поточна вартість майбутніх доходів уряду, офіційні золотовалютні резерви, ринкові цінні папери у портфелі уряду, позики державним підприємствам і установам, державні інвестиції, вартість об'єктів інфраструктури, які знаходяться у державній власності, вартість нерухомого майна бюджетних установ, ін. Фінансові зобов'язання у рамках загальної структури ALM складаються з поточної вартості видаткових зобов'язань, суми державного боргу, поточної вартості умовних зобов'язань.

За даною методикою у багатьох країнах з ринками, що формуються, основні невідповідності між складовими активів і зобов'язань виявляються у площині їх валютної структури і структури за типом відсоткових ставок. Хоча на практиці досить складно збалансувати структуру фінансових зобов'язань уряду із структурою фінансових активів, фахівці з управління державним боргом у багатьох країнах вказують на високу практичну значущість інструментарію управління активами і зобов'язаннями для розробки довгострокових боргових стратегій і досягнення збалансованої структури боргу.

У країнах з розвинутою ринковою економікою, спираючись на описані вище моделі, боргові менеджери використовують такі технології управління державним боргом: а) визначена за моделлю структура державного боргу є основою для вироблення політики державних запозичень: параметри нових позик мають поступово наближати фактичну структуру боргу до бажаної; б) визначені оптимальні показники (частка короткострокового боргу в загальній сумі боргу, склад і частка валют деномінації боргових зобов'язань уряду, частка інструментів з плаваючою відсотковою ставкою, ін.) використовуються у процесі активного управління структурою боргового портфеля уряду. Таким чином, моделювання оптимальних показників боргового портфелю уряду вимагає від боргових менеджерів певних дій для узгодження фактичної структури боргу із оптимальною.

Суб'єктами управління ризиками боргового портфеля уряду в розвинутих країнах зазвичай виступають спеціалізовані боргові агенції або підрозділи центрального банку. На сьогодні ризик-менеджмент є однією із основних функцій боргових агенцій у країнах ОЕСР. Джерела ризиків у цих країнах, як правило, пов'язані з операціями урядів на внутрішніх ринках. Операції з деривативами, які поширюються як на внутрішні, так і на зовнішні боргові зобов'язання, (відсоткові, валютні свопи, ін.) використовуються у рамках загальної системи управління ринковими ризиками.

Міжнародний досвід свідчить про те, що моделі формування оптимального боргового портфеля, які розробляються з метою мінімізації фінансових ризиків, є корисним інструментом управління державним боргом лише за наявності місткого ринку внутрішніх запозичень, розвинутого сегменту деривативів на внутрішньому ринку та доступу уряду до міжнародного ринку деривативів. Адже, базава модель боргового портфеля, який збалансовано за видами валют, термінів погашення, графіків платежів, структурою відсоткових ставок і т. п. є вихідним пунктом для розробки програми приведення фактичної структури боргу у відповідність з базовою. А основними інструментами для вирішення даного завдання слугують операції із похідними фінансовими інструментами, розміщення нових облігацій (із визначеними параметрами) і операції дострокового викупу облігацій. Такі методи управління державним боргом застосовуються в Ірландії, Данії, Швеції, Бельгії, Португалії, Австрії, Аргентині, Італії, Новій Зеландії [8, 23].

В таких умовах оптимальні показники, визначені із застосуванням модельного інструментарію, можуть мати мінімальну практичну цінність для країн з низьким рівнем розвитку фінансових ринків: недостатність попиту на відповідні інструменти зводитиме нанівець зусилля уряду, спрямовані на зміну структури його боргового портфеля (див. детально [9]).

Крім того, для зменшення ризиковості власних боргових портфелів ряд країн вдаються до застосування фінансових деривативів.

Наприклад, Уряди Ірландії, Швеції та Угорщини для досягнення бажаного профілю боргових ризиків широко використовують відсоткові свопи, валютні свопи, валютні форварди. Однак, країни з недорозвинутими внутрішніми ринками зазвичай не мають сегменту похідних фінансових інструментів, а країни з низькими кредитними рейтингами не володіють доступом до міжнародного ринку деривативів. Слід також враховувати, що при використанні деривативів виникає необхідність зваженого управління ризиками, пов'язаними із стабільністю фінансового становища партнерів. Наприклад, уряди Данії, Нової Зеландії і Швеції для зниження кредитних ризиків, які властиві операціям із похідними фінансовими інструментами, використовують кредитні ліміти та укладають угоди про заставу [7, 37].

Фахівці МБРР – Х. Брікі і А. Моді, зазначають: деривативи не є безпечними фінансовими інструментами і у багатьох випадках буває складно провести межу між хеджуванням і спекуляціями; досвід деяких компаній і хеджфондів показав, що деривативи не забезпечують повного захисту від хеджованих ризиків і генерують додаткові ризики, пов'язані із використанням похідних інструментів [10]. Таким чином, надійне хеджування ризиків неможливе без „здорових” ринкових інституцій і дієвого механізму контролю за функціонуванням ринку похідних фінансових інструментів.

Моделі оптимізації структури боргових зобов'язань уряду призначені для оцінки складу боргового портфеля на основі критерію витрати-ризик, що забезпечує стійкість фіскальної позиції уряду в умовах дії різноманітних шоків. У багатьох випадках оптимальна структура боргового портфеля визначається на основі оцінки відносного впливу ризиків і витрат різних боргових інструментів на розмір державного боргу відносно ВВП. По суті, вибір боргових інструментів зважає ризики проти очікуваних витрат на обслуговування боргу. Зниження ступеню мінливості первинного дефіциту (чи профіциту) бюджету і рівня державного боргу (для даних очікуваних витрат на обслуговування боргу) зазвичай розглядаються у якості

цільових орієнтирів, що зменшують ймовірність виникнення бюджетної кризи в умовах дії несприятливих шоків (див. детальніше [11]).

Базовою передумовою моделей цього класу є допущення про те, що боргові ризики мінімізуються тоді, коли боргові інструменти забезпечують захист від коливань величини первинного балансу і відношення державного боргу до ВВП за умов непевної динаміки рівня випуску та інфляції.

Результати моделювання створюють підґрунтя для визначення стратегічних орієнтирів, у вигляді бажаної структури і складу боргових зобов'язань уряду з визначенням таких фінансових параметрів як валюта деноніації і типи відсоткових ставок державних зобов'язань, структура боргу за строками погашення і видами індексації.

У країнах з ринками, що формуються, побудова аналогічних моделей та їх використання у процесі управління державним боргом об'єктивно пов'язані із значними труднощами. Ступінь волатильності макроекономічного середовища у даних країнах є вищим, порівняно з розвинутими країнами, а структура боргових портфельів – більш складною і зазвичай включає значну частину неринкових позик. Уряди країн з ринками, що формуються, позбавлені можливостей для проведення антициклічної фіскальної і монетарної політики, а також потерпають від проблеми «вихідної невідповідності» (незможності повністю покривати потреби у позичкових коштах за рахунок випуску зобов'язань у національній валюті). В таких умовах уряди стикаються з більш складними і масштабними ризиками у процесі управління державним боргом, і зазнають більше труднощів, пов'язаних із реалізацією власних боргових стратегій. Водночас більшість з них позбавлені можливостей користуватися ефективними механізмами хеджування ризиків, як на внутрішньому, так і на міжнародному ринках капіталів.

Фахівці ОЕСР справедливо вказують на те, що високий ступінь нестабільності макроекономічного середовища у країнах з ринками, що формуються, та проблеми з ідентифікацією

і оцінкою фінансових ризиків утруднюють завдання розробки і використання модельного інструментарію з метою управління ризиками у сфері державного боргу. Наприклад, структурні макромоделі не можуть бути стабільними в умовах нестабільної макроекономічної ситуації, що знижує ступінь їх надійності і ставить під сумнів можливість використання даних моделей у якості базового елемента системи ALM – управління активами і зобов'язаннями [11].

Внаслідок існування зазначених структурних вад, борговим менеджерам у даних країнах набагато важче визначити кількісні значення для структури боргових портфельів у термінах співвідношення між витратами і ризиками. Таким чином, завдання побудови оптимальної структури боргового портфелю, яка створюватиме надійне підґрунтя для проведення ефективної боргової політики, у країнах з ринками, що формуються, є важко реалізованим.

Експерти ОЕСР обґрунтовують положення про те, що управління ризиками боргового портфелю уряду в країнах з ринками, що формуються, має бути невід'ємним елементом системи управління ризиками на макрорівні. Пріоритетним завданням урядів даних країн має виступати зниження ступеню фіскальної вразливості і відновлення довіри до монетарної політики. Для досягнення зазначених цілей експерти ОЕСР рекомендують урядам підвищувати норму приватних заощаджень, оптимізувати розмір державних витрат, розширювати податкову базу і нарощувати експортний потенціал. Такі заходи, поряд із проведенням інституційних перетворень у сфері захисту прав власності і становленням ефективного механізму банкрутства, сприятимуть зменшенню ризиків для стійкого зростання і збалансованого розвитку економік даних країн [11].

З огляду на вищевикладене, інструментарій управління ризиками у сфері державного боргу, що застосовується у розвинутих країнах, не може автоматично переноситися до інших країн. Структурні вади економік країн з ринками, що формуються, та нестабільність їх макроекономічного середовища обмежують можливості для побудови надійних моделей

оптимізації структури боргового портфеля уряду та їх використання у якості практичного інструментарію при проведенні політики управління державним боргом. Навіть за наявності більш менш адекватної моделі управління ризиками (яку необхідно постійно поновлювати і вдосконалювати) у боргових менеджерів часто виникатиме необхідність відхилення фактичного курсу від траєкторії «оптимізації», визначеної на основі економіко-математичної моделі. Так, наприклад, у кризових умовах Міністерство фінансів змушене буде розміщувати на ринку більшу частку короткострокових інструментів або більшу частку цінних паперів з плаваючими відсотковими ставками, що зменшуватиме практичну цінність моделі оптимізації структури боргового портфеля уряду.

Таким чином, високий ступінь нестабільності макроекономічного середовища та проблеми з ідентифікацією і оцінкою фінансових ризиків утруднюють завдання розробки і використання модельного інструментарію для управління ризиками у сфері державного боргу України. Національний уряд стикається з більш складними і масштабними ризиками у процесі управління державним боргом із зазнає більше труднощів, пов'язаних із досягненням розрахункових показників на практиці, порівняно з урядами країн з розвинутою ринковою економікою. Уряд України позбавлений також можливостей користуватися ефективними механізмами хеджування ризиків, як на внутрішньому, так і на міжнародному ринках капіталів, що знижує практичну цінність економіко-математичних моделей.

ЗНИЖЕННЯ ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ БОРГОВОГО ПОРТФЕЛЯ УРЯДУ І ВДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНОЇ СТРУКТУРИ БОРГУ

Мінімізація ризиків боргового фінансування та посилення стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України вимагають переорієнтації позичкової діяльності уряду із зовнішнього на внутрішній фінансовий ринок. Вирішення вказаного завдання може бути забезпечено шляхом поступового

погашення зовнішньої заборгованості та збільшення частки державних позик на внутрішньому ринку. Ефективний ринок внутрішніх запозичень дозволить уряду збільшити частку зобов'язань, деномінованих у національній валюті, сприяти розвитку фінансового сектору національної економіки та позитивно впливатиме на дієвість монетарної політики.

На наш погляд, доцільно рефінансувати частину зовнішнього державного боргу за рахунок внутрішніх запозичень. При цьому, з огляду на невисокі ризики пролонгації боргу, властиві позикам міжнародних фінансових організацій (МФО), та високий ступінь нестабільності міжнародного ринку капіталів, у сфері зовнішнього позичкового фінансування пріоритет слід надавати позикам МФО. А комерційні запозичення до загального фонду Державного бюджету України варто поступово зменшувати.

У середньостроковій перспективі потенціал ринку внутрішніх державних запозичень розширюватиметься у результаті дії наступних чинників:

- збільшення активів вітчизняної банківської системи та існування потреб банків у наповненні портфелю державних цінних паперів для управління власною ліквідністю;
- збільшення масштабів добровільного пенсійного страхування та запровадження накопичувального рівня обов'язкового пенсійного страхування, що визначатиме кількакратне зростання активів недержавних пенсійних фондів і необхідність вкладення їх резервів у високонадійні довгострокові фінансові інструменти;
- популяризації страхових послуг серед юридичних і фізичних осіб України, перехід страхової діяльності у цивілізоване русло (від схем по мінімізації податкових зобов'язань) і збільшення попиту страхових компаній на низькоризикові цінні папери держави (у випадку забезпечення їх позитивної реальної доходності).

Емісія державних цінних паперів із тривалим терміном обігу найбільше відповідає

потребам інвесторів, у структурі пасивів яких переважають довготермінові зобов'язання. У країнах з розвинутими фінансовими ринками пенсійні фонди і страхові компанії прагнуть до подовження термінів власних активів, а тому є вагомою групою інвесторів у довготермінові державні зобов'язання. Згідно з оцінками МВФ, у 10 великих країнах з ринками, що формуються, в 2004 р. пенсійні фонди вклали близько 40% власних активів у державні цінні папери, а страхові компанії – 13% активів. У Чилі пенсійні фонди утримують 85% внутрішніх боргових зобов'язань уряду, у Малайзії – 60%, у Мексиці, Уругваї і Колумбії – понад 25%. Страхові компанії мають на балансах близько 20% внутрішніх боргових зобов'язань держави в Угорщині, Індії і Польщі [6].

За розрахунками В. Башка, комерційні банки тільки з метою рефінансування у 2008-2011 рр. щорічно зможуть поглинути ОВДП на суму від 8 до 15 млрд. грн., а страхові компанії та недержавні пенсійні фонди – від 2 до 8 млрд. грн. У результаті рівень попиту на державні цінні папери, який формуватимуть внутрішні інвестори (за збереження позитивної динаміки зростання ВВП і стабільного макрофінансового середовища), оцінюється на рівні 11 млрд. грн. у 2008 р., 16 млрд. у 2009 р., 18 млрд. у 2010 р. і 22 млрд. грн. у 2011 р. [12, 79].

Згідно з нашими оцінками, частка внутрішніх запозичень у структурі валових запозичень до Державного бюджету може бути збільшена до 50–60% у 2008 році і до 60–65% у 2009 р. Внутрішні позики у таких обсягах цілком відповідають потенціалу внутрішнього ринку позичкових капіталів і не викликатимуть негативних наслідків для збалансованого розвитку фінансової системи держави.

Основним застереженням проти активного використання внутрішнього позичкового фінансування може бути витіснення державними позиками приватних інвестицій та висока вартість і короткий термін внутрішніх позик, які підвищують ризики ліквідності. Однак, в останні роки Уряду вдалося суттєво знизити доходність внутрішніх позик та підвищити строковість внутрішньоборгових зобов'язань. Крім того, сума

вкладень банків у ОВДП станом на 1 вересня 2007 р. становила 4,75 млрд. грн., тоді як їх кредитний портфель сягав 344,95 млрд. грн. В таких умовах поступове і незначне збільшення внутрішніх державних запозичень не матиме негативних наслідків для фінансової системи та реального сектору економіки України. З іншого боку, у процесі формування бази інституційних інвесторів для державних облігацій загроза витіснення державними позиками приватних інвестицій буде зменшуватися.

Щодо потенціалу розширення внутрішніх державних запозичень і наявності об'єктивно обумовлених меж для нарощування внутрішнього боргу, то фахівці МВФ встановили: накопичення внутрішнього державного боргу до 35% суми банківських депозитів є безпечним для економіки [13]. Лише при перевищенні внутрішнім державним боргом рівня 35% банківських депозитів він починає справляти пригнічувальний вплив на економічне зростання, оскільки у дію вступає ефект витіснення.

В Україні станом на 1 вересня 2007 р. заборгованість Уряду за облігаціями внутрішньої позики становила 8,07 млрд. грн., а зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки фізичних осіб і суб'єктів господарювання – 233 млрд. грн. Тобто відношення суми ОВДП в обігу до суми банківських депозитів складає 3,5%, що в 10 разів відстає від критичного рівня. Щодо порівняння даного співвідношення з показниками інших країн, спеціалісти МВФ підраховали: у 93 країнах з низьким і середнім рівнем доходів у період 1975-2004 рр. середній рівень внутрішнього ринкового боргу складав 6,5% ВВП і 22% банківських депозитів [8].

Розвиток ринку державних цінних паперів вимагає координації дій Міністерства фінансів і Національного банку України, що має забезпечити розширення ємності внутрішнього ринку державних облігацій і підвищення їх ліквідності на вторинному ринку. Основними засобами активізації внутрішнього ринку позичкових капіталів в Україні мають стати вдосконалення організаційно-правової бази функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів

та підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх державних зобов'язань, а саме:

- запровадження інституту первинних дилерів, які здійснюватимуть викуп первинної емісії державних цінних паперів за власні кошти, проводитимуть регулярні торги та викуп державних цінних паперів на вторинному ринку;
- встановлення ринкових відсоткових ставок за державними цінними паперами і визначення їх доходності з урахуванням темпів інфляції;
- розширення бази інституційних інвесторів для державних цінних паперів (першочергове значення має стимулювання розвитку ринку страхових послуг і недержавного пенсійного забезпечення, а також встановлення нормативів розміщення резервів страхових компаній, пенсійних фондів, ін. у державні цінні папери);
- посилення транспарентності політики державних запозичень та її передбачуваності для учасників фінансового ринку через випуск Міністерством фінансів спеціальних проспектів емісії державних цінних паперів і календаря аукціонів;
- залучення фізичних осіб до ринку внутрішніх державних позик шляхом диверсифікації фінансових інструментів та розширення доступу потенційних інвесторів до державних облігацій.

Активізація внутрішньоборгових операцій Уряду створюватиме умови для вирішення завдань зниження зовнішньоборгового навантаження на економіку та мінімізації ризиків боргового фінансування. Здійснюючи курс на заміщення зовнішніх позик внутрішніми, уряд забезпечить себе від руйнівних наслідків переливів міжнародних капіталів та стрибкоподібних змін обмінних курсів.

ВДОСКОНАЛЕННЯ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ЗА ВИДОМ ВІДСОТКОВИХ СТАВОК І ЗМЕНШЕННЯ ВІДСОТКОВИХ ВИПЛАТ З ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ

З теорії відомо, що досягнення високої частки зобов'язань із фіксованою відсотковою ставкою надає можливість знизити відсоткові

ризики боргового портфеля уряду. Крім того, випуск і розміщення облігацій з фіксованою відсотковою ставкою дозволяє краще планувати видатки бюджету на виплату відсотків за державним боргом.

Однак, при очікуваному позитивному розвитку подій (зниженні темпів інфляції, рівня ринкових відсоткових ставок на внутрішньому ринку і т. п.) фіксовані відсоткові ставки можуть виявитися невиправдано „дорогими” на тривалому проміжку часу. В умовах нестабільного і високоінфляційного макроекономічного середовища застосування фіксованих ставок пов'язане із високими витратами: навіть при зниженні темпів інфляції, враховуючи негативний минулий досвід, інвестори включатимуть інфляційні ризики при визначенні бажаної номінальної відсоткової ставки за державними зобов'язаннями. У такому випадку доцільно, хоча б частково, емітувати державні зобов'язаннями із плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

Згідно з базовими положеннями теорії фінансового менеджменту, при виборі між різними типами доходності боргових зобов'язань варто дотримуватися таких принципів: за високого рівня відсоткових ставок і очікуваному їх падінні у майбутньому залучення державних позик доцільно проводити за плаваючими відсотковими ставками; при утриманні низького рівня відсоткових ставок і очікуваному їх зростанні у майбутньому варто вдаватися до випуску цінних паперів із фіксованими ставками доходності.

З врахуванням вищезазначених обґрунтувань і з метою підвищення попиту на внутрішньоборгові зобов'язання уряду слід запровадити на внутрішньому ринку довгострокові інструменти з доходністю, яка визначається на основі темпів інфляції. Випуск державних цінних паперів із плаваючою ставкою у багатьох випадках дозволяє знизити вартість запозичення, оскільки при існуванні інфляційних очікувань номінальна відсоткова ставка за державними зобов'язаннями, як правило, включає інфляційну премію. Облігації, прив'язані до темпів інфляції, є особливо корисним інструментом для розвитку внутрішнього ринку у пе-

рехідний період, коли довіра учасників ринку до стабільності макрофінансового середовища є хиткою.

Фінансовою теорією пропонуються два аргументи на користь випуску державних зобов'язань із плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції. По-перше такі види інструментів знижують фінансові втрати для інвесторів, оскільки інфляційні ризики приймає на себе уряд. По-друге, якщо інфляційна премія перевищує інші види ризикових премій, які спрацьовують у зворотному напрямі (такі як премія ліквідності), то витрати на обслуговування індексованих облігацій для емітента є нижчими, ніж на обслуговування зобов'язань з фіксованою номінальною ставкою.

Для теоретичного підтвердження необхідності запровадження державних облігацій із плаваючою відсотковою ставкою можемо навести висловлювання Г. Калво і П. Гвідотті про те, що в умовах невизначеності і невисокої довіри учасників фінансового ринку до дій уряду загалом, і його антиінфляційної політики, зокрема, оптимальна структура державного боргу передбачає наявність індексованих інструментів, причому ефективність такої політики має підвищуватися із зростанням строковості боргових зобов'язань [14, 49].

Досвід країн Латинської Америки переконує в тому, що запровадження вказаних інструментів сприяє розширенню ринку і подовженню термінів державних запозичень. Так, у Мексиці після фінансової кризи 1994–1995 рр. через випуск облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, середній термін внутрішніх боргових зобов'язань уряду було подовжено із 8 місяців у 1995 р. до 25 місяців у 2001 р. [7, 44]. У Російській Федерації з липня 2000 р. було розпочато випуск облігацій ощадної позики, індексованих за темпами інфляції.

В Україні на необхідності випуску захищених від знецінення фінансових інструментів як об'єктів інвестування пенсійних активів, страхових резервів та інших аналогічних ресурсів наголошувалося у «Програмі розвитку ринку середньо- і довгострокових державних зобов'язань на 2003–2005 роки», затвердже-

ній Постановою Кабінету Міністрів України від 1 березня 2003 р. № 285.

Таким чином, ініціювання практики функціонування ОВДП з плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції, сприятиме підвищенню попиту на внутрішні облігації з боку резидентів України, дозволить Уряду розміщувати на ринку довгострокові зобов'язання та з високою ймовірністю визначатиме зменшення витрат бюджету на обслуговування внутрішнього боргу.

Загалом для зваженого управління відсотковими ризиками державних боргових зобов'язань слід:

- випускати облігації зовнішньої позики виключно з фіксованими відсотковими ставками;
- емітувати середньострокові і короткострокові облігації внутрішньої позики з фіксованими відсотковими ставками;
- розпочати випуск довгострокових облігацій внутрішньої позики (терміном понад 5 років) з плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

У структурі зовнішніх зобов'язань Уряду за облігаційними позиками після погашення у 2009 році ОЗДП 2004 року частка зобов'язань із фіксованою відсотковою ставкою має досягти 100%. Що стосується внутрішніх зобов'язань Уряду за облігаційними позиками, то, згідно з нашими оцінками, частка зобов'язань із плаваючою відсотковою ставкою на кінець 2008 р. не повинна перевищувати 5–6% суми заборгованості Уряду за ОВДП з можливістю її поступового підвищення до рівня 15–20% у майбутньому.

Таким чином, у наступні роки іноземним інвесторам доцільно пропонувати облігації зовнішньої позики виключно з фіксованими відсотковими ставками; внутрішні коротко- і середньострокові державні запозичення мають здійснюватися за фіксованими відсотковими ставками, а довгострокові запозичення – за плаваючими ставками, прив'язаними до темпів інфляції. У 2008 р. обсяги емісії індексованих ОВДП можуть становити 700–800 млн. грн., а у 2009 р. – 1,5–2 млрд. грн.

Слід вказати на те, що із зниженням темпів інфляції і при утриманні їх на низькому рівні упродовж тривалого періоду часу переваги від використання індексованих інструментів зникатимуть. Світовий досвід свідчить про те, що після стабілізації інфляційних процесів і відновлення довіри агентів фінансового ринку до монетарної політики уряду відпадає необхідність у випуску індексованих державних облігацій, оскільки потенціал розміщення цінних паперів держави з фіксованими відсотковими ставками зростає (в нових умовах інвестори не вимагають від уряду надання додаткових гарантій від інфляційного знецінення своїх вкладень у вигляді відсоткових ставок, прив'язаних до темпів інфляції).

У середньостроковій перспективі при кількратному розширенні ємності внутрішнього фінансового ринку України і становленні ефективного сегменту деривативів Уряд отримає можливість для використання відсоткових свопів і форвардів, що сприятиме зваженому управлінню відсотковими ризиками за вже існуючими зобов'язаннями.

МІНІМІЗАЦІЯ РИЗИКІВ ПРОЛОНГАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

У теорії і практиці фінансового управління вважається, що зниження ризиків пролонгації державного боргу має досягатися через підвищення середньої строковості боргових зобов'язань уряду. Для нівелювання ризиків пролонгації боргу уряд має також спрямовувати свої зусилля на забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат у часовому вимірі. Однак, проблема строковості боргових зобов'язань нерозривно пов'язана із вибором розумного співвідношення між високими витратами на обслуговування боргу і високими ризиками пролонгації боргу.

Згідно з положеннями економічної теорії, в ідеальному випадку термін позики має відповідати терміну функціонування об'єктів, що фінансуються позиками. Однак у багатьох країнах з ринками, що формуються, виконання зазначеної умови є неможливим, з огляду на високі кредитні ризики і небажання інвесторів

надавати кошти в борг на тривалі терміни. В таких умовах позичальник наражається на небезпеку кризи рефінансування боргу.

Тобто, з одного боку, уряд повинен спрямовувати зусилля на максимально можливе подовження термінів державних зобов'язань. У такому випадку мінімізуватиметься ризик пролонгації державних цінних паперів. Проте, з іншого боку, необхідно враховувати, що подовження терміну боргових зобов'язань і зниження ризику пролонгації боргу може вимагати суттєвого зростання відсоткових ставок за позиками.

З огляду на вищезазначені обґрунтування, уряду слід забезпечувати оптимальне поєднання тривалого терміну і низької доходності цінних паперів держави. Збільшення частки довгострокових зобов'язань у борговому портфелі уряду може бути досягнуто лише при зниженні інфляційних ризиків та підвищенні ступеню платоспроможності держави.

Терміни облігацій зовнішньої позики є стандартними і, як правило, складають 5, 7, 10, 15 і 20 років. Тобто ОЗДП є довгостроковими фінансовими інструментами, термін обігу яких мінімізує ризики пролонгації боргу для уряду. Проте, з іншого боку, кон'юнктура міжнародного ринку позичкових капіталів є нестабільною, у зв'язку з чим в окремі періоди уряд може втрачати доступ до зовнішнього фінансування, що породжуватиме проблеми ліквідності. За таких обставин ризики пролонгації боргу для зовнішніх облігаційних позик України є вагомими. Крім того, позики в іноземній валюті характеризуються високими валютними ризиками. З врахуванням вказаних чинників уряд має надавати перевагу випуску внутрішніх боргових зобов'язань, прагнучи до подовження їх строковості.

Підвищення середнього терміну обігу внутрішніх облігацій має відбуватися поступово, в унісон з розвитком внутрішнього фінансового ринку, зростанням попиту на довгострокові інструменти і падінням довгострокових відсоткових ставок.

Для збільшення середньої строковості державних боргових зобов'язань надзвичайно

важливе значення має відновлення випуску ощадних облігацій. Запровадження стандартизованих інструментів із задовільним рівнем відсоткових ставок як альтернативи банківським депозитам дозволило б мобілізувати до економічного кругообігу не задіяні до цього часу заощадження фізичних осіб та підвищити термін обігу внутрішніх боргових зобов'язань уряду. Для прикладу: у країнах з ринками, що формуються, у період 2000–2004 рр. частка фізичних осіб серед інвесторів у облігації внутрішньої державної позики коливалася на рівні 11–12%.

На необхідності випуску інвестиційно привабливих фінансових інструментів, які б сприяли залученню заощаджень населення, що перебувають на сьогодні за межами банківської системи, наголошувалося у «Програмі розвитку ринку середньо- і довгострокових державних зобов'язань на 2003–2005 роки», затвердженій Постановою Кабінету Міністрів України від 1 березня 2003 р. № 285.

Вагомим засобом подовження терміну боргових зобов'язань і зниження ризиків пролонгації боргу, які властиві борговому портфелю Уряду України, слугують індексовані боргові інструменти. Облігації внутрішньої позики з доходністю, прив'язаною до темпів інфляції, повинні мати строк обігу, щонайменше, 5 років. Оскільки даний вид цінних паперів захищає інвесторів від коливань інфляційної динаміки, закономірним виглядає подовження їх строківості у порівнянні із звичайними інструментами.

При всій значущості проблеми ризиків пролонгації боргу, Уряд не повинен заради її вирішення жертвувати іншими цілями фінансової політики держави. Так, у даний момент доволі гострими проблемами є низький попит вітчизняних банків на облігації внутрішньої позики і неможливість використання ОВДП Національним банком у якості дієвого інструменту монетарної політики. За недорозвиненості інституційних інвесторів основними кредиторами уряду залишаються банківські установи, які використовують ОВДП для управління власною ліквідністю.

В таких умовах вилучення короткострокових ОВДП із переліку інструментів, що пропонуються на первинному ринку, в умовах низької ліквідності вторинного ринку, може мати вкрай негативні наслідки. Тому, вживаючи зусиль до подовження середнього терміну боргових зобов'язань уряд не повинен повністю відмовлятися від випуску короткострокових інструментів (терміном 1 рік). Про обґрунтованість даної пропозиції свідчать такі дані: у 2004 р. частка короткострокових цінних паперів у структурі державного боргу становила 13,5% у Чехії, 17,7% в Угорщині, 14,3% у Польщі [12, 85].

З метою уникнення пікових навантажень на державний бюджет і мінімізації у такий спосіб ризиків пролонгації боргу планування обсягів та строковості позик має здійснюватися за принципом рівномірного розподілу таких платежів у часі. Зокрема, у 2008 р. при визначенні параметрів політики державних запозичень слід:

- мінімізувати обсяги розміщення короткострокових облігацій внутрішньої державної позики, надаючи перевагу випуску 2-, 3-, 5-, 7-річних облігацій;
- при плануванні зовнішніх державних запозичень надати перевагу 10-річній позиці (на 2018 рік порівняно з 2013 роком припадає менший обсяг платежів).

Контроль за графіком боргових платежів та нівелювання піків боргового навантаження є основними засобами управління часовою структурою державного боргу і зменшення ризиків пролонгації боргу.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень.

По-перше, значна увага у сфері управління державним боргом України має приділятися зниженню фінансових ризиків – ризику пролонгації боргу, відсотковому і валютному ризику. Вирішення завдання мінімізації валютних ризиків вимагає переорієнтації позичкової діяльності уряду із зовнішнього на внутрішній фінансовий ринок, що може бути забезпечено шляхом поступового погашення зовнішньої заборгованості та збільшення частки державних позик на внутрішньому ринку. На наш погляд,

доцільно рефінансувати частину зовнішнього державного боргу за рахунок внутрішніх запозичень. При цьому, з огляду на невисокі ризики пролонгації боргу, властиві позикам МФО, та високий ступінь нестабільності міжнародного ринку капіталів, у сфері зовнішнього позичкового фінансування пріоритет слід надавати кредитам МФО. Згідно з нашими оцінками, частка внутрішніх позик у структурі валових запозичень до Державного бюджету України може бути збільшена до 50–60% у 2008 році і до 60–65% у 2009 р.

По-друге, з метою зваженого управління відсотковими ризиками державних боргових зобов'язань Міністерству фінансів слід випускати облігації зовнішньої позики виключно з фіксованими відсотковими ставками; емітувати середньострокові і короткострокові облігації внутрішньої позики з фіксованими відсотковими ставками; розпочати випуск довгострокових облігацій внутрішньої позики (терміном понад 5 років) з плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

По-третє, для мінімізації ризиків пролонгації боргу Уряд України повинен спрямовувати зусилля на максимально можливе подовження термінів державних зобов'язань. Проте збільшення строків боргових зобов'язань може вимагати суттєвого зростання відсоткових ставок за позиками, тому підвищення середнього терміну обігу внутрішніх облігацій має відбуватися поступово, в унісон з розвитком внутрішнього фінансового ринку, зростанням попиту на довгострокові інструменти і падінням довгострокових відсоткових ставок.

Таким чином, збалансована структура державного боргу і відповідальне управління боргом сприятимуть зменшенню нестійкості фінансового стану уряду, пов'язаної із дією відсоткових, валютних ризиків і ризиків пролонгації боргу, що створюватиме підґрунтя для зміцнення фінансової системи України і збереження високих темпів економічного зростання у довгостроковому періоді.

Література

1. *Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 5/В. І. Міщенко, О. П. Жак, Д. С. Попов та ін.; Національний банк України. Центр наукових досліджень. – К., 2006. – С. 58.*
2. *Schmukler S. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. – <http://worldbank.org/research/bios/schmukler/>*
3. *Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена. – <http://www.ier.kiev.ua>.*
4. *International Bank for Reconstruction and Development. Global Development Finance 2007. Analysis and Summary Tables. – Washington D. C., 2007.*
5. *International Bank for Reconstruction and Development. Global Development Finance 2006. Analysis and Summary Tables. – Washington D. C., 2006.*
6. *International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. – April 2006. – <http://www.imf.org>.*
7. *International Monetary Fund. The World Bank. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document. - November 2002. – 366 p.*
8. *Подвинская Е. Об управлении внешним долгом // Финансы. – 2002. – № 3. – С. 23.*
9. *Risk Management Framework on Public Debt. – <http://www.chinamoney.com.cn/content/online2002/english/ex/2005.htm>*
10. *Brix H., Mody A. Priorities for the Management of Contingent Liabilities. – The World Bank, May 2000.*
11. *Overview of Advances in Risk Management of Government Debt. – OECD, 2005.*
12. *Башко В. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозиції щодо структури // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 2. – С. 75–87.*
13. *The Role of Domestic Debt Market in Economic Growth: An Empirical Investigation of Low Income Countries and Emerging Market Countries // IMF Working Paper. – 2007. – № 127.*
14. *Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики // Вопросы экономики. – 2001. – № 8.*