

Карапетян Ольга Михайлівна
к.е.н., доцент
кафедри економічної безпеки
та фінансових розслідувань
Тернопільського національного економічного університету

СУВЕРЕННІ ФОНДИ ФІНАНСОВИХ РЕЗЕРВІВ ТА ЇХ РОЛЬ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

Особливим видом захисту національних інтересів є економічні методи, які розглядаються крізь призму як традиційних, так і нетрадиційних фінансових інструментів. Поряд з використанням таких заходів, як протекціонізм чи економічні санкції держави прагнуть посилювати свої позиції шляхом проведення активної експансійної політики за рахунок використання інвестиційних ресурсів. Одним з таких механізмів є суверенні фонди фінансових резервів. Вони являють собою фінансово-економічний механізм акумулювання й перерозподілу доходів. Практика створення даних фондів у світі показує, що їх формування здійснюється для забезпечення в майбутньому фінансових потоків держави щодо виконання нею своїх функцій не вдаючись до надмірних державних запозичень. Тобто, формування суверенного фонду можна розглядати як прояв боргової економіки, яка в майбутньому не здатна забезпечити рівень бюджетних видатків у зв'язку з відмовою від політики модернізації економіки, підвищення її інноваційного потенціалу.

Упродовж останніх років у структурі суверенного боргу України спостерігається стійка тенденція перевищення критичного валютного показника структури боргу, визначеного МВФ для країн, що розвиваються (не більше 60 % складу боргу в іноземній валюті від його загального обсягу). Відтак, посилюється тиск зростаючих боргових виплат на державний бюджет, підвищується рівень бюджетного ризику в короткостроковому періоді через зростання дефіциту бюджету та покриття його за рахунок запозичень [1].

Через перманентну невизначеність щодо подальшої співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та ризик згорання програми

кредитування МВФ нагальним постає питання формування суверенних фондів фінансових резервів в Україні.

Особливістю взаємодії України з міжнародними фінансовими організаціями, насамперед, із МВФ упродовж останніх років стала кореляція між виконанням урядом передбачених програмами реформ з дотриманням узгоджених положень та виділенням фінансових ресурсів відповідно до визначених обсягів й термінів. З огляду, на вразливість вітчизняної фінансової сфери до впливу дестабілізуючих чинників та необхідність забезпечення значних боргових виплат в умовах обмеженості власних фінансових ресурсів, Україна потребує допомоги міжнародних донорів, не дивлячись на те, що такий характер співпраці формує певний елемент політичної залежності [2].

Суверенні фонди визначають можливість і здатність країни протистояти ризикам коливань зовнішньої кон'юнктури. Одночасно, їх наявність прямо впливає на планування державних запозичень, обсяг державного боргу та боргову стратегію держави.

Закономірністю останніх років стала стійка тенденція надмірної акумуляції державного та гарантованого державою боргу України.

Боргова позиція України у період 2014-2016 років характеризувалася висхідною траєкторією індикаторів боргового навантаження та перевищенням гранично допустимих значень ключових індикаторів (табл. 1).

Основним джерелом фінансування помірному дефіциту бюджету в 2017 р. залишалися кошти, залучені за борговими операціями. Попри те, що у 2017 р. збільшилося фінансування за рахунок приватизаційних надходжень – 3,4 млрд. грн., у підсумку вони склали лише біля 20 % від запланованого їх обсягу [3].

У 2017-2018 рр. відносні показники боргового навантаження України певною мірою покращилися, але не досягли економічно безпечного рівня. У відносному вимірі державний і гарантований державою борг на кінець 2013 року складав 38,4% ВВП, а в кінці 2015 – вже 79,1% ВВП [3].

Максимального значення співвідношення державного боргу і ВВП було досягнуто в кінці 2016 року – 81% ВВП. З того часу відносний показник

боргового навантаження поступово знижувався – до 71,8% ВВП на кінець 2017 р. і до 68,8% на кінець березня 2018 року.

Таблиця 1

Динаміка співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП та доходів бюджету України

Показник		2013	2014	2015	2016	2017	2018 січень- березень	Середнє для країн із середнім и доходами у 2016 р.*	Гранич- но допус- тимі значен- ня
Держав- ний і гаранто- ваний державо- ю борг	Млрд. грн.	584,8	1100,8	1571,8	1929,8	2141,7	2053,6	-	-
	% ВВП	38,4	69,4	79,1	81,0	71,8	68,8	47,0	30–50
	% доході в бюдже- ту	172,4	308,3	294,0	270,0	313,1	223,7	-	200

[розраховано автором на основі [4;5;6]]

Такі зміни були зумовлені флуктаціями реального обмінного курсу гривні. За результатами емпіричного дослідження ОЕСР граничний рівень державного боргу для країн з ринками, що формуються, складає 30-50 % ВВП, а для розвинутих країн – 70-90 % ВВП. В Україні фактичний обсяг державного боргу відносно ВВП перевищує ці гранично допустимі значення [2].

Індекс EMBI + Україна (J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index) характеризує різницю в прибутковості єврооблігацій України та казначейських зобов'язань США, розраховується Світовим банком. Найвищий рівень цього індикатора дорівнював у 2015 р. 2 374,6 пунктів, що перевищувало критичне значення майже удвічі [7].

У 2016 р. цей показник знизився та відповідав небезпечному рівню, а у 2017 р. покращився до незадовільного рівня. Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу упродовж 2015–2017 рр. має позитивну тенденцію, але не відповідає навіть критичному рівню безпеки (табл.2).

У структурі державного боргу на 2018 р. передбачено зменшення частки боргу в іноземній валюті до 66,7 % та відповідно збільшення її в національній валюті до 33,3 % (станом на 31.01.2018 р. значення цих показників були на рівні 69,62 % та 30,38 %).

Таблиця 2

Динаміка індикаторів боргової безпеки упродовж 2011-2018 рр.

Індикатори боргової безпеки	Гранично допустимі значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018 вересень
Відношення державного боргу і гарантованого країною боргу до ВВП, %	<60	38,4	69,4	79,1	81,0	71,8	68,8
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	<70	78,05	127,12	143,96	129,66	103,94	114,198
Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, %	<11	13,13	13,44	13,07	-	18,51	18,52
Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + країна, б. п	<1000	967,30	954,36	2347,6	762,5	573,8	-
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	>20	13,20	5,24	10,41	10,47	16,39	15,43

[розраховано автором на основі [4;5;6]]

Зазначене зумовлює зростання валютних витрат уряду з обслуговування боргових зобов'язань, посилює загрозу скорочення валютної пропозиції для вітчизняного фінансового ринку та створює загрозу різкого зростання обсягу державного боргу у випадку можливої подальшої девальвації гривні.

Зростання номінального ВВП та помірні флуктації курсу гривні впродовж 2017 р. сприяли поступовому зниженню співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП. На кінець 2017 р. цей показник зменшився до 71,8 % порівняно з його значенням 81,0 % на кінець 2016 р [5].

Про надмірний тиск зростаючих боргових виплат на державний бюджет засвідчують дані Міністерства фінансів України. Так, обсяг витрат на погашення державного боргу в 2017 р. збільшився у 3,3 разу або на 252,1 млрд. грн. порівняно з попереднім роком і становив на 31.12.2017 р. 363,5 млрд. грн.

(проти 111,4 млрд. грн. на кінець 2016 р), у т. ч. 297,0 млрд. грн. – виплати за внутрішнім боргом та 66,5 млрд. грн. – виплати за зовнішнім боргом. У 2019 р. заплановані платежі з погашення державного боргу складуть 198,89 млрд. грн. (6,1 % від прогнозного ВВП), у т. ч. 93,98 млрд. грн. платежі за внутрішнім боргом та 104,91 млрд. грн. – платежі за зовнішнім боргом (табл. 3). У структурі виплат поточного року з погашення зовнішнього боргу передбачено 43,8 млрд. грн. на погашення заборгованості перед МВФ [4].

Таблиця 3

**Прогнозні платежі з погашення та обслуговування державного боргу
у 2019-2030 роках (млрд. грн.)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Всього	317,47	266,07	224,29	174,90	175,53	207,40	158,85	137,78	135,73	98,26	114,04	93,98
Внутрішній борг	166,56	90,76	70,57	61,71	66,54	82,50	66,90	55,79	59,03	64,23	55,03	65,42
Обслуговування	72,57	55,96	49,30	47,13	44,71	42,54	39,87	37,22	35,57	32,96	30,52	28,37
Погашення	93,98	34,80	21,27	14,58	21,84	39,97	27,02	18,57	23,46	31,26	24,51	37,05
Зовнішній борг	150,91	175,31	153,72	113,19	108,99	124,90	91,95	81,99	76,69	34,04	59,01	28,57
Обслуговування	46,00	43,31	39,29	31,94	27,92	23,83	19,37	15,81	12,44	9,12	8,68	7,89
Погашення	104,91	132,00	114,43	81,25	81,07	101,07	72,58	66,18	64,26	24,91	50,32	20,68

[складено автором на основі [4]]

Значна частина зобов'язань в іноземній валюті у структурі державного боргу посилює залежність фінансового стану уряду від поведінки обмінного курсу, а виникнення зовнішніх чи внутрішніх шоків може стати причиною незбалансованості валютних потоків і призвести до різкого знецінення національної валюти та суттєво посилити тягар боргових виплат на державний бюджет.

Відтак, державний борг в Україні є досить дорогий у обслуговуванні, він став чинником уповільнення економічного зростання, оскільки нові запозичення є джерелом рефінансування попередніх боргів, а не інвестиційним ресурсом.

Таким чином, високий рівень боргового навантаження, несприятлива валютна структура державного і гарантованого державою боргу та незадовільні значення показників стійкості державного боргу України свідчать про суттєві боргові ризики, які потребують значної уваги органів державної влади щодо пошуку нових інструментів врегулювання проблеми антагонізму зростаючих

потреб держави у додаткових ресурсах та обмеженості власних джерел фінансування.

У даному контексті доцільно розглянути фінансові ресурси акумулюванні в суверенних фондах. Масштаби накопичених в суверенних фондах коштів впливають на інвестиційну привабливість країни і можливість здійснення майбутніх позик на сприятливих умовах. Відтак постає актуальне питання щодо формування суверенного фонду фінансових резервів у національній економіці. Розглянемо природу такого феномену як суверенні фонди більш докладно.

В даний час у міжнародній юридичній доктрині не розроблено загальний підхід до визначення поняття «суверенний фонд». Правове регулювання суверенних фондів в основному носить декларативний характер і розвивається на рівні саморегулювання за рахунок добровільних об'єднань найбільш прогресивних суверенних фондів різних країн, які, втім, також не приєдналися до єдності концепцій відносно суверенних фондів. Дані обставини ускладнюють подальший розвиток правового регулювання діяльності таких фондів, тоді як їх інвестиційна активність безперервно зростає. За останні роки суверенні фонди багатьох країн накопичили значні резерви і посилили свій вплив на світовому фінансовому ринку. Станом на січень 2017 р. суверенні фонди здійснювали управління значними фінансовими ресурсами, що оцінювалися в 6,8 трлн. дол. США [8].

У таблиці 4 наведені найбільш вживані підходи до визначення даного поняття.

Перманентною платформою для дискусії щодо проблем розвитку і функціонування суверенних фондів на основі принципів Сантьяго служить Міжнародний форум суверенних фондів добробуту (The International Forum of Sovereign Wealth Funds), який сформований Міжнародною робочою групою в 2009 р [9]. Станом на початок 2018 р. до складу Міжнародного форуму суверенних фондів добробуту входять 32 фонди з 31 країни.

Для повного уявлення про можливості країни зберігати статус впевненого і стабільного кредитоспроможного суверенного позичальника важливо оцінити розмір створених державних резервів – не тільки валютних резервів, а й

внутрішніх суверенних резервів. Їх сукупний розмір – надійний індикатор стійкості фінансової системи країни.

Таблиця 4

Основні підходи до визначення та характеристики суверенних фондів

Підхід до визначення	Особливості та ознаки
Європейська комісія	Суверенний фонд: по-перше фонд, яким володіє держава; по-друге фонд, який у свою чергу здійснює управління диверсифікованим портфелем внутрішніх і міжнародних фінансових активів. Суверенні фонди: 1) засновані за рахунок валютних резервів країни; 2) активи фонду управляються окремо від резервів країни (найбільший ризик притаманний вкладенням фонду для досягнення найбільшої прибутковості).
Міністерство фінансів США	Суверенні фонди – один із чотирьох видів суверенного багатства поряд з міжнародними резервами, державними пенсійними фондами та державними корпораціями
International Financial Services London	Розрізняють 5 видів державних інвестиційних механізмів: - суверенні фонди добробуту (Стабілізаційні / ощадні фонди); - суверенні і публічні пенсійні фонди; - державні інвестиційні фонди; - державні фонди розвитку; - афілійовані з державою корпорації
Міжнародний валютний фонд	Фонди поділяться на стабілізаційні фонди, фонди заощаджень для майбутніх поколінь, корпорації з інвестування резервів, фонди розвитку і фонди умовних пенсійних резервів
Sovereign Wealth Fund Institute	З огляду на функції. Які виконують фонди виділяються 5 груп суверенних інвесторів: 1. Центральний банк 2. Суверенний інвестор, орієнтований на ліквідність; 3. Суверенний інвестор, орієнтований на покриття відповідальності; 4. Суверенні фонди стратегічного розвитку; 5. Суверенний інвестор наступності поколінь

[авторське дослідження]

Суверенні фонди, які формуються за рахунок позабюджетних коштів (профіциту платіжного балансу, офіційних операцій з іноземною валютою, надходжень від приватизації, бюджетного профіциту і / або надходжень від експорту біржових товарів) мають найрізноманітнішу правову, інституційну і управлінську структуру. Вони можуть існувати у вигляді бюджетних стабілізаційних фондів, ощадних фондів, корпорацій щодо інвестування резервів, фондів розвитку і пенсійних резервних фондів без прямих пенсійних зобов'язань [10]. Проте, не дивлячись на організаційні та інституційні

відмінності, в основі діяльності всіх суверенних фондів добробуту лежать загальні принципи:

- капітал (отриманий в результаті «чистого накопичення багатства»);
- афілійованість з державою (управління фондом здійснюється державою або державним органом, що має функції інвестиційного контролю);
- інвестування як основний вид діяльності (кошти суверенного фонду інвестуються в різні активи, прагнучи отримати віддачу, що перевищує безризикову норму прибутковості) [10]. Специфікою суверенних фондів добробуту в порівнянні з державними фінансовими структурами (зокрема, міністерством фінансів або центральним банком) є те, що в своїй діяльності вони можуть припускати більший ризик при здійсненні вкладень в різні групи активів. При цьому, незважаючи на афілійованість з державою, інвестування з боку суверенних фондів формально не підпадає під розряд дій держави, що істотно підвищує свободу дій. В цілому, суверенні фонди добробуту як інституції спеціального призначення (SPV) функціонують подібно іншим установам, управляють своїми інвестиціями і мають портфелі, в яких представлені різні класи активів [10]. Іншими відмітними особливостями суверенних інвестиційних фондів є тривалий період функціонування і відсутність чітко визначених фінансових зобов'язань, що сприяє прийняттю довгострокової стратегії інвестування коштів;

При цьому, на думку фахівців, в даний час основними джерелами формування коштів суверенних фондів є наступні:

- 1) профіцити державного бюджету в результаті високих доходів від експорту, що вилучаються до бюджету у вигляді податків на природні ресурси, обмеження витрат бюджету, отримання доходів від приватизації;
- 2) надлишковий обсяг золотовалютних резервів в результаті стійкого позитивного сальдо торгового балансу, операцій з іноземною валютою для запобігання зміцнення курсу національної валюти.

У країнах першої групи, де існують найбільші за обсягом активів суверенні фонди, процес формування, як і докапіталізації відбувається шляхом перерахування додаткових коштів (наприклад, в результаті перевищення ціни

експортованих природних ресурсів над її граничним значенням). Зокрема, кошти до Фонду соціально-економічної стабілізації Чилі надходять з надлишків бюджетних доходів, що виникають при перевищенні реальної експортної ціни міді. Базову ціну на мідь встановлює щорічно Міністерство фінансів Чилі.

В один з найбільших в світі суверенних фондів – інвестиційний фонд Кувейту перераховуються 10% державних прибутків незалежно від їх походження і ціни на нафту [8].

У країнах другої групи суверенні фонди виникають внаслідок накопичення «надлишкової» кількості золотовалютних резервів. Надлишковий обсяг розуміється як перевищення над рівнем, необхідним безпосередньо для цілей макроекономічної стабілізації: для згладжування коливань курсу національної валюти, а також покриття відтоку короткострокового капіталу (обсяг резервів повинен покривати короткостроковий зовнішній борг). В умовах накопичених ресурсів понад планові показники, для уряду з'являється можливість використання надлишкових резервів:

- виплата зовнішнього боргу (Банк Мексики погашав боргові зобов'язання перед Міжамериканським банком розвитку та Світовим банком в 2004-2005 рр.);

- поділ резервів монетарного агентства на кілька портфелів і використання інвестиційного портфеля для довгострокових вкладень (монетарне агентство Гонконгу розділило міжнародні резерви на два портфелі: ліквідний та інвестиційний);

- формування суверенного фонду або в активах монетарного агентства або в якості окремої інституційної структури (окремої юридичної особи) (в Сінгапурі і в Кореї управління суверенними фондами здійснюють спеціальні агентства);

- використання надлишкових резервів для вирішення внутрішніх проблем і розвитку національних економік [8].

Як вже зазначалося вище, особливу популярність суверенні фонди добробуту здобули на початку 2000-х рр. Здебільшого, це стало наслідком значного зростання цін на енергоносії, що спричинило створення великої

кількості сировинних фондів, які за відносно короткий період часу досягли безпрецедентних розмірів. При цьому, не дивлячись на активне зростання, суверенні фонди не заявляли про себе як про економічних і політичних учасників. Активізація суверенних фондів добробуту відбулася в 2008 р. в розпал світової фінансово-економічної кризи. Саме у цей період відбулася демонстрація суверенних фондів (особливо з регіону Близького Сходу) та було визначено їх вплив на міжнародну валютно-економічну систему та політичну ситуацію [9]. За допомогою ресурсів акумульованих в суверенних фондах та поряд з рішучими діями урядів країн Організації економічного співробітництва і розвитку, було проведено не тільки рекапіталізацію, а й вдалося зберегти головні фінансові установи, уникнувши системної кризи та підтримати світову резервну валюту.

Визнаючи роль суверенних фондів добробуту під час кризи, лауреат Нобелівської премії з економіки Дж. Стігліц зробив особливий акцент на діяльності суверенних фондів. На думку експерта, за останні роки роль суверенних фондів добробуту в світовій економіці сильно змінилася, здебільшого завдяки світовій фінансово-економічній кризі. В даний час суверенні фонди не тільки інвестують кошти в різні групи активів, але і виконують роль своєрідних стабілізаторів, зокрема контролюють інфляцію. Якщо надлишковий капітал, отриманий за рахунок експорту, реінвестується за кордоном, то тенденція до подорожчання валюти слабшає. Важливо відзначити, що в складі країн, що створюють суверенні фонди, сьогодні переважають країни, що розвиваються. Серед основних причин можна виділити вузький профіль внутрішнього фінансового ринку (це не дозволяє їм накопичувати надходження від експорту без прискорення інфляції або коливань валютного курсу). Розвинені країни в основному створюють суверенні фонди з метою підтримки стійкості пенсійної системи (Норвегія, Австралія, Ірландія). Однак, доцільно зазначити, що масштаб діяльності суверенних фондів як в сфері економіки, так і сфері політики не коректно порівнювати з найбільшими фінансовими посередниками – банками, пенсійними фондами, страховими компаніями, а також провідними світовими економічними акторами –

державами, транснаціональними корпораціями, а також міжнародними фінансовими організаціями. Втім, з огляду на спрямованість сучасних політичних та економічних процесів, а також ресурси, що знаходяться в розпорядженні суверенних фондів, можна з упевненістю сказати, що в подальшому суверенні фонди формуватимуться як потужні фінансові суб'єкти глобальної економіки.

Список використаних джерел

1. Барановський О. І Філософія безпеки: монографія: у 2 т. К.: УБС НБУ, 2014, 831 с.
2. Боргова стійкість державних фінансів України: колек. монографія / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ: Національна академія управління. 2014, 724 с.
3. Аналітичні матеріали щодо державного боргу URL: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/> (дата звернення 10.01.2019 р.).
4. Статистична інформація щодо державного боргу України URL: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg/statistichna-informacija> (дата звернення 10.01.2019 р.).
5. Статистична інформація щодо динаміки макроекономічних показників України URL: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index> (дата звернення 25.01.2019 р.).
6. Статистична інформація щодо динаміки боргових індикаторів України. URL: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index> (дата звернення 2.02.2019 р.).
7. World Development Indicators 2017. URL: <https://data.worldbank.org/indicator>
8. Global sovereign wealth fund, Tue Apr 19, 2017. URL: <http://www.reuters.com/> (дата звернення 9.01.2019 р.).

9. Принципи Сантьяго: міжнародна робоча група суверенних фондів. URL: http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg_santiago_principles_oct2008_enpdf (дата звернення 10.01.2019 р.).
10. Вивчаючи нові горизонти ринків: Міжнародний форум суверенних фондів IFSWF. Астана, 5-7 вересня 2017 р. URL: <http://www.iwg-swf.orgp/> (дата звернення 11.01.2019 р.).
11. Про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 рр. URL: <https://www.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc> (дата звернення 10.01.2019 р.).