

СТАН ТА РИЗИКИ ЗРОСТАННЯ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

Метою статті є визначення стану зовнішнього державного боргу України та сучасних критеріїв оцінки боргового ризику.

The article is aimed to evaluate the current state of external public debt of Ukraine and define the current criteria for assessing the risk of debt.

Внаслідок прискорення темпів зростання зовнішнього державного боргу можуть виникнути ризики фінансової дестабілізації і уповільнення темпів економічного розвитку. В умовах глобалізації важливими функціями держави стають контроль за розміром і структурою зовнішнього державного боргу із вживанням адекватних заходів при перевищенні економічно безпечних величин та накопиченні достатнього обсягу золотовалютних резервів. Це дозволить уникнути кризових боргових ситуацій та провести реструктуризацію видаткової частини державного бюджету в розрізі витрат на обслуговування державного зовнішнього боргу, сприятиме забезпеченню стабілізації соціально-економічної ситуації та розвитку економіки України.

Важливе значення місця та ролі державного зовнішнього боргу у системі міжнародних кредитних відносин зумовило постійну увагу дослідників. Різні аспекти даного питання розкриті у роботах українських вчених, зокрема, у працях Базилевича В.Д., Барановського О.І., Бураковського І.В., Василика О.Д., Вахненко Т.П., Гейця В.М., Козюка В.В., Кучера Г.В., Лісовенка В.В., Луцишини З.О., Лютого І.О., Новицького В.Є., Новосад Л.Я., Плотнікова О.В., Федосова В.М. тощо.

Метою статті є визначення стану зовнішнього державного боргу України та сучасних критеріїв оцінки боргового ризику.

У міжнародній практиці наразі існує два основних концептуальних підходи до оцінки боргового ризику, що є вкрай актуальним для України. Перший підхід пов'язаний з аналізом здатності країни позичальника обслуговувати власний борг (debt-service capacity approach) [1,2], другий – з аналізом видатків та переваг країни-позичальника в разі відмови від сплати боргу або при його реструктуризації (cost-benefit analysis) [3]. Вказані методи можуть використовуватись одночасно.

Відповідно до першого підходу борговий ризик країни виникає внаслідок нездатності країни-позичальника утримувати зростання заборгованості на певному стійкому рівні відносно ВВП. При цьому під час аналізу використовуються ключові макроекономічні змінні (темпи економічного зростання, інфляція, динаміка розміру непогашеної заборгованості тощо). Комплексний аналіз зовнішнього боргового ризику включає такі показники: рівень платежів з обслуговування боргу до обсягу доходів бюджету, питома вага зовнішнього боргу до ВВП, рівень платежів з обслуговування зовнішнього боргу до обсягу річного експорту, рівень зовнішньої заборгованості на душу населення, рівень обсягу зовнішньої заборгованості до обсягу річного експорту, їх критичні значення наведені у таблиці 1 [1].

Таблиця 1. Світовий досвід визначення критичного рівня показників зовнішньої заборгованості, %

Показники	Критичний рівень показників
Рівень платежів з обслуговування боргу до обсягу доходів бюджету	30
Питома вага зовнішнього боргу до ВВП	80
Рівень платежів з обслуговування зовнішнього боргу до обсягу річного експорту	22
Рівень зовнішньої заборгованості на душу населення, дол.	220
Рівень обсягу зовнішньої заборгованості до обсягу річного експорту	220

Другий підхід базується на порівнянні очікуваного значення дисконтованої корисності споживання при дефолті з очікуваним значенням дисконтованої корисності споживання при сплаті боргу. В першу чергу розглядаються економічні мотиви, що змушують країну утримуватися від порушення платіжних зобов'язань зі сплати боргу заради збереження доступу на міжнародні ринки капіталів.

Різновидами боргового ризику є офіційна відмова від визнання боргу або відмова повна або часткова) від його подальшого обслуговування; перегляд умов погашення боргу або мораторій; призупинення боргових виплат через технічні причини; ризики трансферту платежів.

На кінець серпня 2009 року державний та гарантований державою борг України склав 35,1 мільярда доларів. З початку року він зріс на 48,1 %, в основному, за рахунок отримання другого та третього траншів кредитної лінії МВФ у рамках спільної програми "Стенд-бай" в обсязі 4 млрд.СПЗ (спеціальні права запозичень), перевищення випуску ОВДП над їх погашенням та наданням державних гарантій за звітний період. З них державний та гарантований державою зовнішній борг становив 66,5 % від загальної суми державного та гаранто-

ваного державою боргу (23 332 860,82 тис. дол. США або 186 406 225,13 тис.грн.), що протягом січня-серпня 2009 року зріс на 43 % [2].

Більшу половину суми державного боргу України (54,3 %) відповідно до структури державного боргу за видами відсоткових ставок становлять боргові зобов'язання із фіксованою відсотковою ставкою. Перевагою такого стану є менша ступінь вразливості держави від коливань відсоткових ставок на міжнародному ринку капіталів. Майже вдвічі порівняно з початком року у структурі державного боргу зросли частки запозичень за ставками LIBOR та ставки МВФ (14,1 % та 31,3 % відповідно), що в умовах світової фінансової кризи відображається на зменшенні вартості боргових зобов'язань. Проте, по мірі відновлення світової економіки, ставки МВФ та LIBOR будуть зростати, що відобразиться на зростанні величини зовнішнього боргу та видатків на його обслуговування. Водночас, темпи такого зростання будуть меншими ніж на міжнародних ринках капіталу, що свідчить про певні переваги структури державного зовнішнього боргу України.

Зважаючи на прискорення темпів зростання номінальних та відносних (до ВВП) показників зовнішньої дер-

жавної заборгованості, боргова позиція уряду є вразливою до валютних ризиків та ризиків рефінансування боргу [3]. Номінальні витрати, пов'язані з інтенсивними зовнішніми запозиченнями у випадку зовнішнього потрясіння, яке призводить до зниження обмінного курсу, включають не лише вищі витрати на обслуговування наявного боргу. Внаслідок того, що девальвація підштовхне в бік збільшення сумарне відношення боргу до ВВП і послабить кредитоспроможність країни, зросте номінальна вартість нових запозичень, необхідних для реструктуризації боргу, строк погашення якого наближається.

До того ж, значною є частка гарантованого державою зовнішнього боргу (34 %), що за економічною логікою призводить до невиправданого вилучення коштів платників податків на користь окремих структур, а також знижує стимули до провадження ефективної підприємницької діяльності. Також, значні додаткові ризики щодо посилення тиску боргових виплат на державні фінанси, пов'язані із нарощуванням умовних зобов'язань держави.

Виплати за зовнішніми кредитами можуть стати значною проблемою для вітчизняних компаній та бан-

ків, які наприкінці 2008-го і у 2009-му році отримували великі короткострокові позики строком на 1-1,5 року під державні гарантії. Відомі українські монополісти з державною часткою власності такі, як НАК "Нафтобаз України", "Укравтодор", ЗАТ "Укртелеком" є великими позичальниками на міжнародних ринках. Сьогодні вони зазнають серйозних фінансових труднощів, проте залишається й значна ймовірність реструктуризації їх боргових зобов'язань.

Відповідно до Проекту ЗУ "Про Державний бюджет на 2010 рік" від 15 вересня 2009 року Уряд має намір запозичити на зовнішньому ринку 15,5 млрд. грн., з яких 1 млрд. долл. США планується одержати від розміщення еврооблігацій на фоні очікуваного поступового пошкваллення попиту на ринку державних цінних паперів країн, що розвиваються. Крім того, за планом позики міжнародних фінансових організацій на фінансування проектів економічного розвитку становитимуть 7,4 млрд. грн. Залучення коштів для фінансування бюджету передбачається здійснити за позиками, які наведено в таблиці 2 [2].

Таблиця 2. Програма державного запозичення України на 2010 рік у розрізі залучення коштів для фінансування бюджету

Назва	Кредитор	Прогноз надходження у 2010 році, екв. в тис. грн.
I. Пряме запозичення		120 415 112,6
1. Зовнішнє запозичення		015 543 110,9
1.1. Пряме фінансування бюджету		011 875 000,0
ОЗДП	ОЗДП	008 125 000,0
Позика Світового банку	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	003 750 000,0
1.2. Фінансування проектів розвитку		003 668 110,9
Будівництво ПЛ в Рівненська АЕС – Київська	Європейський банк реконструкції та розвитку	000 100 000,0
Модернізація державних фінансів	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 207 867,4
Підвищення надійності постачання електроенергії в Україні	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 100 000,0
Проект видачі держ.актів на право власності на землю та розвитку системи кадастру(4709 від 17.10.03)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 115 078,2
Проект "Модернізації державної податкової служби – 1" (4698 від 04.09.03)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 090 050,0
Проект реабілітації гідроелектростанцій (4795 від 19.09.05)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 176 257,6
Проект "Рівний доступ до якісної освіти в Україні" (4780 від 05.09.05)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 138 000,0
Проект розвитку ДМА "Бориспіль" (UKR-P1 від 29.03.05)	Японський банк міжнародного співробітництва	000 300 000,0
Проект розвитку міської інфраструктури	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 102 100,0
Проект удосконалення системи соціальної допомоги (4807 від 28.11.05)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 430 498,6
Реформування державної статистики (4729 від 15.07.04)	Міжнародний банк реконструкції та розвитку	000 070 259,1
Третій Проект "Ремонт автомобільної дороги Київ – Чоп" (36547 від 19.12.06)	Європейський банк реконструкції та розвитку	001 800 000,0
	Європейський інвестиційний банк	
Програма з рефінансування заходів підтримки системи кредитування у сільській місцевості від 18.09.06	Німецька Кредитна Установа для Відбудови (КфВ)	000 020 000,0
Фінансування Української енергозберігаючої сервісної компанії (друга фаза) (33832 від 21.10.05)	Європейський банк реконструкції та розвитку	0000 18 000,0
2. Внутрішнє запозичення		104 872 001,7
2.1. Пряме фінансування бюджету		095 187 117,0
Прогнозні ОВДП 2010	ОВДП	045 187 117,0
Рекапіталізація банків	ОВДП	050 000 000,0
2.2. Фінансування стабілізаційного фонду		009 684 884,7
Прогнозні ОВДП 2010	ОВДП	009 684 884,7

Джерело: Проект ЗУ "Про Державний бюджет на 2010 рік" від 15 вересня 2009 року.

Зовнішніх запозичень буде достатньо для покриття сплати основної суми боргу та відсотків у 2010 році. Проте, за нашою оцінкою, існує ризик того, що уряду не вдасться розмістити зовнішні облігації через недостатню зацікавленість з боку інвесторів.

Зростанні дефіциту, яке очікується у 2010 році, може призвести до подальшого зростання державного боргу. Відповідно до даних Міністерства фінансів, прямий державний борг досягне рівня 27,2 % від ВВП до кінця 2010 року. Це майже вдвічі більше за рівень

2008 року. Крім того, уряд буде уповноважений випустити 45 млрд. грн. державних гарантій. Однак ця оцінка є неповною. По-перше, вона не враховує потенційне зростання боргу за рахунок більшого, ніж наразі передбачено, рівня дефіциту Державного бюджету на 2010 рік. По-друге, крім планових виплат за боргом існує ризик виплати за рахунок Державного бюджету боргових зобов'язань, раніше взятих під гарантії уряду. Отже, невисокий рівень державного боргу України у ході фінансової кризи може розростися до загрозливих розмірів, у зв'язку з виконанням урядом ролі "кредитора останньої інстанції" для системоутворюючих суб'єктів економіки.

У 2008 році Уряд втратив можливості для залучення зовнішніх ринкових позик. Фінансові кризи у провідних країнах світу змусили міжнародних інвесторів реструктурувати власні портфелі, виходячи з вимог ліквідності, мотивів ризик-менеджменту та ін. Спрод EMBI+ Україна на початку 2009 р. становив 2550 б. п. В таких умовах Уряд теоретично може залучати ресурси міжнародного ринку капіталів за ставками на рівні 30 % річних, а практично здійснення таких запозичень – неможливе.

Графік погашень зовнішнього державного боргу у 2009–2013 роках відображено у таблиці 3. У поточному році розмір погашення зовнішнього державних зобов'язань становитиме 12,9 млрд. грн. або 1,7 млрд. дол. США (див. таблицю 3). Крім того, відповідно до закону про Державний бюджет на 2009 рік, видатки на обслуговування зовнішнього державного боргу складуть 4,5 млрд. грн. або 0,6 млрд.долл.США (за курсом 7,5 грн за 1 долл. США). Отже, умовно 89,1 % запозичених коштів на зовнішньому ринку у 2009 році підуть на виплату основної суми боргу та його обслуговування. На обслуговування зовнішнього державного боргу України за січень–серпень 2009 року було використано 2,3 млрд. грн., що становить 1 % від доходів Державного бюджету, що є мінімальним рівнем (необтяжливим для бюджету). При цьому, сплата основної суми державного зовнішнього боргу за цей період склала 6,6 млрд. грн., а одержано зовнішніх позик, в тому числі позики від МВФ, в шість разів більше (38,0 млрд. грн.).

Таблиця 3. Графік погашень зовнішнього державного боргу та видатки на його обслуговування у 2009-2015 рр., тис. грн

Позика: Назва	2009	2010	2011	2012	2013
	Сума платежу / UAH	Сума платежу / UAH	Сума платежу / UAH	Сума платежу / UAH	Сума платежу / UAH
Всі виплати (зовнішній та внутрішній борг)	24 392,70	16 254,08	18 423,26	15 095,09	16 135,80
Зовнішній борг	16 759,11	9 938,17	11 505,25	10 328,98	13 746,81
Обслуговування	4 536,90	4 119,52	3 836,38	3 473,07	2 921,22
Інші зобов'язання	215,87	37,93	37,75	37,75	37,76
Комерційні позики	3 016,74	2 647,16	2 352,91	2 071,67	1 653,85
Позики, надані МФО	1 108,97	1 283,39	1 328,23	1 274,57	1 176,44
Офіційні позики	195,31	151,05	117,49	89,08	53,16
Погашення	12 222,21	5 818,65	7 668,87	6 855,90	10 825,59
Комерційні позики (ОЗДП)	9 247,80	2 995,35	4 618,94	3 849,11	7 698,23
Позики, надані МФО	2 061,89	2 040,57	2 356,13	2 312,53	2 432,30
Офіційні позики	912,52	782,73	693,80	694,26	695,06

Джерело: Розраховано за даними Міністерства фінансів

Відповідно до таблиці 3, у 2009 році є "піковим" щодо погашень зовнішнього державного боргу та видатків на його обслуговування. Так, у поточному році мають бути погашені ОЗДП 2004 та 2006 року випуску на загальну суму 9,3 млрд.грн та позики МФО – в розмірі 2,0 млрд.грн (з яких 1.7 млрд. грн – Світовий банк). Також 0,9 млрд.грн планується спрямувати на погашення офіційних позик (з них 0,4 млрд.грн- Німеччині, й по 0,2 млрд – Японії та США).

Наступні значні виплати очікуються у 2013 році (13,8 млрд. грн). Проте, за умови проведення експансивної політики зовнішніх запозичень, в першу чергу за рахунок офіційних позик, ситуація може стати загрозливою і призвести до суттєвого зростання видатків на обслуговування боргу у найближчі роки.

Отже, наразі розмір державного зовнішнього боргу України утримується на помірному рівні, проте у випадку стрімкого зниження курсу національної валюти керуваність зовнішньоборгової ситуації може виявитись під загрозою. На основі проведеного аналізу поточного стану зовнішнього державного боргу України, а також зважаючи на відносно невеликі зобов'язання з його обслуговування у 2009 році, розмови про державний дефолт є перебільшеними.

Враховуючи наявні обсяги державного боргу України, особливо у порівнянні з іншими країнами та відносно невеликі зобов'язання з його обслуговування у 2009 році, розмови про державний дефолт навіть у ни-

жній складній ситуації виглядають частково перебільшеними. Проте подальше накопичення зовнішньої заборгованості буде наражати державні фінанси України на ризики реверсу потоків позичкового капіталу та стрімкої девальвації національної валюти. Невисокий рівень зовнішнього державного боргу України у ході фінансової кризи може розростися до загрозливих розмірів, у зв'язку з виконанням урядом ролі "кредитора останньої інстанції" для системоутворюючих суб'єктів економіки. Відомо, що рівень державного боргу в Україні – один з найнижчих серед країн з перехідною економікою, проте розмір умовних зобов'язань Уряду України є надмірним. Крім того, зобов'язання державних підприємств за негарантованими кредитами у кризових умовах можуть коштувати бюджету до 3 % ВВП.

На основі проведеного аналізу, можна зробити висновок про те, що порівняно з іншими країнами, розмір прямого та гарантованого державою боргу України залишатиметься на безпечному рівні. Проте існує значний ризик виникнення проблем з рефінансуванням боргу, а також при сплаті за гарантованими зобов'язаннями держави.

1. Єрмошенко М. Питання стратегії управління державним зовнішнім боргом // Економіст. – 2000. – № 2. 2. http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=34952. 3. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006.

Р. Рак, канд. екон. наук, доц.,
К. Ковальська, канд. екон. наук, асист.

ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ У СФЕРІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ

Стаття присвячена визначенню місця держаних цінних паперів сфері державних запозичень та використанню їх у якості інструменту держаної боргової політики.

In the article the place of government bonds in sphere of the state borrowing and their use as instrument of politicians state debt is considered.

В сучасних умовах, подальший розвиток вітчизняної фінансової системи не можливий без змін пов'язаних із сферою державних запозичень. Оскільки процеси, що відбуваються у цій сфері держаних фінансів впливають і на інші сфери та ланки фінансової системи країни, зумовлюючи в них зміни. Тому, для забезпечення ефективною та стабільною роботи фінансової системи та виводу її із кризового стану, необхідно змінити механізми держаних запозичень, використовуючи сучасні методи і надбання у цій сфері.

В наш час, економічна сутність процедур управління державним боргом в системі державних запозичень повинна полягати у пошуку найбільш адекватної структури активів і пасивів держави. Особливо дане питання актуально саме сьогодні, коли над Україною з'являється загроза недостатності фінансових ресурсів для розрахунків з кредиторами, спричинена невдалим спробами подолати розрив між заходами стабілізації в грошово-кредитній сфері і слабкою фінансовою політикою в умовах економічної кризи.

Проблемам державних запозичень присвячені роботи А. Лейнера, Б. Альохіна, О. Барановського, Т. Вахненка, М. Єрмоленка, І. Лютого, В. Мунтіяна, С. Нікітіна, А. Фельдмана та інших.

Метою дослідження є спроба віднайти ефективний механізм здійснення державних запозичень, що, в свою чергу, надало б можливість здійснювати виважено та ефективно боргову політику та прискорило б вихід вітчизняної економіки із кризового стану.

На нашу думку, забезпечення фінансової стійкості позичальника коригується динамікою співвідношення боргу і ВВП, обмеженням темпів зростання боргу у перспективі і зменшенням відносно частки позикових ресурсів у структурі фінансових потоків.

При врахуванні можливих макроекономічних наслідків, пов'язаних з державними запозиченнями, слід звернути увагу на такі негативні прояви державних запозичень:

- ✓ обслуговування зовнішніх запозичень вимагає передачі частини вартості національного продукту у власність кредиторам, тобто вилучається із споживання і нагромадження в межах внутрішнього ринку;

- ✓ переважання внутрішньої ставки позикового процента відносно зовнішньої стимулює притік іноземного капіталу і стає причиною ревальвації національної валюти, внаслідок чого чистий експорт країни падає;

- ✓ активна участь НБУ в операціях з борговими інструментами зумовлює тиск на грошово-кредитний, в т.ч. і на валютний сектори фінансового ринку;

- ✓ запозичення у довгостроковій перспективі можуть призвести до зменшення споживання внаслідок зменшення інвестицій в реальний сектор економіки, хоча на короткі проміжки часу державні позики підвищують споживання;

- ✓ перевищення певних обсягів запозичень призводить до переваження витратної частини державного бюджету і підвищує спрямованість надходжень у сфері приватизації, податкових і неподаткових зборів.

Слід зазначити, що особливості функціонування державних фінансів пов'язані з використанням залуче-

них ресурсів на зовнішніх і внутрішніх ринках, формуються наступним чином.

Перш за все, бюджетний дефіцит/профіцит країни безпосередньо кореспондується з характеристикою динаміки державного боргу. Ми вважаємо, що збільшення державного боргу розглядається кредиторами як підвищення ризику кредитування держави. Це призводить до подорожчання нових запозичень з властивими бюджетними (і не тільки) переваженнями. До того ж надмірний податковий тягар і значні неподаткові збори стримують внутрішній попит і економічну базу зростання.

Так, кількісні показники динаміки бюджетного дефіциту і обсягів державного боргу свідчать про те, що зменшення в 1990-і рр. величини бюджетного дефіциту не супроводжувалося зменшенням державного боргу, а навпаки, борг зростав. За подібних умов "... процедури обслуговування боргу зводяться до нарахування сум його періодичної виплати та відсотків на залишкові частки боргу" [1, с. 156]. Отже, така ситуація призвела до зростання як основної частини боргу, так і видатків на його обслуговування. В цьому аспекті мало місце негативне явище самовідтворення боргу. В умовах хронічного недовиконання дохідної частини бюджету і загальної слабкості фінансової системи країни запланований режим обслуговування і управління боргом не дотримується, і загроза дефолту при збереженні негативних тенденцій стає досить відчутною.

Слід зазначити, що протягом 2000-2006 рр. відносна стабілізація бюджетної і боргової політики синхронізувала обсяги фінансування бюджету, але негативні наслідки попередніх років ще даються взнаки.

В свою чергу, спекулятивний бум використання кредитних ресурсів спричинив гальмівний вплив на інвестиційні процеси. Так, надвисока дохідність ОВДП призвела до того, що кредитна система відокремилась від виробництва, і вільні ресурси спрямовувалися на купівлю ОВДП, обминаючи реальний сектор економіки, провокуючи диспропорції на макро- та мікрорівнях. До початку фінансової кризи ринок ОВДП залишався найважливішим джерелом прибутків комерційних банків, і, таким чином, банківська сфера фактично субсидіювалась за рахунок реальної економіки. Отже, безальтернативність вкладень в ОВДП позбавила учасників фінансового ринку зацікавленості у розвитку корпоративних фондових інструментів, через піраміду ОВДП відбулася трансформація інвестиційних ресурсів у фонди споживання – витрати у соціальній сфері фінансувалися за рахунок позикових, а не продуктивних схем.

Явище уповільнення інвестиційної активності, що походить від надмірного державного запозичення, має назву ефекту витіснення. Внаслідок високої вартості позикового капіталу підприємства не можуть реалізувати інвестиційні програми з належним рівнем рентабельності чи внутрішньою нормою дохідності – значення показника внутрішньої норми беззбитковості при використанні кредитних ресурсів підвищується, як мінімум, до ставки запозичення, а кредитний відсоток визначає поведінку учасників.

Українські облігаційні запозичення як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках все ще залишають-