

## ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ БЕЗПЕКОЮ В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

- 6.1. Боргова складова фінансової безпеки держави
- 6.2. Критерії та індикатори оцінки боргової безпеки
- 6.3. Ризики та загрози боргової складової національним економічним інтересам та фінансовій безпеці держави
- 6.4. Боргова стратегія та механізм забезпечення боргової безпеки

### ПИТАННЯ 1.

Боргова безпека, державні запозичення, державний борг, загальна платоспроможність, бюджетна ліквідність, міжнародна ліквідність, кредитний рейтинг, індикатори та порогові значення індикаторів стану боргової безпеки держави, ризики державного боргу, загрози боргової складової національним економічним інтересам, управління державним боргом, стратегія управління державним боргом, механізм забезпечення боргової безпеки держави.

Розкриваючи зміст даного питання, необхідно звернути увагу і чітко уявити два ключових канали впливу боргової складової на фінансову безпеку держави:

- по-перше, з'ясувати вплив державних запозичень і державного боргу на фінансову безпеку держави;
- по-друге, розкрити макроекономічні наслідки та ризики для фінансової системи держави корпоративного зовнішнього боргу.

У контексті першого аспекту, зазначимо, ще кілька десятиріччів тому економіки державного боргу у якості самостійного напрямку економічної науки не існувало. Однак, латиноамериканська боргова криза (мова іде про боргові кризи у Мексиці, Аргентині, Бразилії) у другій половині 70-х років минулого століття зумовила необхідність не тільки пошуку ефективних заходів подолання, але і розробку способів і методів

попередження кризи заборгованості («ініціатива Бейкера» (1986), «план Бреді» (1989) тощо), якими тепер доводиться користуватися повсякчасно.

Питання запобігання фінансовим кризам, які викликаються надмірною заборгованістю та необхідність вирішення боргової проблеми найбідніших країн постійно знаходяться на порядку денному роботи не лише спеціалізованих структур («Паризький клуб», «Лондонський клуб»), але і основних міжнародних фінансових установ – МВФ та МБРР. Довелося зіштовхнутися з цією проблемою і Україні, коли у 1998 році саме агресивна політика розміщення ОВДП серед нерезидентів відіграла роль каталізатора фінансової кризи.

Дуже важливу роль у забезпеченні боргової безпеки держави відіграє здорова макроекономічна політика. Натомість необґрунтовані кроки у бюджетно-податковій, грошово-кредитній або валютно-курсовій політиці викликають занепокоєність фінансового ринку, невпевненість інвесторів щодо їх майбутніх доходів. Як наслідок, останні вимагають вищої премії за ризик. Крім того, вимушене утримання від прийняття довгострокових рішень не сприяє формуванню національного ринку капіталів, що підвищує залежність економіки країни від зовнішніх запозичень і, відповідно, ризиків глобального характеру. Таким чином, можна стверджувати, що навіть розвинута система управління державним боргом не може запобігти виникненню кризи при слабкій макроекономічній політиці.

Тому з метою забезпечення боргової безпеки держави необхідно намагатися досягти економічної прийнятності та обґрунтованості рівня і темпів зростання державного боргу та можливості його обслуговування, не відступаючи від цільових орієнтирів щодо вартості й ступеню ризиків, незалежно від розвитку подій на ринку в межах своєї макроекономічної політики.

Розкриваючи другий аспект боргової складової фінансової безпеки держави, зауважимо, що до східно-азійських валютних криз 1997-1998 років в економічній науці вважалося, що зростання корпоративного боргу не може спричинити небезпеку для економіки країни, якщо державний борг та інші макроекономічні індикатори перебувають у прийнятних межах. Проте східно-азійські валютні кризи, які вибухнули несподівано, довели, що це переконання не виправдане. Хоча природа цих криз дотепер остаточно не з'ясована, зрозуміло, що одним із ключових чинників їх розвитку став надмірний корпоративний зовнішній борг.

Незважаючи на досить прийнятні макроекономічні показники, зростання корпоративного зовнішнього боргу спричинило підвищення рівня уразливості економіки до екзогенних шоків, унаслідок чого незначна волатильність на світових ринках та коливання в настроях портфельних інвесторів спровокували стартовий поштовх до початку ланцюгової реакції різкого припинення притоку капіталу, колапсу довіри і масштабного реверсу фінансових потоків. Це, в свою чергу, призвело до негативного сальдо рахунка капіталу й вимушеної девальвації валютного курсу, різкого падіння ціни активів і майже цілковитої неплатоспроможності банківської системи, зниження ВВП на 10-15%. Валютна криза відрізнялася надзвичайним масштабом, швидкістю та величезним впливом, який вона справила на світову економіку. Вона підштовхнула Міжнародний валютний фонд до внесення суттєвих змін до методології аналізу вразливості економік до зовнішніх шоків і стимулювала включення до розгляду критеріїв та індикаторів боргової безпеки параметрів корпоративних зовнішніх запозичень.

Навіть через десять років ці кризи є предметом обговорення у таких аспектах: як провал фінансової глобалізації, як демонстрація небезпек відкритості економіки до потоків капіталу та ризиків накопичення зовнішніх боргів корпоративним сектором.

Боргову безпеку держави, як елемент національних інтересів, доцільно розглядати з позицій комплексного підходу, як підсистему у складній, багаторівневій системі фінансово-економічної безпеки держави. Враховуючи альтернативні погляди на цю проблему, під борговою безпекою держави найчастіше розуміють (у вузькому розумінні) певний критичний рівень державної заборгованості, який дозволяє зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх і зовнішніх загроз, забезпечити певний рівень фінансової незалежності держави, зберігаючи при цьому економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми і відсотків (відповідно до зафіксованого у кредитному контракті графіку платежів), підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу. У широкому розумінні (саме такий підхід знайшов відображення у Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України) боргова безпека держави визначається не лише критичним рівнем державної заборгованості, а загальним рівнем державного (внутрішнього і зовнішнього) боргу та рівнем корпоративного зовнішнього боргу з урахуванням вартості їх обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та збереження оптимального співвідношення між ними. При цьому загальний рівень запозичень має бути достатнім для вирішення нагальних соціально-економічних потреб і не загрожувати втратою суверенітету й руйнуванням вітчизняної фінансової системи.

Таким чином, виконання умов боргової безпеки спрямовується на задоволення економічних потреб держави у фінансових ресурсах із врахуванням того, що перевищення цього критичного рівня може призвести до незворотних процесів щодо можливостей повернення боргів, їхнього обслуговування, до так званої боргової кризи або кризи

ліквідності, чи одновекторної фінансової, економічної і навіть політичної залежності від кредиторів.

## **ПИТАННЯ 2.**

Оцінка боргової складової фінансової безпеки держави потребує ґрунтовного вивчення як критеріїв, так і індикаторів оцінки платоспроможності держави. Для цього у світі розробляються методологічні підходи та використовуються різні методики розрахунку економічно безпечного рівня державного (в т.ч. зовнішнього) боргу, розраховуються порогові значення основних індикаторів, що характеризують, з одного боку, рівень платоспроможності держави і впливають на її кредитний рейтинг на зовнішньому ринку, а з іншого – відображають стан бюджетної і міжнародної ліквідності країни, як найвпливовіших факторів фінансової стабільності. При цьому платоспроможність держави та її кредитний рейтинг виступають свого роду індикаторами довіри кредиторів до держави.

Таким чином, оцінюючи рівень боргового тягаря в державі, доцільно, з точки зору методології, чітко розмежовувати два поняття:

- платоспроможність у широкому розумінні (або загальна платоспроможність);
- платоспроможність у вузькому розумінні (або стан ліквідності).

Перший термін, згідно із загальноприйнятою у світі концепцією, означає здатність країни-боржника залучати іноземні позичкові ресурси і обслуговувати свій зовнішній борг, не порушуючи при цьому нормальний хід відтворювального процесу, і передбачає підтримку певних стабільних темпів економічного зростання. Для характеристики загальної платоспроможності країн в міжнародній практиці використовуються ті показники, які порівнюють обсяг державного (в т.ч.

зовнішнього) боргу з основними параметрами відтворювального процесу (динаміка ВВП, норма нагромаджень, капіталовіддача та інші).

Трактування платоспроможності у вузькому розумінні, як стану ліквідності, передбачає наявність у країни в даний момент чи період часу певної суми коштів чи міжнародних платіжних засобів, достатньої для погашення поточних боргових зобов'язань. Оцінка ліквідності, таким чином, базується на порівнянні розмірів поточних (прогнозованих) платежів за зовнішнім боргом з наявними (прогнозованими) обсягами ліквідних ресурсів (доходи бюджету, експортна виручка, золотовалютні резерви, резервна позиція в МВФ, та інші). Отже, зміст двох понять загальної платоспроможності і ліквідності – досить відмінний.

Відповідно, боргова криза як криза загальної платоспроможності відрізняється від кризи ліквідності, оскільки остання може бути як симптомом першої, так і виникнути самостійно.

Якісною характеристикою боргової безпеки держави є визначення боргового тягара і рівня платоспроможності. Для оцінки цих параметрів світова практика використовує близько двох десятків показників-індикаторів і ще більшу кількість їх граничних (порогових) значень. Така кількість індикаторів та їх граничних значень зумовлена:

- різноманітністю методик, що застосовуються для їх розрахунку;
- специфікою розрахунку та застосуванням певних макроекономічних показників кожною окремою державою;
- родом заборгованості (державна, приватна, гарантована державою) і джерелами її погашення.

Для аналізу боргової безпеки держави Світовий банк пропонує використовувати Мінімальну стандартну модель (табл. 1) і, відповідно до неї, визначати основні боргові індикатори.

Таблиця 1

**Мінімальна стандартна модель Світового банку для оцінки боргової безпеки держави**

<b>Назва</b>	<b>Формула</b>	<b>Економічний зміст</b>
Відношення валового зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг	$EDT / XGS$ (%)	Демонструє відносну довгострокову спроможність держави акумулювати валютні надходження без додаткового пресингу на сальдо платіжного балансу
Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП	$EDT / GNP$ (%)	Показує загальний рівень боргової складової економіки
Відношення загальних Платежів з обслуговування боргу до експорту товарів і послуг	$TDS / XGS$ (%)	Коефіцієнт обслуговування боргу, який показує, яка частина валютних надходжень спрямовується у сферу погашення боргу
Відношення відсоткових платежів до ВВП	$INT / GNP$ (%)	Визначає можливість обслуговування зовнішнього боргу
Відношення відсоткових платежів до експорту товарів і послуг	$INT / XGS$ (%)	Визначає частину валютних надходжень, які використовуються на обслуговування боргу
Відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу	$RES / EDT$ (%)	Показує чи може країна використовувати свої резерви (і яку їх частину) для погашення зовнішнього боргу)
Відношення міжнародних резервів до імпорту товарів і послуг	$RES / MGS$ (%)	Відображає запас фінансової міцності держави
Відношення короткострокового боргу до валового	$Short-term / EDT$ (%)	Показує, яку частку становить коротко-терміновий борг у загальній сумі зовнішнього боргу зовнішнього боргу
Відношення боргу міжнародним організаціям до валового зовнішнього боргу	$Multilateral / EDT$ (%)	Відображає питому частку заборгованості міжнародним фінансовим організаціям у загальній сумі зовнішнього боргу, або, свого роду, залежність держави від фінансування цими організаціями

Наведенні показники характеризують валютно-фінансовий стан країни-боржника, а також рівень її загальної платоспроможності та тимчасової ліквідності. З аналітичною метою ці показники прийнято обмежувати пороговими або граничними значеннями оптимального рівня зовнішньої заборгованості, оскільки до конкретних меж ситуація із впливом боргу на економіку і стан фінансово-кредитної сфери країни в

цілому може перебувати під контролем держави, а перевищення меж веде до створення і поглиблення кризових явищ в країні.

Оцінити безпечність держави за рівнем зовнішньої заборгованості можна шляхом експертних оцінок, порівнюючи боргові індикатори конкретної держави із їх граничними значеннями, що використовуються у світовій практиці. Однак, прогнозна точність зазначених індикаторів та методика їх розрахунку часто не спрацьовує і має виключення (наприклад, Австралія у 30-х роках і Бразилія в 70-х роках ХХ ст. успішно вирішували проблеми обслуговування зовнішнього боргу, не дивлячись на те, що коефіцієнт обслуговування боргу у них помітно перевищував 20%, і, навпаки, Індонезія в кінці 60-х роках ХХ ст. і Заїр в 1975 році змирилися з банкрутством, хоча їх коефіцієнт обслуговування боргу не перевищував відповідно 10% і 12%).

Тому порогові значення боргових індикаторів не потрібно сприймати як єдині загальноприйняті для всіх без винятку країн, оскільки:

- по-перше, такі показники можуть відображати певний стабільний рівень розвитку економіки держави і реальні перспективи її економічного зростання у майбутньому; натомість, в умовах кризового економічного становища держави, від'ємному сальдо її торгового балансу і достатньо неоднозначних перспективах економічного зростання, наведені індикатори і їх порогові значення не можуть бути вичерпними і потребують постійного доповнення і коректування;

- по-друге, подані співвідношення не дають вичерпної інформації про бюджетну ліквідність. Вони не можуть, наприклад, адекватно аргументувати спроможність обслуговувати борг тих країн, в яких бюджетні обмеження уряду є ключовими у погашенні заборгованості. Уряди можуть стикнутися з труднощами бюджету щодо обслуговування зовнішнього державного боргу (наприклад, пікові навантаження

платежів щодо обслуговування зовнішнього державного боргу на Державний бюджет України у 1999, 2000 та 2001 роках), які необов'язково відображаються у зведеному балансі зовнішніх платежів.

Удосконалюючи систему індикаторів, що характеризують борговий тягар держави, Світовий банк розробив нову методологію (відповідно до якої при розрахунку індикаторів до уваги беруть поточну (теперішню), а не номінальну величину запланованого погашення заборгованості. Тобто платежі на погашення заборгованості оцінюються не по вартості боргу на момент підписання кредитного договору (як було до 1993 року), а на основі концепції чистої поточної вартості на певну дату по поточній відсотковій ставці (так звана чиста дисконтна вартість).

Дана методологія використовується з 1994 року для оцінки загальної платоспроможності країн-боржників та їх класифікації за рівнем заборгованості. Згідно із новою методологією, рівень заборгованості держави визначають за такими двома індикаторами заборгованості:

- співвідношення поточної (теперішньої) вартості обслуговування заборгованості до ВВП;

- співвідношення поточної (теперішньої) вартості обслуговування боргу до експорту. Ці співвідношення оцінюють рівень заборгованості країн за двома важливими аспектами їх потенційної здатності обслуговування боргу:

- ✓ експорт (через те, що він забезпечує іноземну валюту для обслуговування боргу);
- ✓ ВВП (через те, що це узагальнюючий вимірник створення доходу в економіці).

Згідно з методикою Світового банку, якщо хоча б один із цих двох індикаторів перевищує критичний рівень – 80% (поточної вартості погашення заборгованості до ВВП) або 220% (поточної вартості

погашення заборгованості до експорту), то країна відноситься до категорії країн з надмірною заборгованістю. У випадку, коли критичного рівня не досягнуто, але співвідношення складає 3/5 критичного показника (тобто 48% поточної вартості погашення заборгованості до ВВП і 132% поточної вартості погашення заборгованості до експорту), країна відноситься до категорій країн з помірною заборгованістю. Якщо ж обидва співвідношення менші за 3/5 критичного значення, рівень заборгованості країни вважається низьким.

Окрім цього Світовий банк також класифікує країни залежно від рівня ВВП на душу населення. Країна вважається з низьким рівнем доходу, якщо ВВП на душу населення не перевищує 765 дол. США і з середнім рівнем доходу, якщо ВВП на душу населення становить більше 765 дол. США, але менше 9 386 дол. США. Комбінація зазначених вище критеріїв дає змогу класифікувати країни за певними категоріями (див. табл. 2).

**Таблиця.2**

**Класифікація країн за рівнем зовнішньої заборгованості та рівнем доходу**

Рівень заборгованості / Рівень доходу	PV/XGS>220% PV/GNP>80%	132%<PV/XGS<220% 48%<PV/GNP<80%	PV/XGS<132% PV/GNP<48%
Низький рівень доходу (ВВП на душу населення менше \$ 765)	Країни з низьким доходом і надмірним боргом SILICs (37 країн)	Країни з низьким доходом і помірним боргом MILICs (12 країн)	Країни з низьким доходом і невеликим боргом LILICs (11 країн)
Середній рівень Доходу (ВВП на душу населення \$ 765- 9 386)	Країни з середнім доходом і надмірним боргом SIMICs (12 країн)	Країни з середнім доходом і помірним боргом MIMICs (19 країн)	Країни з середнім доходом і невеликим боргом LIMICs (43 країни)

В Україні дотепер не існує загальновизнаної методики розрахунку стану боргової безпеки держави. Проте уже зроблено перші кроки у цьому плані. Зокрема, в законопроекті “Про державний борг України” запропоновано визначати стан боргової безпеки держави на основі

переліку таких основних показників: відношення державного боргу до ВВП, відношення валового зовнішнього боргу до обсягу експорту товарів і послуг, відношення загальної суми річних боргових платежів до доходів від експорту товарів і послуг, а також відношення загальної суми річних боргових платежів до ВВП. Це, звичайно, не повний перелік індикаторів боргової безпеки (вони можуть дати лише часткове уявлення про рівень обтяжливості борговими зобов'язаннями, які докладенні як на бюджетну, так і платіжну системи держави), але це вже крок від не контрольованого нарощування державних боргів до зваженого управління і контролю за динамікою державного боргу.

У 2001 році набрав чинності Бюджетний кодекс, у якому статтею 18 “Граничний обсяг боргу” регламентовано, що величина основної суми державного боргу не повинна перевищувати 60 відсотків фактичного річного обсягу ВВП України. А в 2007 році прийнято Методику розрахунку рівня економічної безпеки України Міністерства економіки України, у якій боргову безпеку виокремлено у самостійну складову фінансової безпеки держави і наведено основні індикатори та порогові значення індикаторів стану боргової безпеки України (Табл. 3).

**Таблиця 3**

**Індикатори та порогові значення індикаторів стану боргової складової фінансової безпеки України**

<b>№ п/п</b>	<b>Індикатор, одиниця виміру</b>	<b>Порогове значення індикатора</b>
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	не більше 55
2	Відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	не більше 25
3	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	не більше 200
4	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 70
5	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 12
6	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходів державного бюджету, %	не більше 20
7	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	не більше 30

8	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	не більше 25
9	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	не більше 30

Разом з тим зазначимо, що необхідно зважено підходити до визначення граничних параметрів, оскільки не може існувати універсальних показників боргової безпеки держави, а їх граничні значення можуть диференціюватися відповідно до основних макроекономічних параметрів, що відображають розвиток держави.

Зокрема, для різних країн, які відрізняються за темпами розвитку економічної системи, показники боргової безпеки також різні.

Дотепер увагу органів макроекономічного регулювання в Україні у сфері зовнішніх запозичень було зосереджено на питаннях зовнішній державного боргу. В попередніх роках в цій сфері ситуація не викликала занепокоєння: відношення прямого та гарантованого державного боргу до ВВП в 2006 році поступово скорочувалося і склало на кінець року 12,1%. У таблиці 4 наведено систему показників, які, характеризують стан боргової безпеки держави з урахуванням лише державного зовнішнього боргу.

На перший погляд складається враження, що майже по всіх наведених у таблиці 6.2.5 показниках обсяг зовнішнього боргу не викликає занепокоєння з точки зору боргової безпеки держави. Але це далеко не так. Упродовж 2006-2007 років намітилися досить небезпечні тенденції через різке зростання зовнішньої заборгованості банків і корпорацій нефінансового сектору.

Відтак на кінець першого півріччя 2007 року зовнішній борг банків та підприємств підвищився більш, ніж на 30 млрд. дол. США, тобто в 2.5 рази, і досяг майже 50 млрд. дол. США. При цьому в структурі сукупного зовнішнього боргу України, який на цей період становив 65,4 млрд. дол.

США, сталися суттєві зрушення у бік збільшення частки боргів приватного сектору: з 51% у липні 2005 року до 76,3% у липні 2007 року.

**Таблиця 4**

**Основні показники боргової безпеки держави**

Показники – індикатори	Порогові показники (у світі)	Порогові показники (в Україні)	Фактичний стан в Україні у:		
			2007	2008	2009
<b>Показники загальної платоспроможності</b>					
Рівень зовнішнього боргу у ВВП, %	50 – 80	не більше 50	51,0	37,0	88,9
Рівень зовнішнього боргу у річному обсязі експорту товарів і послуг, %	не більше 200 – 250	не більше 165	83,4	60,8	191,6
Питома вага боргу міжнародним організаціям у зовнішньому борзі, %	–	не більше 30	43,0	45,0	9,5
Темпи росту зовнішнього боргу (середні), %	бл. 16,0 (1996 –2000рр.)	бл. 54,0 (1992- 1999рр.)	+ 7,8	- 17	2,3
Рівень зовнішнього боргу на душу населення (для країн з перехідною економікою), дол. США	200,0	200,0	257,0	242,29	193,48
<b>Показники тимчасової (поточної) ліквідності</b>					
Рівень загальних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, %	25,0	не більше 18	17,0	14,5	
Відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу, %	–		8,1	12,7	25
Відношення міжнародних резервів до імпорту товарів і послуг, %	–		9,3	10,8	47,1
<b>Показники боргового навантаження на бюджет</b>					
Витрати на обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу, % до обсягу доходів Державного бюджету	–	не більше 20	65,7	13,7	7,5
Рівень обсягів короткострокової зовнішньої заборгованості до поточних бюджетних надходжень, %	–	не більше 40	97,4	35,2	
Частка зовнішніх запозичень у покритті дефіциту Державного бюджету, %	–60,0 53,	не більше 30	60,0	53,6	42
Рівень платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу у обсязі видатків бюджету, %	–	–	9,72	10,4	2

Таблиця 5

## Боргові показники України

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	30.09 2009
Державний борг, % ВВП	36,5	33,5	29,0	24,7	18,4	15,0	12,5	19,6	26,7
Зовнішній державний борг, % до ВВП	26,5	24,1	21,4	18,6	13,9	11,9	10,0	15,1	28,9
Зовнішній державний борг, % експорту товарів і послуг	51,1	46,3	36,9	30,6	26,3	25,2	21,4	21,7	60,2
Погашення і Обслуговування державного боргу, % ВВП	2,9	3,7	3,7	3,6	4,2	2,5	1,5	1,0	3,3
Погашення і Обслуговування державного боргу, % доходів бюджету	17,1	15,1	14,7	15,4	14,1	8,5	4,3	3,0	12,0
Валовий зовнішній борг, % ВВП	53,6	51,1	47,5	47,3	47,1	51,2	54,1	56,7	130,5
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	96,7	92,7	82,2	77,2	87,5	108,6	128,4	120,6	271,8

Таким чином, спостерігається яскраво виражений феномен боргової експансії корпоративного сектору, який має подвійну дію. З одного боку, це свідчить про певний рівень зрілості українського бізнесу та його здатність залучати капітал міжнародних ринків, а отже, зростання інвестиційних можливостей економіки, а з другого - з'являються чіткі сигнали загострення ризиків і зростання рівня вразливості економіки перед шоками цін світових ринків, відсоткових ставок, валютного курсу та змін настроїв інвесторів на світових фінансових ринках.

### **ПИТАННЯ 3.**

Світовий досвід показує, що часто значне нагромадження зобов'язань окремих держав, особливо в умовах негативних кон'юнктурних тенденцій на фінансових ринках спричиняли порушення макрофінансової стійкості і призводили, навіть, до боргових криз у цих державах. Зважаючи на необхідність уникнення негативних наслідків боргу для фінансової системи та економіки в цілому в більшості країн з розвиненими ринками (а також в деяких країнах з ринками, що формуються) почали приділяти значну увагу управлінню ризиками як державних боргових зобов'язань (яке з часом виділилося в окрему сферу управління державним боргом), так і управлінню ризиками зростання корпоративного боргу. Відтак управління борговою безпекою держави у більшості країн виокремилося у самостійний напрям фінансової політики, вихідною умовою формування якої є ідентифікація ризиків і загроз національним інтересам та фінансовій стабільності.

Усі ризики та загрози у сфері боргової складової фінансової безпеки держави, що чинять деструктивний вплив у життєво важливих для економіки сферах, підвищуючи рівень її вразливості, можна поділити на:

- ризики державного боргу;
- ризики зростання корпоративного зовнішнього боргу.

Джерелом ризиковості державного боргу, окрім створення ним навантаження на бюджет, є також нераціональна структура зобов'язань у розрізі валют погашення, відсоткових ставок і термінів їх погашення. Так, в Україні станом на кінець 2007 року структура державного прямого і гарантованого боргу характеризувалася такими показниками: 15,3 % зобов'язань номіновано в національній валюті і 84,7 % - в іноземній; до 63,6 % державного боргу застосовувалася фіксована відсоткова ставка і

до 36,4 % - плаваюча; терміни погашення 53,0 % боргу припадають на наступні п'ять років, а 47 % - на тридцять три роки після 2012 року. Такі показники свідчать про високий рівень ризиків державного боргу (за певних обставин зобов'язання з такою структурою можуть викликати втрати, пов'язані з девальвацією національної валюти, зростанням плаваючих відсоткових ставок і необхідністю частих нових запозичень для погашення боргу за запозиченнями, здійсненими раніше).

Ризик державного боргу – можливість настання події (обставини) імовірного характеру, що призведе до:

1. Збільшення витрат державного бюджету, зумовлених:

- збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу;
- вступом в силу гарантійних зобов'язань;
- невідшкодуванням витрат бюджету, здійснених на виконання гарантійних зобов'язань;
- неповерненням позичальниками кредитів, наданих державою;
- визнанням деякої суми державним боргом;

2. Зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень.

Можна виділити такі види ризиків державного боргу: ринкові ризики (включають відсотковий, валютний і ціновий), ризик рефінансування, кредитні ризики (включають прямий кредитний, гарантійний, крайній і ризик при здійсненні активного управління), ризик ліквідності, а також управлінський, судовий і операційний ризики.

**Ринкові ризики** передбачають можливість змін ринкових умов, що призводять до негативних наслідків, описаних вище. До ринкових ризиків відносять відсотковий, валютний і ціновий.

*Чинником відсоткового ризику є коливання плаваючих ставок, які застосовуються до зобов'язань уряду, а валютного – коливання курсів валют державного запозичення. Результатом деструктивного впливу чинника валютного ризику є здійснення додаткових платежів з бюджету за облігаціями 2000 року. Загальна сума переплати внаслідок зростання курсу євро за період 2003-2007 роки складає близько 1,4 млрд. грн.*

Не менш важливо врахувати дію відсоткового ризику, зумовленого коливаннями ринкової кон'юнктури та зростанням відсоткової ставки LIBOR, починаючи з 2004 року. У результаті таких тенденцій зростала відсоткова ставка за облігаціями зовнішньої державної позики (з 5,33% при їх випуску до 8,9 % у 2006 році) та, відповідно, сума платежів з обслуговування боргу зросла на 352,9 млн. дол. США.

*Ціновий ризик* - зростання цін на товари, роботи і послуги, які використовуються при розрахунках за державним боргом.

**Ризик рефінансування** необхідно розглядати як можливість настання ситуації, коли здійснення рефінансування боргу є неможливим без збільшення середньозваженої вартості боргу. Під рефінансуванням у даному випадку варто розуміти здійснення нових запозичень з метою погашення боргу, що утворився внаслідок здійснених раніше запозичень. Цей вид ризику реалізується у разі, коли нові запозичення здійснюються із застосуванням вищих відсоткових ставок у порівнянні із ставками, що застосовувалися при попередніх запозиченнях, що може в кінцевому рахунку призвести до значного збільшення витрат державних коштів і викликати боргову кризу.

Події 1998 року є наочним прикладом важливості врахування ризику рефінансування. На той час середньозважений термін обігу облігацій складав не більше одного року, а середньозважена ставка за 1998 рік склала понад 55 % річних. В результаті таких запозичень та за умов неможливості залучити кошти на внутрішньому ринку для

забезпечення рефінансування платежів за боргом, уряд був змушений піти на конверсію цих облігацій, основна мета якої полягала в обміні цінних паперів, що знаходились в обігу, на облігації з довшим строком погашення.

Наявність державного боргу зумовлює можливість виникнення **кредитного ризику**, що включає в себе прямий кредитний ризик, гарантійний і ризик при здійсненні активного управління.

*Прямий кредитний ризик.* Він пов'язаний з можливістю витрат держави при здійсненні нею платежів за запозиченими коштами, що надані нею в кредит третім особам, за умови невчасного виконання (або невиконання зовсім) цими особами зобов'язань перед державою. *Гарантійний ризик* пов'язується з двома аспектами надання державних гарантій. Перший з них – це ймовірність настання гарантійного випадку, обумовленого відповідною гарантійною угодою, при якому держава зобов'язана виконувати боргові зобов'язання суб'єктів господарювання. Другим аспектом гарантійного ризику є те, що витрати бюджету на виконання гарантійних зобов'язань можуть бути невідшкодовані позичальниками. Станом на 1 листопада 2007 року сума боргу перед державою за виконаними нею гарантійними зобов'язаннями складала близько 2,0 млрд. дол. США.

В більшості країн з розвинутими ринками під кредитним ризиком розуміють ризик, що виникає при здійсненні активного управління державним боргом. **Активне управління** передбачає проведення урядом деривативних трансакцій, операцій зворотного викупу і дострокового погашення, розміщення (інвестування) тимчасово вільних залишків бюджетних коштів, укладання угод РЕПО тощо. При здійсненні деривативних та інвестиційних трансакцій виникають права і зобов'язання між державою і іншими суб'єктами – контрагентами. У зв'язку з тим, що вони можуть з певних причин не виконати власні

зобов'язання перед державою, виникає кредитний ризик. В Україні поки що активне управління державним боргом у визначеному вище розумінні практично не здійснюється.

**Ризик ліквідності** передбачає ймовірність нестачі бюджетних коштів для вчасного і в повному обсязі виконання державою власних боргових зобов'язань. Він може бути пов'язаний як з тимчасовою нестачею коштів на єдиному казначейському рахунку, так і з ненадходженнями доходів бюджету внаслідок негативних фінансових і економічних явищ (зокрема, недосконалості податкової системи, значного ступеня тінізації економіки, падіння темпів приросту валового внутрішнього продукту). Крім того, джерелом ризику ліквідності також може бути політика, орієнтована на нарощування боргу у обсягах, які не дозволяють здійснити його погашення і обслуговування належним чином. Так, неспроможність виконання зобов'язань за облігаціями внутрішньої державної позики у 1998-1999 роках та за зовнішнім державним боргом у 1999-2001 роках, що призвело до необхідності проведення Україною заходів з реструктуризації є наочним прикладом дії чинників ризику ліквідності з одночасною дією чинників ризику рефінансування.

Таким чином, ризики державного боргу детермінують наслідки деструктивного впливу конкретних факторів і умов та передбачають можливість збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних з обслуговуванням і погашенням державного боргу, та зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок боргових джерел.

Серед ризиків, що супроводжують зростання корпоративної зовнішньої заборгованості в країні можна виділити наступні.

1. Ризик раптового припинення притоку капіталу, у випадку якого зростає ймовірність розвитку кризових явищ аналогічно східно-азійським подіям 1997-1998 років та економічного спаду;

2. Ризик вразливості економіки на макрорівні, що характеризується граничними значеннями індикаторів загальної платоспроможності та міжнародної ліквідності;
3. Ризик вразливості економіки на мікрорівні (вразливість банків і підприємств через валютні та структурні диспропорції в їх балансах);
4. Ризик виникнення і поширення зовнішніх шоків (в основному через кон'юнктурні коливання на світових товарних і фінансових ринках).

Основними причинами виникнення ризиків і загроз у сфері боргової складової фінансової безпеки держави стали:

- недосконалість нормативно-правової бази;
- відсутність в Уряді України системної боргової політики;
- відсутність єдиної цілісної державної стратегії управління боргом;
- неузгодженість фіскальної політики Уряду та монетарної політики НБУ та їх негативний вплив на боргову безпеку держави;
- відсутність повноцінного ефективно діючого внутрішнього ринку державного боргу;
- політична нестабільність.

Загалом, усі ці фактори чинять деструктивний вплив на політику як державних так і зовнішніх корпоративних запозичень і підвищують рівень вразливості фінансової системи держави до внутрішніх і зовнішніх загроз.

#### **ПИТАННЯ 4.**

У кожної країни-боржника є свої особливі потреби в укріпленні потенціалу у царині управління державним боргом, які обумовлюються механізмом державного регулювання економічних процесів, рівнем розвитку ринку капіталу, валютним режимом, кредитним рейтингом тощо.

Серед існуючих недоліків у сфері управління державним боргом можна виділити такі:

- недосконалість нормативно-правової бази;
- відсутність в уряді системної боргової політики;
- відсутність єдиної цілісної державної стратегії управління боргом.

Під управлінням державним боргом слід розуміти комплекс заходів, що здійснюються державою в особі її уповноважених органів щодо визначення обсягів та умов залучення коштів, їх розміщення і погашення, а також забезпечення платоспроможності держави.

У широкому розумінні управління державним боргом передбачає формування одного із напрямів фінансової політики держави, пов'язаної з її діяльністю у ролі позичальника і гаранта, що потребує комплексного підходу, координації грошово-кредитної (монетарної) та фіскальної політики, узгоджених взаємовідносин уряду та Національного банку з питань боргової політики; розробки ефективних форм і методів зниження боргового тягаря у контексті переходу від антикризового управління (тобто реструктуризації боргових зобов'язань) до стратегічного боргового менеджменту із застосуванням інструментів активного управління державним боргом. Управління боргом у вузькому розумінні варто розглядати як сукупність дій, пов'язаних з підготовкою до випуску, розміщенням боргових зобов'язань держави, наданням гарантій, а також проведенням операцій з обслуговування та погашення боргових зобов'язань.

Управління державним боргом – це процес розробки та виконання стратегій управління заборгованістю органів державного управління, яка дозволяє залучити необхідну суму фінансування, виконати цільові установки уряду щодо ступеню ризиків та витрат, а також вирішити будь-які інші завдання у сфері управління державним боргом.

До основних стратегічних завдань у сфері управління державним боргом можна віднести:

- створення ефективно працюючого ринку державних цінних паперів.

Адже не сформованість національного ринку капіталу підвищує залежність економіки країни від зовнішніх запозичень, а відтак, від зовнішніх кон'юктурних коливань і ризиків глобального характеру.

Розвиток внутрішнього фінансового ринку потребує створення відповідної технічної інфраструктури, в якій особливо важлива роль належить центральному реєстру та платіжній і розрахунковій системі. В Україні ця проблема поглиблена багаторічним протистоянням між Національним депозитарієм України та комерційним депозитарієм МФС (який обслуговує позабіржову площадку ПФТС). І хоча у відповідності до закону функції центрального депозитарію цінних паперів повинні виконуватися НДУ, як нам здається, єдиним компромісним рішенням цього довготривалого конфлікту інтересів може бути створення центрального депозитарію на основі НДУ та депозитарію Національного банку України (який обслуговує операції з облігаціями внутрішньої державної позики – ОВДП);

- оптимізація структури боргового портфеля держави. Як було зазначено вище важливим фактором виникнення кризи може бути неефективна структура боргу з точки зору строків погашення, валют платежу та процентних ставок. В структурі державного боргу України частка зобов'язань в доларах США складає приблизно 60 відсотків і тому фактична прив'язка курсу гривні до американської валюти відіграє роль додаткового «запобіжника», який зменшує курсовий ризик для уряду.

Але при довгостроковій тенденції до зниження реального курсу долара це фактично збільшує витрати на його обслуговування у гривнях;

- мінімізація ризиків та вартості державного боргу. Як відомо вартість державного боргу складається з двох компонентів:
- фінансових витрат, які дорівнюють вартості обслуговування боргу;
- вартості потенційних економічних збитків, які можуть виникнути наслідок фінансової кризи, якщо уряд не зможе забезпечити пролонгації боргу або оголосить дефолт.

У даному випадку йдеться, наприклад, про те, що надмірна увага уряду щодо потенційної економії коштів при залученні короткотермінових позик (особливо, з плаваючою ставкою, частка яких в нашому випадку складає третину усіх запозичень) може призвести до втрати можливості пролонгації або рефінансування існуючого боргу та виникнення боргової кризи, негативні наслідки якої будуть масштабніші за будь-яку економію.

Остання повинна передбачати шляхи виходу з ситуації, коли можуть виникнути проблеми з обслуговуванням боргу. В принципі, існує чотири варіанти дій:

- країна може просто відмовитися сплачувати борг, зіштовхнувшись з перспективою втрати доступу на світовий ринок капіталу у майбутньому;
- країна може просто де-факто призупинити сплату боргу, не оголошуючи себе офіційно банкрутом, що на практиці все одно не вирішує проблему, а лише відтягує її вирішення;
- країна може спробувати виконувати свої зобов'язання за будь-яку ціну, що вимагає певних соціальних та економічних жертв (якщо уряд може таке собі дозволити);
- країна може спробувати реструктуризувати борг, тобто провести переговори щодо зміни умов його погашення (як основної суми, так і процентів – разом або окремо, в залежності від глибини проблеми).

Цей останній варіант, варіант реструктуризації є найбільш поширеним і прийнятним у світовій практиці. Зокрема йдеться про прями

переговори з урядами, банками або міжнародними фінансовими організаціями. Але слід звернути увагу на те, що такі переговори при будь-якому їх результаті підривають довіру до країни-позичальника і негативно впливають на її міжнародний кредитний рейтинг (що позначається на подальших запозиченнях).

Тому, необхідно намагатися, перш за усе, використовувати ринкові методи реструктуризації, що включають, наприклад, боргові свопи (debt-for-debt swaps), на які припадає близько 75 відсотків усіх операцій на вторинному ринку капіталів. Поступовий вихід на світовий ринок різних українських позичальників – банків, корпорацій, муніципальних влад, - дозволяє поступово опанувати цей інструмент реструктуризації. Користуючись загальним падінням світового фінансового ринку можна здійснювати і операції «зворотної покупки» (direct cash buyback).

- формування єдиної цілісної державної стратегії управління боргом і її узгодження з бюджетно-податковою та валютно-курсовою політикою держави. Як відомо, необґрунтовані кроки у бюджетно-податковій, грошово-кредитній, валютно-курсовій політиці зумовлюють нестабільність на фінансовому ринку та невпевненість інвесторів щодо майбутніх доходів. Останні вимагають вищої премії за ризик, що призводить до зростання вартості боргу.