



О. П. Макар,
аспірант, ЛДНУ ім. І. Франка

ПОЛІТИКА ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

У статті розглянуто вплив заборгованості на економічне зростання держави в умовах кризи. Проаналізовано особливості здійснення державних внутрішніх і зовнішніх запозичень, основну увагу приділено визначенню основних напрямків використання залучених коштів до потреб держави.

Ключові слова: державний борг, економічне зростання, фінансова криза, зовнішні запозичення, зростання ВВП.

The article considers the impact of debt on economic growth of the country in crisis. The features of the implementation of government domestic and external borrowing, focuses on defining the main directions of the use of borrowed funds to the needs of the state.

Key words: state debt, economic grows, financial crisis, foreign loan, GDP grows.

Вступ. Негативні наслідки розгортання кризових явищ в Україні і світі проявилася в зменшенні податкових та інших доходів державного бюджету через економічну рецесію. Таким чином, назріла об’єктивна потреба держави у пошуку джерел фінансових ресурсів як для виконання нею своїх звичайних функцій, так і для подолання негативних наслідків кризи. З огляду на зазначене, суттєво зросла роль державних запозичень і необхідність визначення основних завдань боргової політики за умов, які склалися.

Аналіз досліджень і публікацій. Проблема державного боргу вважається дослідженою у західній літературі. Значну увагу їй приділяли Р. Барро, Р. Масгрейв, Дж. Бюкенен. Різні аспекти аналізу державного боргу розкриті у роботах вітчизняних економістів. Науковим дослідженням питань державного боргу присвячені праці О.Д. Василика, А.І.Даниленка, В.М.Гейця, Т.В. Вахненко, А.М. Мороза, та інших.

Постановка задачі. Метою даного дослідження є визначення основних особливостей здійснення державних внутрішніх і зовнішніх запозичень, узагальнених напрямів використання залучених коштів відповідно до потреб держави та окреслення завдань політики залучення державою кредитних коштів.

Результати. В умовах посилення нестабільності міжнародних фінансових ринків і підвищення вартості державних запозичень необхідно розробити якісно нову боргову політику, в центрі якої має бути:

- 1) сильна система ризик-менеджменту;
- 2) активне використання структури державного боргу для протидії впливу шоківих ситуацій;
- 3) формування резервних фондів і буферів ліквідності;
- 4) розширення бази інвесторів у державні цінні папери і задоволення попиту у фінансових активах найменш мінливих категорій інвесторів.

Загальноприйнятим постулатом стало те, що корінь фінансової кризи криється на ринках іпотечного кредитування в США. Наслідком «м’якої» монетарної політики Федеральної Резервної Системи стало здешевлення резервів, що сприяло галопуючому розвитку кредитних відносин. Низькі відсоткові ставки стимулювали споживання в набагато швидших темпах, ніж виробництво. Це закономірно призвело до розкручування інфляційної спіралі та формування «фінансових бульбашок» не лише на фінансових ринках, але й на ринках нерухомості. Згодом з метою подолання інфляції Федеральна Резервна Система підвищила облікову ставку. У зв’язку з тим, що значна частка кредитів видавалися банківськими установами під плаваючу відсоткову ставку, прив’язану до облікової, багато позичальників виявилися неплатоспроможними. Рівень кредитних ризиків в економіці став надто великим, що проявлялося у наданні фінансовими установами позик нижчої якості (позичальникам з недостатнім чи неперевіреном рівнем платоспроможності). З огляду на зазначене, банки-кредитори поступово втрачали шанси на повернення інвестованих коштів, а тому вони захопилися різного роду механізмами та інструментами хеджування своїх кредитних ризиків. Система хеджування кредитних ризиків полягала в тому, що фінансові установи – безпосередні кредитори – за допомогою кредитних деривативів передавали свої ризики третій стороні – таким самим фінансовим установам. Багато з них нагромадили значну частку таких активів у своєму портфелі. Така система хеджування кредитного ризику є ефективною на випадок неплатоспроможності окремих позичальників з причин, інших ніж розгортання кризових явищ. Однак у фінансовому секторі США склалася ситуація реалізації системного ризику, коли неплатоспроможність більшості позичальників спричинила неспроможність фінансових інститутів повернути вкладений капітал. Це обумовило ланцюгову реакція звуження ліквідності на ринках капіталу, зростання відсоткових ставок та призупинення кредитування економіки, що призвело до світової рецесії та, в тому числі, й зниження попиту на сировину й матеріали. Через те, що сировина і матеріали є основною складовою українського експорту, який в свою чергу складає близько 50-60% ВВП України, зменшення світового попиту та цін на український експорт стало основною причиною економічної рецесії в Україні (Додаток А).

Окрім цього, однією з причин кризових явищ в нашій країні став бум довгострокового споживчого кредитування, що забезпечувався короткостроковими зовнішніми запозиченнями банківських установ, а не внутрішніми заощадженнями. Це означало прийняття на себе значних ризиків і, зокрема, валютного ризику (оскільки залучення коштів банківськими установами відбувалося в іноземній валюті, а надання їх у кредит – в національній) та ризику рефінансування (через те, що зовнішні запозичення здійснювалися на короткі терміни, а кредити видавалися довгострокові). За умов значної девальвації національної валюти, неплатоспроможності українських позичальників внаслідок цього і відсутності доступу до світових ринків капіталу, ці ризики реалізувалися повною мірою. Погіршенню ситуації сприяли не тільки відсутність можливостей додаткової акумуляції внутрішніх заощаджень, а й масове вилучення з банківської системи депозитів населення та юридичних осіб. Кредитування української економіки, що є одним з визначальних факторів економічного зростання, по суті, припинилося (мовиться як про кредитування підприємств, так і про кредитування населення, яке створює на нього попит).

Слід також зазначити, що серед причин як світової рецесії, так і рецесії в Україні, було «здування фінансових бульбашок» на фондових ринках та ринках нерухомості, які утворилися через масові спекулятивні операції, забезпечені кредитними ресурсами. Таким чином, фактори падіння валового внутрішнього продукту в Україні можна поділити на дві основні групи: зниження цін і попиту на український експорт та припинення кредитування української економіки.

Негативні наслідки розгортання кризових явищ в Україні і світі проявилось в зменшенні податкових та інших доходів державного бюджету через економічну рецесію. Таким чином, нарізла об’єктивна потреба держави у пошуку джерел фінансових ресурсів як для виконання нею своїх звичайних функцій, так і для подолання негативних наслідків кризи. З огляду на зазначене, суттєво зросла роль державних запозичень і необхідність визначення основних завдань боргової політики за умов, які склалися.

Недонадходження до державного бюджету податкових та інших доходів внаслідок падіння валового внутрішнього продукту при необхідності виконання видаткової частини державного бюджету та подолання негативних наслідків фінансової кризи стимулюють пошук інших джерел фінансування, основними серед яких є емісія державного боргу (здійснення державних запозичень). Однак здійснення державних запозичень внаслідок розгортання фінансової кризи утруднюється з огляду на певні об’єктивні та суб’єктивні чинники. Зокрема, недонадходження до державного бюджету (окрім податкових надходжень) також мають місце внаслідок подорожчання кредитних ресурсів на світових ринках капіталу. Це пов’язано з неможливістю залучення у достатніх обсягах зовнішніх державних запозичень на прийнятних умовах. Нові державні запозичення, окрім покриття дефіциту бюджету, спрямовуються також на погашення основної суми існуючого державного боргу (який виник внаслідок раніше здійснених державних запозичень). З огляду на це, гіпотетична неможливість залучити державні позики матиме своїм наслідком не тільки не покриття дефіциту державного бюджету, а й незабезпечення джерел для погашення основної суми існуючого державного боргу (тобто джерел для рефінансування). Здійснення ж запозичень на умовах, що диктуються світовими ринками капіталу, є фактором зростання витрат державного бюджету на обслуговування боргових зобов’язань. За таких умов матиме місце реалізація ризику рефінансування державного боргу, який «...полягає у вірогідності підвищення вартості знову залучених кредитних ресурсів для спрямування їх на виконання існуючих боргових зобов’язань або у можливій неспроможності здійснити рефінансування взагалі». Показником рівня ризику рефінансування є частка боргових зобов’язань з погашення основної суми державного боргу, термін виконання яких настає протягом визначеного періоду.

Як зазначалося вище, здійснення державних запозичень стикається з труднощами, основними з яких є висока вартість позикових ресурсів на світових ринках капіталу. Ці проблеми стосуються звичайно, зовнішніх державних запозичень. Показником, який є орієнтиром для вартості зовнішніх державних запозичень на певний строк, є рівень ринкової дохідності раніше випущених єврооблігацій із зіставним строком погашення передбачуваного випуску. Слід зазначити, що така дохідність складається з без кризової для кредиторів ставки кредитування (дорівнює дохідності найменш ризикових, еталонних, цінних паперів, що обертаються на ринку; як правило, до уваги приймаються дохідності цінних паперів Державного Казначейства США), та премії за ризик. Остання відповідає різниці між поточною дохідністю державних цінних паперів та поточною дохідністю еталонних цінних паперів. Премія за ризик є відображенням рівня кредитного ризику, який притаманний певній країні порівняно з наданням позик найменш ризиковому позичальнику (зокрема, Державному Казначейству США). Величина премії за ризик залежить від певних зовнішніх (рівень економічного розвитку та стан фінансової системи, внутрішня політична ситуація) факторів. На перших етапах розгортання кризових явищ рівень дохідності за українськими єврооблігаціями суттєво зростає, однак починаючи з березня 2009р., він зменшується. Спред (різниця, маржа) до котирувань еталонних інструментів (цінних паперів Державного Казначейства США) складає +1007,3 базисних пунктів (близько 10,1% річних). Слід зазначити, що такий рівень вартості державних запозичень залишається неприйнятним для уряду, оскільки передбачає здійснення значних витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу. У зв’язку з такими обставинами уряд активізував роботу щодо залучення офіційних позик у міжнародних фінансових організацій та в інших країн. Зокрема велися переговори з урядами інших країн про можливість надання кредитних коштів Україні для фінансування державного бюджету. Однак результативна співпраця наразі ведеться тільки з міжнародними фінансовими організаціями. Зокрема в 2008 році було укладено угоду з МВФ щодо залучення кредитних коштів для подолання негативних наслідків фінансової кризи. Основною причиною активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями є їхня низька вартість та довші строки кредитування порівняно із залученням кредитних ресурсів на ринках капіталу.

Провідні економісти світу характеризують нинішню фінансову кризу, передусім, як боргову, або кризу надмірної заборгованості. Оскільки, через фінансову нестабільність, зростаючу інфляцію зростають обсяги запозичень окремих держав для покриття суспільних витрат, а не на розвиток виробництва.

В Україні звуження зовнішніх джерел позичкових коштів, девальвація національної валюти і занепад системи внутрішнього кредитування призвели до посилення макроекономічної нестабільності та негативно вплинули на рівень сукупного попиту, що, поряд із погіршенням умов зовнішньої торгівлі, обумовило суттєвий спад виробництва. Як демонструє ретроспективний аналіз світового досвіду, зміна напрямку руху іноземного капіталу оберталася для країн-позичальників скороченням ВВП у середньому на 10%. При цьому слід урахувати, що зменшення банківського кредитування і спад ціни на активи призводить до збільшення тривалості й глибини рецесії. Різке падіння цін на фінансові та реальні активи зменшує чисту вартість активів фірм і домашніх господарств, що звужує їх потенціал як позичальників і знижує можливості фінансування ними інвестиційних та поточних витрат. Банки, зіткнувшись із загрозами декапіталізації, зменшують масштаби кредитної діяльності, що спричиняє подальше зниження рівня ділової активності.

Фінансова криза в Україні протікала в трьох основних площинах:

- Заморожування кредитної діяльності, вилучення депозитів із банківської системи, ерозії капіталу банківських установ;

- Падіння світових цін на товари національного експорту, зниження рівня виробництва, погіршення фінансових результатів підприємств і зменшення надходжень до державного бюджету;

- Вилучення обігових коштів підприємств і банків – міжнародних позичальників та скорочення валютних резервів НБУ в умовах високого зовнішньоборгового навантаження та неможливості рефінансування боргових виплат.

Експерти МВФ вказують на те, що вагома роль банків у виникненні світової фінансової кризи обумовлює істотне скорочення надходження іноземного капіталу до країн з ринками, що формуються, та визначає тривалий і руйнівний перебіг кризових подій. Суттєве зменшення обсягів мобілізації іноземних заощаджень особливо болісно позначається на європейських країнах з ринками, що формуються.

В умовах світової фінансової кризи уряд має передбачити можливість переорієнтації на внутрішні джерела підтримки ліквідності банків на випадок раптових відпливів капіталу чи зупинок зовнішнього рефінансування. Також слід акумулювати понаднормативні надходження до бюджету з метою протидії інфляційному перегріву і створення запасу міцності на випадок кризи. Окрім того, при реалізації плану антиінфляційних заходів Кабмін має запровадити додаткові ринкові інструменти регулювання грошової маси, потурбуватися про випереджаюче зростання продуктивності праці щодо зростання зарплат та соціальних виплат.

На нашу думку, державі слід вдаватися до таких дій в макроекономічній політиці задля підтримання боргової безпеки:

1) Недопущення збільшення дефіциту державного бюджету;

2) Стимулювання збільшення експорту і скорочення імпорту;

3) Розробка державної політики сприяння надходженню прямих іноземних інвестицій та жорсткого регулювання обсягів фінансових іноземних інвестицій;

4) Призупинення зростання зовнішнього боргу за рахунок збільшення внутрішніх запозичень (у тому числі державних) – торгувати борговими інструментами уряду за ринковими цінами;

5) Розробка програми підтримки банків в умовах фінансової нестабільності, де буде зокрема передбачено спрощені механізми підтримки їх ліквідності.

6) Для удосконалення нормативно-правового забезпечення механізму управління зовнішнім державним боргом пропонується прискорити розробку та прийняття Закону України “Про зовнішній борг України”, де необхідно чітко визначити понятійний апарат зовнішнього боргу держави, вказати механізми залучення кредитних ресурсів та обслуговування і погашення зовнішнього боргу, рекомендувати інструментарій управління зовнішнім державним боргом, законодавчо заборонити використання зовнішніх запозичень держави для фінансування поточних бюджетних витрат, заборонити отримання дорогих короткотермінових кредитів.

7) Внести зміни до чинного законодавства - скасувати пенсійний збір з операцій купівлі-продажу іноземної валюти, а також надати право НБУ на запровадження мораторію на проведення окремих видів банківської діяльності. Варто внести зміни до закону щодо визначення мінімального розміру статутного капіталу в національній валюті, необхідного для заснування банку; посилення захисту прав кредиторів.

Комерційні банки, у свою чергу, мають переглянути темпи зростання кредитних портфелів у бік зменшення (у тому числі за рахунок зменшення іноземних запозичень) з урахуванням рівня зростання економіки. Слід знизити темпи нарощування споживчого кредитування, переорієнтувавши кредитні потоки у реальний сектор економіки, і розробити програму забезпечення ліквідності банку, у тому числі за рахунок зменшення витрат на підвищення капіталізації. Варто посилити вимоги до оцінки ризиків за активними операціями, і зокрема: удосконалити порядок оцінки кредитів

залежно від умов їх надання та передачі інформації про кредит до бюро кредитних історій; розробити заходи щодо збалансування активів і пасивів, у тому числі за рахунок додаткової капіталізації; посилити систему ризик-менеджменту та внутрішнього аудиту. Існує розроблена система рекомендацій для комерційних установ-позичальників, що направлена на регулювання їх міжнародної кредитної діяльності.

В Україні вже працює чимало іноземних банків. Очікувалося, що вони принесуть нові технології, надаватимуть кредити під менші відсотки. Проте ці прогнози не справдилися - зниження кредитних ставок не відбулося. Ситуація може загостритися, коли відкриються філії «іноземців», які проводитимуться більш агресивно, особливо у царині спекулятивних операцій. На жаль, в Україні поки немає економічних важелів, які б орієнтували іноземні фінансові установи на кредитування економіки, а не населення.

Розроблено такі рекомендації щодо управління зовнішнім державним боргом України:

- для збереження економічної безпеки держави, при виборі боргового джерела пріоритет повинен надаватися внутрішнім запозиченням;

- пріоритетним завданням управління структурою державного боргу є зменшення частки заборгованості, яку необхідно погасити в короткостроковому періоді; для чого пропонується здійснити рефінансування державного боргу за рахунок нових запозичень на більш прийнятних відсоткових умовах, що дозволить пролонгувати частину української заборгованості, скоротивши боргове навантаження на бюджет у короткостроковій перспективі;

- встановлення твердого контролю над часткою кредитів із плаваючою процентною ставкою, а також кредитів, залучених на термін до одного року в загальному обсязі зовнішнього боргового портфеля та встановлення лімітів за даними показникам;

- використання “світових” операцій – операцій типу “борги в обмін на власність (акції)”.

Для України вкрай необхідною є розробка стратегії зовнішніх запозичень. Здійснення ефективного управління зовнішнім державним боргом України передбачає розробку концепції такої боргової стратегії, в якій державний борг розглядатиметься не з позиції боргового тягаря на національну економіку, а як інструмент в механізмі забезпечення економічного зростання країни.

Наявні два основних напрямки концепції боргової стратегії України:

1) повна відмова від нових зовнішніх державних запозичень;

2) здійснення нових зовнішніх запозичень у безпечних розмірах на інвестиційні цілі. Науково доведено, що зовнішні державні запозичення необхідні для забезпечення платоспроможності держави та досягнення економічного зростання. Тому другий напрямок розробки боргової стратегії, а саме здійснення нових зовнішніх запозичень у безпечних розмірах для інвестиційних цілей, є більш прийнятним для України.

Висновки. Стратегічною метою державної боргової політики України має стати залучення фінансових ресурсів для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни із одночасним забезпеченням стабільного співвідношення державного боргу до ВВП. Важливим завданням стратегічного управління державним боргом є також пошук оптимального співвідношення між борговим та податковим фінансуванням бюджетних видатків. Світовий досвід показує, що незалежно від організаційної структури ефективна система управління боргом має ґрунтуватися на таких принципах, як: встановлення конкретних цілей боргової політики; чітке розмежування сфер відповідальності і підзвітності між монетарною та борговою політикою; визначення стратегічних рамок боргової політики і, насамперед, необхідної налагодити систему оцінки результатів управління портфелем державних зобов'язань та інформаційне забезпечення прийняття управлінських рішень для ефективного управління державними зобов'язаннями.

Література

1. Офіційна Інтернет-сторінка Міністерства фінансів України: [<http://www.minfin.gov.ua> (<http://www.minfin.gov.ua>) /].
2. Кучер Г.В. Державна боргова криза та перспективи її врегулювання у контексті світового досвіду // Актуальні проблеми економіки. – 2003. - № 2. – С24-29.
3. Ковальчук С. В., Форкун І. В. Фінанси: Навч. посібник. — Львів: Новий світ-2000, 2006. — 568 с.
4. Офіційна Інтернет-сторінка Національного банку України: [<http://www.bank.gov.ua>].
4. Вахненко Т. Зовнішні корпоративні запозичення та ризики для фінансової стабільності // Дзеркало тижня. — 2008. — 16 лют. — С. 9.

Стаття надійшла до редакції 05.10.2012 р.