

Федосов В.М.,

доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України,
завідувач кафедри фінансів
ДВНЗ “Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана”,

Колот О.А.,

кандидат економічних наук,
аналітик ТОВ “Арта цінні папери”

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ У КОНТЕКСТІ РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ

Розглянуто теоретичні засади сутності і природи державного боргу, особливості його формування та специфіку управління ним. Досліджено сутність, форми й методи боргового ризик-менеджменту, показано його новітні світові технології. Дано оцінку ризиків боргового портфеля держави, наведено методи оптимізації його структури, охарактеризовано стратегічні портфельні стандарти окремих країн. Запропоновано деякі напрями вдосконалення в Україні управління державним боргом із урахуванням сучасних технологій боргового ризик-менеджменту.

The authors examines the theoretical principles of the essence and nature of public debt, the particular qualities of its formulation and specificity of debt management. In the article authors looks into the essence, forms and methods of public debt risk-management, shows the newest world technologies. The authors gives an evaluation of the public dept portfolio, methods for optimization its structure, describes strategic portfolio standards of some countries. Taking into account the modern debt risk-management the authors suggests some directions for public debt management improvement in Ukraine.

Проблематика боргу держави належить до найважливіших питань державного фінансового менеджменту за кількістю досліджень, дискусійністю позицій і неоднозначністю висновків. Незважаючи на різноманітність висновків (а інколи їх діаметрально протилежний характер) всесвітньо відомих учених у галузі фінансової теорії й державних фінансів щодо оптимального способу фінансування бюджетного дефіциту та наслідків нарощування державного боргу, саме державні за позичення стали одним із найпоширеніших інструментів фінансування видатків держави. Це зумовило постійне зростання обсягів боргів практично всіх країн світу. Причому зростання державних боргів і боргового навантаження характерне як для країн із транзитивною економікою, так і для провідних промислово розвинутих країн. Останні, власне, виступають найбільшими кредиторами світової економіки й водночас мають найбільші обсяги державних боргів у абсолютному виразі, а також відносно ВВП (табл. 1).

Для порівняння з даними табл. 1: частка державного боргу у ВВП деяких країн із перехідною економікою на кінець 2008 року (за попередніми оцінками) повинна становити в Болгарії — 19 %, Польщі — 49,1 %, Словаччині — 29,4 %, Словенії — 27,2 %, Чехії — 30,9 %, Угорщині — 68,1 %. Наведені цифри свідчать про значні обсяги накопичених боргових зобов'язань (прямих і гарантованих) країн світу. Утім, слід мати на увазі, що для аналізу боргового навантаження на економіку простого

Таблиця 1. Частка державного боргу у ВВП країн Великої сімки, %

Країни	2000	2002	2004	2006	2008
Німеччина	59,7	60,3	65,4	67,9	63,6
Франція	56,7	58,6	66,0	63,9	61,9
Італія	109,1	108,0	106,2	106,8	103,1
Великобританія	41,2	38,3	40,9	43,5	44,5
США	55,5	59,7	63,7	61,2	63,0
Канада	79,1	79,8	71,9	68,5	64,9
Японія	136,6	147,3	156,5	175,7	175,3

Джерела: The Economist Intelligence Unit 2005; The World Factbook 2007; Finanzbericht 2008. Bundesministerium der Finanzen. — Berlin, 2007. — S. 412—414; OECD in Figures. OECD Publikations. — Paris, 2007. — P. 87.

порівняння їх розмірів недостатньо. Треба детально вивчити ще низку чинників і особливостей обліку державного боргу різними країнами, про що йтиметься нижче.

Збільшення державних боргів об'єктивно зумовило розвиток у економічній теорії більш прагматичних напрямків досліджень, а саме вивчення механізмів та інструментів ефективного управління борговими зобов'язаннями, розробку дієвих принципів економічної й фінансової політики у сфері державного боргу, визначення природних і конституційних обмежень при залученні державами позик. Разом із тим активізація останнім часом фінансових криз, каталізатором яких нерідко виступав так званий “борговий” фактор, засвідчила, скільки пов'язаних із забезпеченням ефективною борговою політикою питань потребують дослідження.

Досить велику групу серед широкого кола питань, які попри значний вплив на результативність боргового менеджменту тривалий час перебували майже поза увагою науковців та економістів, становлять ті, що пов'язані з ризиками управління державним боргом та необхідністю розробки державами-позичальниками механізмів нейтралізації негативного впливу таких ризиків. Загалом категорія ризиків в управлінні державним боргом тривалий час не розглядалася як об'єкт теоретичних досліджень, незважаючи на визнання об'єктивності впливу розмаїття ризиків на всі фінансово-економічні процеси, зокрема на результативність державного фінансового менеджменту.

Така ситуація, як було зазначено, змінилася лише останнім часом унаслідок усвідомлення ключової ролі надмірного прийняття ризику в розгортанні різного роду фінансових пірамід, зростанні загрози інтенсивності дефолтів, збільшенні масштабів руйнівних наслідків необачної боргової політики для економіки й фінансів різних держав світу. Адже, як цілком слушно наголошують фахівці Світового банку та Міжнародного валютного фонду, “навіть за наявності надійних макроекономічних рамок ризиковані методи управління боргом збільшують уразливість економіки до фінансово-економічних потрясінь”¹.

¹ Guidelines for Public Debt Management / Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. — March, 2001. — P. 3.

Розуміння цієї взаємозалежності спонукало розвинуті країни світу у другій половині минулого сторіччя активізувати зусилля, націлені на вдосконалення управління державним боргом шляхом розбудови системи боргового ризик-менеджменту як невід'ємної частини державного фінансового менеджменту. Створення досить жорстких стандартів постійного контролю рівня ризиків в управлінні державним боргом та використання сучасних фінансових інструментів і технологій дало змогу таким країнам не лише мінімізувати негативний вплив боргових ризиків, а й зменшити загальний рівень ризику в економіці. Згодом значна частина країн, що розвиваються, і країн із транзитивною економікою, визнаючи ризикованість узятих боргових зобов'язань та орієнтуючись на досвід розвинутих країн світу, вдалися до створення власних систем державного боргового ризик-менеджменту. Так, на початку нинішнього сторіччя в цілому 81 % країн-позичальників Світового банку відчували потребу у зниженні ризиків в управлінні державним боргом, із них 42 % країн вказували на необхідність управління ризиком рефінансування й подовження термінів боргових зобов'язань, 25 % — на необхідність управління валютним ризиком, 14 % — процентним ризиком². При цьому спектр ризиків в управлінні державним боргом набагато ширший за названі основні види ризиків.

Відсутність на сьогоднішній день у економічній літературі комплексного визначення поля таких ризиків спонукала авторів даної статті викласти власний погляд на цю проблему. Варто також вказати на загальну теоретичну й методичну незабезпеченість процесу боргового ризик-менеджменту, що значно ускладнює його розвиток і практичне застосування. Специфіка розробки проблематики державного боргового ризик-менеджменту полягає в необхідності об'єднання теоретичних положень двох напрямків досліджень — ризикології й управління державним боргом. Крім того, вона обумовлена практичною доцільністю адаптування ефективних принципів управління ризиком у приватному бізнесі до потреб державного управління з урахуванням специфіки боргового менеджменту та пов'язаних із ним фінансових відносин.

Як свідчить огляд фінансово-економічної літератури, на сьогоднішній день питання боргового ризик-менеджменту найширше висвітлені в рекомендаціях міжнародних фінансових організацій щодо управління суверенними боргами, в окремих дослідженнях фахівців цих організацій та в матеріалах провідних боргових офісів країн світу, зокрема Швеції, Канади, Нідерландів³. Проте аналітичні матеріали цих установ, на які покладені функції з управління державним боргом, не створюють істотного теоретичного підґрунтя для боргового ризик-менеджменту,

² Sound Practice in Sovereign Debt Management / Financial Products and Services Department the World Bank. — February 29, 2000. — P. 136 (Annex 2).

³ З інституціональної точки зору, орган, який здійснює управління державним боргом та координує діяльність інших гілок влади, залучених до цього процесу ("борговий офіс" за міжнародною термінологією), може бути як спеціальним підрозділом міністерства фінансів (казначейства) або центрального банку країни з розширеними повноваженнями для розв'язання поточних завдань з управління державним боргом, так і автономною борговою агенцією.

оскільки містять рекомендації загального характеру та практичні поради із власного досвіду, які з різних причин не завжди можуть бути ефективно реалізовані у практиці інших країн світу, в тому числі в Україні.

Відсутність достатнього теоретичного й методичного забезпечення управління ризиками, які супроводжують процес управління державним боргом, об'єктивно вказує на актуальність розробки широкого кола питань державного боргового ризик-менеджменту, починаючи від базових питань визначення його сутності, складових та закінчуючи створенням ефективних, доведених до практичного використання, методів кількісного аналізу ризиків і технологій впливу на них. Важливе значення активізація даного напрямку досліджень має також для української держави, де на сьогоднішній день система державного боргового менеджменту перебуває лише у стадії становлення.

Слід підкреслити, що в Україні, як і в багатьох країнах із перехідною економікою, необхідність ефективної нейтралізації негативного впливу ризику на управління державним боргом та зменшення залежності вартісних характеристик боргових зобов'язань від зовнішніх і внутрішніх чинників було усвідомлено, на жаль, уже після того, як у борговій сфері склалася загрозлива ситуація, що призвела до реструктуризації частини державного боргу України наприкінці минулого сторіччя. Поточне державне запозичення відображає загальносвітову тенденцію збільшення ринкової складової у структурі державного боргу (на сьогодні близько 70 % боргових зобов'язань українського уряду взяті на ринкових умовах). При цьому збереження тенденції збільшення обсягів державного боргу України, потреба у здійсненні стабільно значних за обсягом платежів, домінування зовнішньої складової урядових боргових зобов'язань (рис. 1) вказують на необхідність поглибленої уваги до аналізу перспектив розвитку боргової ситуації в умовах швидких змін ринкової кон'юнктури й постійної невизначеності в економіці.

Разом із тим у нашій державі на тлі існування значної кількості нерозв'язаних проблем у царині державного боргу, зокрема законодавчої неврегульованості цілого комплексу його питань, відсутності науково обґрунтованої стратегії й тактики боргової політики, невиконання запланованих бюджетних показників протягом року та намагання розв'язувати фіскальні завдання і проблеми за рахунок боргової сфери, не оцінюючи наслідки таких дій, розвиток системи боргового ризик-менеджменту ще не став одним із пріоритетів державної фінансової політики. І це, на нашу думку, позбавляє Україну можливості уникнути багатьох недоліків процесу управління державним боргом та запобігти подальшому зростанню боргового навантаження на її економіку.

Перш ніж акцентувати увагу на факторі ризику в управлінні державним боргом, доречно коротко зупинитися на базових питаннях формування державного боргу, окреслити цілі управління ним та визначити ключові складові системи боргового менеджменту. Наріжним каменем теоретичних і практичних дискусій залишається визначення об'єкта управління в борговому менеджменті, тобто того, що вважати державним боргом. До цього базового питання поки що не знайдено

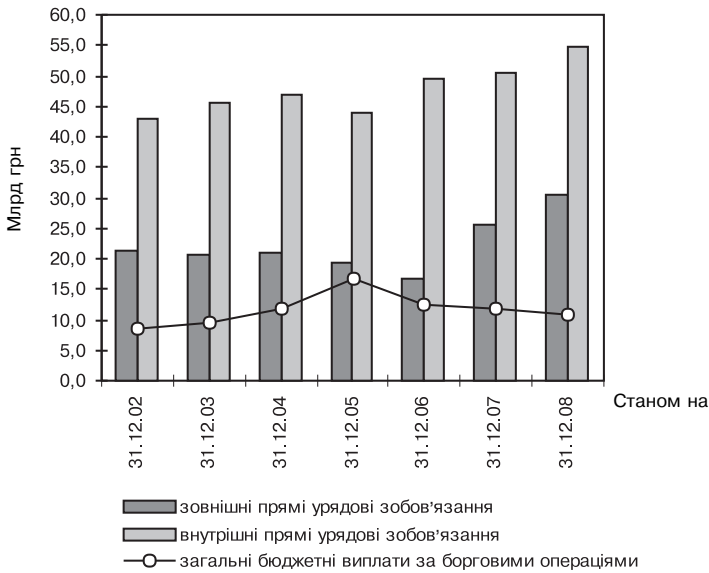


Рис. 1. Динаміка прямих урядових боргових зобов'язань України та бюджетних виплат за борговими операціями (за даними Міністерства фінансів України)

однозначного підходу, відсутній і уніфікований підхід до статистичного відображення обсягу державного боргу (власне, через це досить важко проводити адекватне порівняння обсягів накопичених державних боргів різних країн світу).

Наведемо традиційні варіанти подання у світовій практиці складу зобов'язань, що формують державний борг: 1) сукупність зобов'язань уряду певної держави перед кредитором щодо сплати боргових зобов'язань, які виникли внаслідок відносин позики та кредиту або визнані такими законодавчо; 2) сукупність зобов'язань, що виникли внаслідок відносин позики та кредиту й узяті не лише урядом (центральним чи федеральним залежно від політичної організації країни), а й регіональними та місцевими органами влади, суб'єктами господарювання (корпораціями й підприємствами), які перебувають у державній власності або контролюються державою, іншими одиницями, що можуть вважатися державними чи квазідержавними (функціонують як приватні, але мають державні привілеї); 3) сукупність державної заборгованості, що, поряд із безпосереднім виконанням зазначених раніше зобов'язань, передбачає відшкодування урядом та іншими визначеними суб'єктами відносин усіх узятих економічних і соціальних зобов'язань тощо.

Наведене дає змогу окреслити три групи боргових зобов'язань, які концептуально в тій чи тій комбінації можуть визначати склад державного боргу: урядові фінансові зобов'язання; фінансові зобов'язання державного сектору перед кредитором; адміністративна заборгованість держави. Остання складова принципово відрізняється від фінансової заборгованості та являє собою передбачені бюджетом, але не виконані, видатки. Зазначимо, що через досить широкі можливості

тракувати адміністративну заборгованість як фінансову й навпаки виникають розбіжності у статистичних даних щодо обсягу державного боргу й боргових платежів. Це нерідко веде до неконтрольованого зростання й методично неправильного планування відповідних бюджетних показників та, у свою чергу, до труднощів із адекватним управлінням борговою ситуацією.

Найнефективнішим рішенням цієї проблеми у світовій практиці стало чітке розмежування зазначених видів заборгованості з урахуванням принципово різного характеру відносин їх утворення, подальшої сплати тощо. Набув поширення підхід, за яким державний борг прирівнюється до фінансового боргу, що виник унаслідок кредитних операцій. Зауважимо, що метою такого розмежування понять “державний борг” і “державна (адміністративна) заборгованість” є не спрощення першого, як закидається багатьма критиками такого підходу, а навпаки, створення реального механізму подальшого управління борговими зобов’язаннями.

Окресливши принципові моменти щодо характеру зобов’язань, які формують державний борг, коротко зупинимося на природі його виникнення. Загальновідомо, що здійснення державних видатків означає використання бюджетних ресурсів, основним джерелом поповнення яких є податки. Але державні видатки, як правило, перевищують величину доходів бюджету, що зумовлює бюджетний дефіцит. Наявність бюджетного дефіциту — не випадкове або одиначне явище в економіці. Реалії фінансово-економічного життя свідчать про значне зростання видатків держави порівняно з її доходами, що робить дефіцитність бюджету практично для всіх країн світу звичайною практикою.

Для порівняння з наведеними в табл. 2 даними: частка бюджетного дефіциту (профіциту) у ВВП деяких країн із перехідною економікою на кінець 2008 року (за попередніми оцінками) повинна становити +2,0 % в Болгарії, -3,3 % в Польщі, -2,8 % у Словаччині, -1,5 % у Словенії, -3 % в Чехії, -4,9 % в Угорщині.

Таблиця 2. Частка бюджетного дефіциту (профіциту) у ВВП країн Великої сімки, %

Країни	2000	2005	2006	2007	2008
Німеччина	-1,2	-3,2	-1,7	-0,6	-0,3
Франція	-1,5	-3,0	-2,5	-2,4	-1,9
Італія	-2,0	-4,2	+4,4	-2,1	-2,2
Великобританія	+1,6	-3,1	-2,8	-2,6	-2,4
США	+1,6	-3,7	-2,3	-2,6	-2,9
Канада	+1,1	+1,4	+0,8	+0,8	+0,7
Японія	-7,6	-6,4	-4,6	-3,9	-3,5

Джерела: Finanzbericht 2008. Bundesministerium der Finanzen. — Berlin, 2007. — S. 412—416; Government Finance Statistics: Summary Tables / European Commission. — Luxembourg, 2006.

В умовах дефіциту бюджету, як правило, існують два традиційних шляхи його фінансування: емісійний (залучення коштів за рахунок паперово-грошової чи кредитної емісії) та борговий, коли уряд вдається до державного запозичення.

Саме державне запозичення зумовлює появу й накопичення державного боргу, який виникає внаслідок проведення незбалансованої в розрізі доходів і видатків бюджету фіскальної політики. Як неодноразово підкреслюється у фінансовій літературі, перевагою методу боргового фінансування над емісійним є те, що його використання безпосередньо не веде до широкого розвитку інфляційних процесів, оскільки гроші лише переходять від одного економічного агента до іншого.

Державне запозичення, таким чином, є безпосередньою реалізацією кредитних відносин, участь у яких беруть держава як позичальник і зовнішні (внутрішні) кредитори — фізичні або юридичні особи (приватні особи, фінансово-кредитні установи, корпорації, іноземні уряди держав, міжнародні фінансово-кредитні організації тощо). Кредитори на добровільній основі надають тимчасово вільні кошти для фінансування державних видатків країни-позичальника на умовах повернення запозичених коштів, терміновості та платності. Джерела державного запозичення, залежно від ринків, на яких залучаються позики, валюти запозичення та низки інших критеріїв, можуть бути внутрішніми чи зовнішніми. Зазначимо, що питання методологічно правильного поділу державних боргів на внутрішню й зовнішню частини (переважно за валютою чи резидентністю кредиторів) через свою неоднозначність є предметом запеклої полеміки серед науковців і практиків.

Традиційними шляхами державного запозичення виступають пряме запозичення державою (урядом) та запозичення під державні гарантії. Пряме запозичення здебільшого реалізується у формі випуску державних цінних паперів та укладання угод про позику. Зауважимо, що прямі боргові зобов'язання беруться державою як безпосереднім позичальником. На відміну від них у відносинах державного гарантування реальна фінансова відповідальність держави виникає тільки в разі неплатоспроможності безпосереднього позичальника таких гарантованих кредитів (крім держави)⁴. Чимало економістів вказують на існування у структурі гарантованих зобов'язань їх явної й неявної складових. Прикладом явних зобов'язань є гарантії за кредитами, наданими під державні гарантії. Неявними зобов'язаннями можуть виступати гарантії за зобов'язаннями підпорядкованих бюджетних утворень, інші види заборгованості державних компаній.

Попри досить умовний характер гарантованих зобов'язань вони здатні викликати загострення боргової ситуації, пов'язане зі збільшенням державного боргу й боргових виплат із держбюджету внаслідок вступу в силу державних гарантій та сплати за рахунок державних коштів неурядових боргових зобов'язань. Це також нерідко відбувається в ході управління державним боргом. Досвід багатьох країн, у тому числі України, підтверджує великі негативні наслідки для економіки неконтрольованого взяття від імені держави значних за обсягом умовних боргових зобов'язань (явних і неявних). У цьому контексті нагадаємо про ту негативну роль, яку відіграли надмірні обсяги зовнішніх запозичень великих

⁴ В Україні до вступу в силу державних гарантій операції за гарантованими зобов'язаннями не відображаються в показниках держбюджету (крім випадків їх безпосереднього спрямування до нього).

корпорацій, що підтримувалися державою, в розгортанні азіатської кризи наприкінці 1990-х років.

Істотний потенційний вплив умовних зобов'язань на боргові й фінансові показники зумовив появу нової термінології в борговому менеджменті й використання більш удосконалених підходів в управлінні борговими зобов'язаннями. Намагання адекватно представити весь спектр боргових зобов'язань держави (існуючих і потенційних) із метою максимального уникнення вартісних несподіванок, пов'язаних із перекладанням неурядових зобов'язань на державні бюджети країн, сприяло формуванню та дедалі активнішому використанню в борговому менеджменті поняття “борговий портфель держави”. Відповідні трансформації сталися й усередині цього процесу: у світовій практиці набуло поширення спільне управління всією сукупністю боргових зобов'язань (прямими й гарантованими) уряду та державного сектору перед кредиторами (з методологічної точки зору, сукупність таких зобов'язань може відображатися в обсягах державного боргу не повною мірою, проте розглядається здебільшого як єдиний об'єкт управління). Разом із тим питання консолідації функцій управління урядовими борговими зобов'язаннями з управлінням зобов'язаннями регіональних і місцевих органів влади, інших установ державного сектору в кожному конкретному випадку розглядається насамперед із погляду існування або відсутності юридичних чи політичних обставин, які потенційно здатні створити додатковий фінансовий ризик для уряду.

Отримані внаслідок проведення операцій державного запозичення кошти переходять у розпорядження держави та перетворюються на її додаткові ресурси. Це дає змогу послабити протиріччя між потребами економіки й можливостями держави щодо їх задоволення. Для об'єктивного ставлення до процесу утворення й накопичення державних боргів зазначимо таке. З одного боку, цей процес може бути пов'язаний зі здійсненням великих державних вкладень у розвиток економіки, що покликано забезпечити економічне зростання й динамічний розвиток суспільного виробництва. Зокрема, як зазначається у фінансовій літературі, “залучаючи шляхом збільшення заборгованості додаткові фінансові ресурси, держава одержує нові можливості для економічного росту і подолання свого відставання від більш розвинених країн”⁵. З другого боку, як свідчить світова фінансова практика, в основі накопичення державних боргів нерідко лежить загальна неефективність управління фінансово-економічними процесами. Ідеться про нездатність урядів утримувати на оптимальному рівні дефіцит державного бюджету й рахунку поточних операцій платіжного балансу, про неадекватну й нескоординовану фінансову та грошово-кредитну політику, слабкість банківської системи, неефективну боргову політику (як самостійний фактор неякісного управління на рівні структури боргових зобов'язань та як наслідок неефективного управління в макроекономічному контексті) тощо.

⁵ Хейфец Б.А. Решение долговых проблем. Мировой опыт и российская действительность. — М.: ИКЦ “Академкнига”, 2002. — С. 10.

Кожна операція з державного запозичення зумовлює зміни обсягів державного боргу й наступних боргових платежів. Останні поділяються на платежі з повернення основної суми кредиту (операції з погашення боргових зобов'язань) та платежі з виконання боргових зобов'язань держави щодо сплати процентів (дисконту), комісій та інших платежів, які передбачені умовами запозичення (операції з обслуговування боргових зобов'язань). Сплата боргових зобов'язань є перерозподілом частини вартості національного продукту, що або здійснюється всередині країни (якщо кредиторами виступають резиденти), або набуває форми міжнародного перерозподілу (якщо кредиторами держави є нерезиденти чи уряди інших країн).

Значна увага до проблематики державного боргу пояснюється, в першу чергу, тими неоднозначними наслідками, які несе його існування. Активне вивчення наслідків взаємного впливу державного запозичення та загальноекономічних і макрофінансових процесів, розробка питань щодо необхідності й масштабів втручання держави в економічні процеси привели до появи багатьох наукових досліджень провідних науковців та спеціалістів у галузі економічної теорії й державних фінансів різних часів. Найбільший внесок у вивчення цієї проблематики зробили Г. Асауер, Р. Барро, Дж. Б'юкенен, О. Екстайн, Дж.М. Кейнс, А. Лернер, Р. Мастрейв, Ф. Модільяні, Ф. Неймарк, А. Пігу, А. Пікок, Г. Роузен, Дж. Стігліц, М. Фрідмен, Г. Хабард, У. Хеллер, Дж. Хікс, К. Шоуп, Г. Шмольдерс та інші економісти. Варто підкреслити, що сучасна фінансова думка щодо проблематики дефіцитного фінансування потреб економіки є синтезом теоретичних поглядів науковців різних шкіл і напрямків та визнає як позитивний, так і негативний вплив державного запозичення й існування державного боргу на розвиток економіки та фінансів. Наведемо лише основні положення, які зазвичай містить економічна література, визначаючи фактори взаємозв'язку сфери боргових запозичень держави та ключових макроекономічних і макрофінансових аспектів:

— державне запозичення й гарантування, як джерело мобілізації грошових ресурсів і розширення фінансових можливостей влади, у короткостроковій перспективі має стимулюючий позитивний ефект, збільшуючи споживання, що сприяє прискоренню темпів соціально-економічного розвитку;

— разом зі значним за обсягами державним запозиченням спостерігається відволікання з ринку частини фінансових ресурсів, які могли би бути інвестовані у виробництво. При цьому активне державне запозичення спричиняє зростання процентних ставок на внутрішньому ринку державних цінних паперів, що, у свою чергу, може впливати на зростання позикових процентів у інших секторах фінансового ринку. Відповідно, надмірний розвиток сфери державного боргу призводить до того, що кредитні ресурси стають менш доступними для позичальників, а інвестиційна активність, як правило, падає. Разом із тим збільшення ставки на внутрішньому ринку може викликати зростання зовнішньої складової боргових зобов'язань держави;

— надмірне захоплення державним запозиченням веде до значних бюджетних витрат на сплату взятих боргових зобов'язань. І це обмежує не лише обсяг ресурсів,

які можна було б спрямувати на фінансування потреб економіки, а й можливості зменшення податкового навантаження на економіку (в деяких випадках перевищення певної критичної межі, навпаки, може зумовити збільшення такого навантаження);

— велика питома вага боргових зобов'язань, які номіновані в іноземних валютах, несе потенційну загрозу стабільності обмінного курсу національної грошової одиниці. Водночас значна зовнішня складова державного боргу не тільки посилює економічний вплив зовнішніх ударів, а й обмежує варіанти політики в разі настання фінансових криз. Аналогічні негативні наслідки має короткостроковий характер державного боргу й недиверсифікована структура кредиторів, передусім значна частка нерезидентів-власників державних боргових зобов'язань. Існування великої ймовірності дестабілізації фінансової сфери при вагомій присутності іноземного (і значною мірою спекулятивного) капіталу в секторі державних фінансів підтверджується розвитком фінансової кризи в багатьох країнах Латинської Америки, Південно-Східної Азії, Росії (1997—1998) й Україні (1998—1999). Зазначимо, що фінансова лібералізація в таких країнах відкрила широкі можливості для прийняття ризиків, а подальше погіршення стану балансових рахунків фінансових і нефінансових інститутів наблизило валютну кризу. В результаті боргова сфера й економіка в цілому зазнали болісних потрясінь не лише внаслідок змін позицій нерезидентів стосовно подальшого інвестування коштів у придбання державних боргових зобов'язань, а й через збільшення боргових виплат в умовах постійного зростання девальваційних хвиль;

— надмірний державний борг може призвести до повної або часткової втрати країною-позичальником політичної й економічної незалежності та водночас помітно посилити позиції країни-кредитора. Зокрема, за висловом відомого економіста Б. Франкліна, “світовий вплив історично властивий країнам-кредиторам. Це не випадковість, що Америка сформувалася в ролі провідної світової держави одночасно з переходом від статусу нації-дебітора до положення кредитора, що надає капітал усьому світові”⁶.

Досить зрозумілим є і той факт, що рівень економічного розвитку країн світу обумовлює характер і особливості державного запозичення, напрями вкладення залучених коштів та, відповідно, зворотний механізм його впливу на економіку. Тобто значні темпи зростання державних боргів не перешкоджають розвинутих країнам примножувати багатство, а тим, що розвиваються, ставати біднішими. Так, на відміну від економік країн, що розвиваються й перебувають у транзитивному стані, стабільна економіка розвинутих країн світу дає їм змогу “поглинути” незрівнянно більші обсяги фінансування без виникнення пов'язаних із цим проблем (див. табл. 1). Зауважимо, що основний обсяг державного боргу промислово розвинутих країн світу оформлений цінними паперами, які номіновані в національній валюті й розміщуються на національних ринках. При цьому високий кредитний рейтинг зга-

⁶ *Friedman B.M. Day of Reckoning. — New York: Random House, 1988. — P. 13.*

даних країн, велика ємність національних ринків та інші фактори дають змогу сформувати оптимальний за вартістю й термінами портфель боргових зобов'язань.

Водночас для країн, що розвиваються, державний борг разом із експортом сировини є джерелом економічного зростання та, поряд із цим, головною причиною спірального розкручування кризових явищ у економіці. Прогресуюче збільшення боргу й боргових виплат в умовах світової рецесії, зростання процентних ставок і падіння цін на експортні товари згаданих країн впродовж останніх декількох десятиліть виснажували їхню економіку. Проте країни-боржники (через низький рівень виробництва й інвестицій, недосконалу структуру економіки, невеликий внутрішній фінансовий ринок, значні потреби в рефінансуванні) не могли відмовитися від залучення позикових ресурсів навіть за їх високої вартості та короткострокового характеру. І такий взаємозв'язок залишатиметься незмінним.

Проміжне положення між зазначеними групами країн займають країни з перехідною економікою. З одного боку, вони мають певний запас капіталу, достатній для підтримки економічного зростання за рахунок власних ресурсів, проте явно замалий для ефективного самостійного розвитку, формування розвинутої інфраструктури ринкової економіки в умовах структурних проблем у господарстві та досить нестабільного фінансово-економічного стану. Останнє, як правило, характеризується наявністю фіскальних проблем, слабкістю банківської системи, нерозвиненістю фінансового ринку, незбалансованістю надходжень і платежів тощо.

Інтенсивність накопичення державного боргу та змін обсягів боргових виплат залежить від поведінки різних макроекономічних показників, зокрема процентної ставки, рівня й темпів інфляції, національного продукту, чистого експорту (імпорту), попиту і пропозиції грошей, бюджетного дефіциту (профіциту), сальдо платіжного балансу тощо й водночас впливає на розвиток і динаміку більшості основних економічних процесів. Значний взаємний вплив (прямий і опосередкований) відносин із формування й наступної сплати державного боргу на стан державних фінансів, грошовий обіг, інвестиційний клімат зумовлює свідоме використання державного боргу в ролі важеля для досягнення загальних цілей економічної й фінансової політики. Багатогранність прояву державного боргу та його неоднозначний вплив на загальний стан економіки й фінансів, макроекономічну й макрофінансову рівновагу обумовлюють складність формування ефективної політики управління ним. Як економічне поняття управління державним боргом може нести різне смислове наповнення залежно від площини його реалізації.

Процес управління державним боргом трактується переважно як сукупність заходів щодо визначення умов залучення фінансових ресурсів у розпорядження держави, здійснення операцій державного запозичення, погашення й обслуговування взятих боргових зобов'язань, а також здійснення оптимізаційних процедур, спрямованих на досягнення відповідності боргових платежів можливостям економіки щодо їх сплати. Той факт, що управління державним боргом нерозривно пов'язане із загальнодержавним управлінням, вказує на доцільність розгляду цього процесу в широкому та вузькому контексті (відповідно, стратегічне й поточне управління).

У широкому значенні управління державним боргом можна представити управлінською діяльністю, яка є складовою державного макрофінансового менеджменту, здійснюється відповідно до визначених стратегічних пріоритетів фінансово-економічного розвитку та в рамках макроекономічних настанов. Основними складовими такої діяльності виступають: а) формування боргової політики держави в тісному взаємозв'язку з фіскальною, грошово-кредитною та іншими напрямками державної економічної політики; б) визначення головних напрямів і цілей впливу боргової політики на певні макро- й мікроекономічні параметри; в) законодавче забезпечення боргового менеджменту; г) формування боргової стратегії й тактики держави; д) забезпечення боргової безпеки тощо.

Разом із тим розгляд державного боргу як сукупності взятих і потенційних державних зобов'язань перед кредиторами дає змогу представити управління ним під дещо іншим кутом зору — як діяльність із регулювання процесів, що спричиняють зміни у структурі державного боргу, впливають на його розмір і обсяги боргових виплат. З цієї точки зору, поточне управління державним боргом на рівні боргових офісів країн включає в себе проведення аналізу боргової ситуації, розробку пропозицій щодо стратегічних кроків для реалізації зваженої державної боргової політики; здійснення коротко- й довгострокового прогнозування та планування, в тому числі прийняття рішень щодо визначення умов державного запозичення, обсягів і часу проведення його операцій, складу потенційних кредиторів; роботу з підтримки кредитного рейтингу; підготовку й безпосередню реалізацію операцій державного запозичення (проведення всіх фінансових трансакцій на грошовому ринку й ринках капіталу, пов'язаних із розміщенням боргових зобов'язань і оптимізацією їхньої структури). Окремий блок функцій боргового офісу становлять реєстрація державних боргових зобов'язань, здійснення виплат на користь кредиторів, підготовка статистичної звітності та інші функції “обслуговуючого” характеру.

Реалізуючи політику управління державним боргом — як у рамках державного макрофінансового менеджменту, так і на рівні структури боргових зобов'язань, будь-яка держава має певні цілі. Як базові цілі економічна думка визначає задоволення потреб уряду в додаткових фінансових ресурсах, дотримання умов мінімізації негативних наслідків впливу державного боргу на економіку, збереження оптимального рівня фінансово-економічної й політичної безпеки держави. З огляду на сказане можна визначити певну ієрархію завдань функціонування системи управління державним боргом, кожне з яких має робити конкретний внесок у реалізацію іншого, а всі разом — у досягнення головної мети ефективного управління державним боргом. Поряд із ключовим завданням бюджетного характеру — забезпечення необхідних обсягів фінансування бюджету за рахунок внутрішнього й зовнішнього запозичення, класичне завдання боргового менеджменту економічного характеру полягає у зниженні (мінімізації) вартості залучення, погашення й обслуговування державного боргу, поліпшенні умов рефінансування існуючих боргових зобов'язань. Важливість реалізації таких заходів є беззаперечною,

тим більше що державний борг сплачується переважно за рахунок бюджетних коштів, а отже ці ресурси, як уже зазначалося, фактично вираховуються з добробуту суспільства. Крім того, оскільки державне запозичення розглядається як важливий засіб розв'язання бюджетних проблем та прискорення темпів соціально-економічного розвитку країни, перелік завдань управління державним боргом теж містить соціальну й політико-економічну складову. При цьому має бути забезпечений необхідний рівень боргової безпеки.

До речі, об'єктивно важливим, але досить неоднозначним щодо реалізації є завдання мінімізації вартості державного запозичення та вартості погашення й обслуговування державного боргу. Як свідчить досвід багатьох країн світу, спокуса швидкого “латання” бюджетних дірок і здійснення, на перший погляд, незначного за вартістю державного запозичення (прямого й гарантованого) без оцінки його наслідків у середньо- й довгостроковому періодах, із точки зору можливостей бюджету щодо сплати наступних боргових зобов'язань, та без оцінки масштабів потенційно можливих змін вартісних характеристик узятих боргових зобов'язань унаслідок коливань ринкової кон'юнктури досить часто закінчувалася надмірним прийняттям ризику та сильною залежністю боргової сфери від зовнішніх і внутрішніх чинників. Така практика підтверджує, що “коли управління боргом підпорядковане фіскальній політиці, виникає бажання мінімізувати поточні витрати, ігноруючи іншу мету — мінімізацію ризику”⁷. Зазначимо, що кожна комбінація боргових зобов'язань зумовлює прийняття у процесі державного запозичення певного ризику. Ризиком у даному випадку виступає можливість (імовірність) зміни обсягу (збільшення) витрат державного бюджету з погашення й обслуговування взятих боргових зобов'язань. Той факт, що саме постійна присутність ризику в управлінні державним боргом накладає обмеження на реалізацію такого класичного завдання цього процесу, як мінімізація боргових виплат, робить особливо актуальним і важливим новий аспект боргового менеджменту — необхідність управління розмаїттям ризикових факторів із метою максимальної нейтралізації їх негативних наслідків.

З теоретичної точки зору, як кредитори, так і уряди країн-позичальників, вступаючи у кредитні відносини, мають справу з певними ризиками. При цьому інструменти державного запозичення з найменшою вартістю є в перспективі найризикованішими, насамперед за рахунок їх короткостроковості та “плаваючих” умов надання. Ризикованість, таким чином, характеризується мінливістю (волатильністю) обсягу майбутніх бюджетних витрат, пов'язаних зі сплатою боргових зобов'язань (передусім платежів із обслуговування державного боргу). Підкреслимо, що в контексті забезпечення фінансової стабільності ключову роль відіграє саме оцінка ймовірності зміни обсягу таких бюджетних витрат, а не власне сукупний обсяг узятих боргових зобов'язань. На практиці “боргові менеджери більше зацікавлені в контролі витрат із обслуговування боргових зобов'язань, які безпосередньо

⁷ *Алехин Б.И.* Государственный долг. — М.: ЮНИТИ—ДАНА, 2004. — С. 109.

стосуються видатків бюджету, а не в контролі щоденних коливань ринкової вартості портфелів боргових зобов'язань”⁸. Наведемо типові ситуації як приклад того, що прагнення лише до зниження вартості в державному запозиченні може мати зворотні результати в середньо- та довгостроковому періодах:

1) *ситуація вибору між короткостроковими й довгостроковими витратами*. На момент здійснення державного запозичення вартість короткострокових боргових зобов'язань може бути прийнятнішою, ніж вартість довгострокового запозичення. Водночас формування структури державного боргу з надмірною часткою короткострокових зобов'язань у разі погіршення стану ринків і обмеження можливості здійснення запозичення на прийнятних умовах може мати наслідком збільшення витрат на обслуговування зобов'язань, зниження ліквідності, а за край несприятливої ситуації – виникнення ризику дефолту;

2) *ситуація вибору валют державного запозичення*. Попри те, що випуск боргових зобов'язань у іноземній валюті або таких, що прив'язані до курсів інших валют, на певному проміжку часу, з точки зору вартості, може бути привабливішим, ніж випуск зобов'язань у національній валюті, з часом вартість такого запозичення може значно зрости та піддати баланс бюджету істотним ризикам, тоді як розвиток внутрішніх ринків капіталу може зменшити такі ризики;

3) *ситуація вибору видів ставок державного запозичення*. У певній ринковій ситуації запозичення за плаваючою ставкою може бути дешевшим, ніж за фіксованою, але значна частка у структурі державного боргу зобов'язань, узятих на згаданих умовах, несе ризик збільшення боргових виплат і прогресуючої залежності сфери боргових запозичень держави від ринкових факторів.

Оскільки управління державним боргом здійснюється з огляду на постійно присутній у цьому процесі ризик, наведемо приклад задекларованих цілей управління державним боргом різних країн світу. Так, британський борговий офіс поряд із виконанням класичних цілей управління державним боргом серед основних завдань визначає “управління урядовим боргом та мінімізацію пов'язаних із ним витрат з урахуванням ризику, а також управління сукупною потребою готівки казначейства в найефективніший спосіб”; італійський борговий офіс ставить за головну мету “мінімізацію очікуваної в майбутньому вартості боргу й досягнення структурного скорочення ризику”. Аналогічні цілі має і шведська агенція з управління боргом, а саме: максимальну “мінімізацію вартості запозичення на середньо- та довгостроковий період у межах існуючої структури й лімітів ризику”⁹. Досягти найнижчих довгострокових витрат з обслуговування боргових зобов'язань, утримуючи при цьому ризик на прийнятному рівні, ставлять за мету також боргові офіси Данії, Нової Зеландії, Португалії, Австралії, Бельгії та інших країн.

⁸ Kim J., Hahn J. Cost-at-Risk and Benchmark Government Debt Portfolio in Korea // International Economic Journal. — 2003. — Vol. 17, No. 2. — P. 83.

⁹ Storkey I. Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus // The Finance and Treasury Professional, May, 2001. — P. 8.

Відповідаючи на запитання, чому управлінню ризиками в борговій сфері останнім часом приділяється дедалі більша увага, на нашу думку, треба виділити такі основні взаємопов'язані аспекти: 1) збільшення в ході світової глобалізації масштабів впливу ризиків на всі фінансово-економічні процеси; 2) продовження тенденції зростання обсягів державних запозичень (значною мірою за рахунок зовнішніх джерел) та, що принципово важливо, збільшення їх ринкової складової; 3) дестабілізація світового фінансового ринку й багатьох національних ринків, значні амплітуди коливань основних світових валют і ставок запозичення; 4) урізноманітнення інструментів запозичення, поширення операцій із похідними борговими інструментами. Згідно з комплексним підходом до ідентифікації поля ризиків, які впливають на управління державним боргом, доцільно поділити їх на ризики макро- й мікрорівня. Як ризики макрорівня визначимо такі, що опосередковано пов'язані зі сферою боргових запозичень держави та впливають на умови нового державного запозичення, грошові потоки держави в цілому, темпи змін обсягів боргових зобов'язань і рівень боргового навантаження на економіку. Як ризики мікрорівня розглядатимемо такі, що обумовлюють коливання вартісних характеристик боргових зобов'язань, тобто мають прямий вплив на боргову сферу.

Існування ризиків в управлінні державним боргом першої групи базується на зазначеному нами раніше тісному зв'язку державної боргової політики з іншими ключовими напрямками економічної політики уряду. Адже “причини наявності ризику у структурі державного боргу нерідко криються у проведенні необґрунтованої економічної політики — фіскальної, грошово-кредитної й курсової, хоча ефект зворотного зв'язку, безумовно, діє в обох напрямках”¹⁰. Серед ризиків макрорівня в управлінні державним боргом важливе місце належить політичному ризику, ризикові монетарної політики, економічного зростання й розвитку, стратегічному й загальноринковому ризикам. Детальний розгляд політичної й економічної компонент ризиків макрорівня в управлінні державним боргом здебільшого обумовлює те, що “економічні ризики визначають наявність в уряду можливості своєчасно погашати свої боргові зобов'язання та перебувають у тісній функціональній залежності від кількісних і якісних факторів. Політичні ризики відображають ступінь готовності уряду сплачувати борги”¹¹.

Рівень більшості ризиків макрорівня великою мірою відбиває загальний ризик, що аналізується в рамках оцінки кредитоспроможності країни-позичальника та слугує орієнтиром для визначення премії за ризик, яку вимагають кредитори. Протистояти негативному впливові ризиків макрорівня на боргову сферу й економіку в цілому можливо за умови сумісності стратегічних цілей економічної політики держави, вмілої координації боргової, фіскальної й монетарної політики, дієвості заходів щодо утримання дефіцитності державного бюджету та платіжного

¹⁰ Guidelines for Public Debt Management / Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. — April 13, 2001. — P. 4.

¹¹ Бирз Д.Т., Кавано М. Суверенные кредитные рейтинги. Основные понятия // Финансовые риски. — 2003. — № 3—4 (34). — С. 12.

балансу на прийнятному рівні тощо. У свою чергу, послідовність реалізації економічної політики впливає на структурування боргових зобов'язань.

Це питання знайшло своє відображення в ряді теоретичних досліджень, зокрема у працях Ф. Друді, Р. Джордано, Т. Персона, Дж. Кальво. Як зазначає російський економіст А. Вавілов, у більшості теоретичних моделей управління борговими зобов'язаннями держави доведено тісний взаємозв'язок структури урядового запозичення та ступеня довіри до політики економічної влади (в ролі екзогенних параметрів дослідження виступає рівень процентних ставок і державних витрат)¹². При цьому головними спільними висновками таких досліджень є твердження, що в разі передбачуваності й послідовності реалізації урядом задекларованої економічної політики гнучкість боргової політики зростає одночасно з істотним зменшенням імовірності формування неоптимальної структури державного боргу.

Останній аспект тісно пов'язаний зі ступенем прийнятих державою ризиків мікрорівня, які також супроводжують процес управління державним боргом у ході як стратегічного планування, так і оперативної діяльності. Серед ризиків мікрорівня ключова роль належить ринковому ризику. Цей вид ризику містить дві складові — валютний і процентний ризики, негативний вплив яких практично однаковий. Коливання курсів валют державного запозичення та процентних ставок позначається на вартості обслуговування й погашення боргових зобов'язань, тим самим впливаючи на рівень видатків бюджету й обсяги необхідного рефінансування. На практиці часто спостерігається тісне переплетіння процентного й валютного ризиків, які підсилюють негативну дію один одного. В деяких ситуаціях, коли розрахунки за державним боргом здійснюються товарними поставками або виконанням робіт і послуг, до уваги треба взяти й цінову компоненту ринкового ризику в управлінні державним боргом.

Поряд із ринковим ризиком у структурі ризиків мікрорівня присутній кредитний ризик, ризик ліквідності, операційний і судовий ризики. Існування кредитного ризику в управлінні державним боргом зумовлене, в першу чергу, наявністю гарантованих боргових зобов'язань. До потенційного збільшення рівня цього ризику призводить також активне використання в борговому менеджменті операцій із похідними фінансовими інструментами. Кредитний ризик притаманний і ситуації врегулювання взаємних розрахунків, пов'язаних із борговими зобов'язаннями; його доцільно розглядати в тісному зв'язку із судовим ризиком. Останній становить потенційну можливість винесення судових рішень щодо визнання певних зобов'язань державним боргом або стосовно зміни обсягу зобов'язань (у бік зменшення) перед державою на виконання кредитних чи гарантійних зобов'язань. Відповідно, негативним наслідком реалізації судового ризику є збільшення державного боргу та пов'язаних із ним виплат або зменшення надходжень до держбюджету.

¹² Вавілов А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. — М.: Городец-издат, 2001. — С. 196—243.

Існування наступного виду ризиків в управлінні державним боргом — операційного ризику — спричинене людським і адміністративним факторами. Відповідно до загальних характеристик цього типу ризику у фінансово-економічній літературі, його проявом є виникнення прямих чи непрямих втрат через недосконалість процесів боргового менеджменту, помилки або недостатню кваліфікацію працівників боргового офісу та інших установ, що причетні до процесу управління державним боргом, втрат через низький рівень контролю проведених операцій, їх неправильне або неповне відображення у звітності, інші порушення встановлених правил. Окремого розгляду потребує ризик ліквідності в управлінні державним боргом із точки зору комплексності його виникнення та складності подальшого управління. На нашу думку, логічно виокремити такі його складові:

— ризик рефінансування — потенційна можливість виникнення ситуації рефінансування накопичених боргових зобов'язань за надзвичайно високою ціною, внаслідок чого таке запозичення стає економічно недоцільним;

— ризик незбалансованості — потенційна можливість зростання потреби в додатковому запозиченні протягом бюджетного року понад затверджені обсяги, що веде до подальшого зростання боргового навантаження на економіку.

Системний аналіз природи виникнення ризику ліквідності в управлінні державним боргом дає змогу представити його результатом сукупної дії ризиків макрорівня та мікрорівня. З одного боку, ризик ліквідності в управлінні державним боргом тісно пов'язаний із ринковим ризиком, адже неможливість залучення коштів за прийнятною вартістю в більшості випадків є наслідком несприятливої динаміки ринкової кон'юнктури (підвищення ризику рефінансування). Водночас кожен із визначених нами ризиків мікрорівня здатен викликати зростання обсягів боргових виплат, а отже й потребу в додатковому запозиченні (підвищення ризику незбалансованості). З другого боку, рівень ризику ліквідності в управлінні державним боргом залежить від загальної фінансово-економічної й політичної ситуації у країні, передусім від дотримання запланованих бюджетних орієнтирів щодо співвідношення дохідної та видаткової частин бюджету, від реалізації курсової політики, ситуації на внутрішньому ринку капіталу тощо.

Говорячи про пріоритетність управління окресленими нами ризиками мікрорівня, варто зазначити, що, на думку фахівців МВФ і Світового банку, “в економічно розвинутих країнах, ринки державних цінних паперів яких відрізняються, як правило, місткістю й ліквідністю; основна увага нерідко приділяється ринковому ризику... На відміну від цього, у країнах із ринками, що формуються, та доступ яких до іноземних ринків капіталу обмежений (або взагалі відсутній), а внутрішні ринки боргових інструментів не досить розвинуті, більша увага повинна приділятися ризику пролонгації боргу (рефінансування)”¹³. Водночас розглянуті нами структурно-логічні взаємозв'язки ризику рефінансування й ринкового

¹³ Guidelines for Public Debt Management / Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. — March, 2001. — P. 10.

ризикую вказують на те, що враховуючи масштаби його негативних наслідків, першочерговим завданням боргових менеджерів є управління саме ринковим ризиком.

Повертаючись до розгляду природи виникнення ризиків в управлінні державним боргом, зазначимо, що їх поява, як і всього спектра ризиків у економіці, викликана існуванням фактора невизначеності. Під невизначеністю в економічній науці зазвичай розуміється неясна, невідома обстановка, що характеризується неповнотою й неточністю інформації щодо середовища, в якому здійснюється певна фінансово-господарська й управлінська діяльність. Також невизначеність трактується не лише як відсутність вичерпної інформації або її низька якість, що заздалегідь робить неможливим правильне передбачення результатів діяльності, а і як постійна змінюваність умов та трансформація економічних і соціальних процесів, нестабільність поведінки економічних агентів тощо. Отже, розвиток економічних і фінансових систем об'єктивно має імовірнісний характер. При цьому як на бюджетний процес, так і на управління державним боргом впливає низка випадкових подій, що вносять свої корективи в заплановані бюджетні показники, викликають коливання їх обсягів, зміну вартісних і часових характеристик тощо. Серед таких подій — коливання основних макроекономічних, макрофінансових і ринкових індикаторів, потенційні зміни політичної ситуації, законодавства та кон'юнктури світових товарних ринків. При цьому зміна обсягу деяких фінансових потоків у рамках складових частин бюджету внаслідок дії загального фактора невизначеності в економіці автоматично зумовлює зміни інших бюджетних потоків, що схематично зображено на рис. 2.

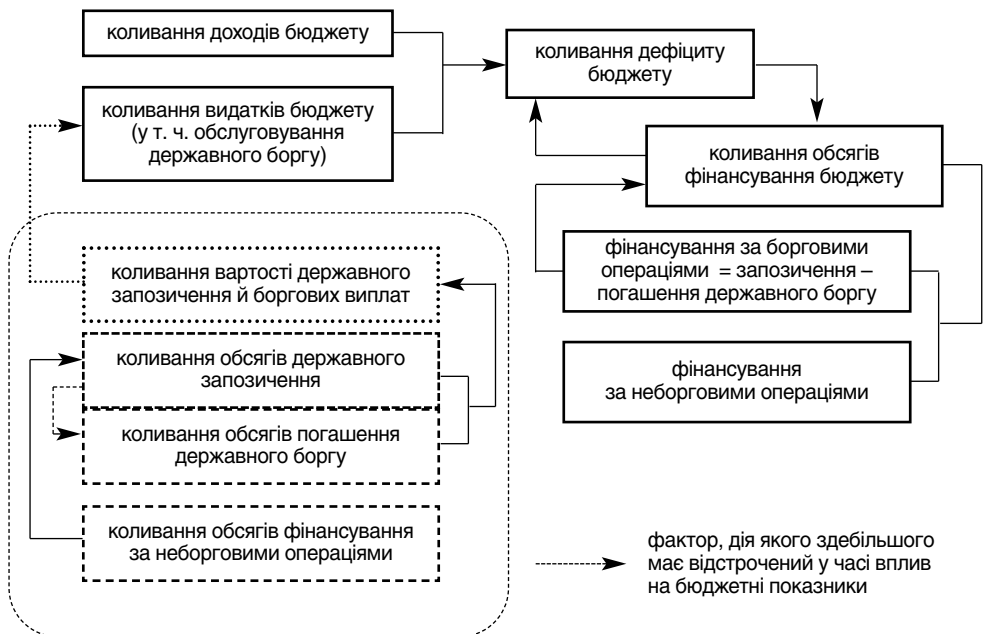


Рис. 2. Взаємозв'язки змін грошових потоків у рамках державного бюджету

Рис. 2 зайвий раз демонструє постійну наявність у ході бюджетного процесу як мінімум двох ризикових факторів боргового характеру, які мають безпосередній вплив на бюджетні показники: 1) ризику коливань витрат з обслуговування та (або) погашення державного боргу, що може вносити корективи в заплановані обсяги видаткової частини бюджету й необхідного рефінансування; 2) ризику коливань вартості державного запозичення, що здебільшого має відстрочений у часі вплив на боргові й бюджетні показники. Зазначене вказує на доцільність розгляду проблематики управління борговими ризиками в рамках фінансового ризик-менеджменту. В цьому контексті віддамо належне італійському професорові економіки, автору багатьох наукових праць щодо ефективного управління борговими зобов'язаннями А. Місале, котрий на основі вивчення світової фінансової теорії і практики довів, що в управлінні ризиками макроекономічного характеру вихідною позицією є стратегія мінімізації бюджетного ризику порівняно з мінімізацією боргових виплат¹⁴.

Говорячи про ризики в управлінні державним боргом, слід зазначити, що їх основні характеристики подібні до загальних характеристик ризиків, які перелічені нижче, проте за наповненням вони мають власні специфічні риси, особливості й форми прояву.

Економічна природа ризиків в управлінні державним боргом. Ризик в управлінні державним боргом супроводжує бюджетний процес як на етапі складання, розгляду й затвердження бюджетних показників у частині державного боргу, так і на стадії безпосереднього виконання затверджених бюджетів.

Об'єктивність прояву ризику в управлінні державним боргом. Ризик в управлінні державним боргом існує незалежно від того, чи усвідомлюється він та чи враховують його особи, які приймають рішення. Підкреслимо, що сама природа операцій, пов'язаних із формуванням та управлінням борговими зобов'язаннями, обумовлює ризикованість боргової сфери. Державний борг формується з розмаїття фінансових інструментів, кожен із яких має власні характеристики, чутливі до ринкових змін. Крім цього, на процес управління державним боргом тією чи іншою мірою впливає значна кількість постійно присутніх у економіці та фінансовій системі ризиків макроекономічного й макрофінансового характеру.

Імовірнісний характер прояву ризику в управлінні державним боргом проявляється в тому, що ризикова подія може відбутися, а може й не відбутися.

Невизначеність наслідків ризику в управлінні державним боргом. Сучасна теорія ризику визнає двоїсту природу наслідків дії ризику, а саме можливість відхилення від цілей, задля яких приймалося рішення, в обидва боки. Відповідно, в борговому менеджменті відхилення від планової суми боргових витрат і обсягу державного боргу може бути як у бік зменшення, так і в бік збільшення. Попри двоїсту природу наслідків дії ризику прояв ризику в управлінні державним боргом переважно розглядається з точки зору негативних наслідків, і насамперед,

¹⁴ Missale A. Public debt management. — Mimeo, 1998.

як уже зазначалося, як можливість збільшення витрат з обслуговування державного боргу.

Динамічність рівня ризику. Рівень ризиків в управлінні державним боргом може істотно змінюватися в часі, враховуючи різну періодичність та інтенсивність факторів його появи й існування. Таким чином, у різні часові періоди масштаби наслідків певних факторів ризику коливаються й можуть з'являтися нові їх види.

Визнання об'єктивності впливу ризику на процес управління державним боргом спонукає до створення адаптованих до нього методів боргового менеджменту та специфічних систем (підсистем) управління — систем боргового ризик-менеджменту. Алгоритм раціональної системи управління борговими ризиками полягає в послідовному проведенні роботи з ідентифікації ризикових факторів, здійсненні оцінки ризиків, їх ранжируванні за масштабами впливу, виборі стратегії й методу впливу на ризик, контролюванні впровадження заходів із нейтралізації ризику та їх корегуванні в разі потреби. До найскладніших етапів боргового ризик-менеджменту належить кількісна оцінка ризику. Через відсутність універсальної методології її проведення боргові офіси країн світу обирають методи й технології такого оцінювання на власний розсуд.

Світовий досвід свідчить, що переважна частина боргових офісів провідних країн світу застосовують у практиці боргового ризик-менеджменту імовірнісний підхід до оцінки ринкового ризику¹⁵, одержуючи принципово різні за змістом, але однакові за процесом розрахунку його виміри: 1) класичний показник VAR (Value-at-Risk), із допомогою якого оцінюються коливання вартості боргових зобов'язань (як у розрізі певних боргових інструментів, так і за агрегованим борговим портфелем); 2) показник CAR (Cost-at-Risk), або витрати під ризиком, що дає змогу оцінити коливання вартості обслуговування та (або) погашення боргових зобов'язань; 3) показник BAR (Budget-at-Risk), який враховує взаємний зв'язок боргових і фінансових показників. На основі показника VAR оцінюються масштаби коливань імовірнісних обсягів платежів із погашення й обслуговування боргових зобов'язань у рамках бюджетних обмежень, рівень додаткових виплат із бюджету, обумовлений зростанням боргових виплат, та вплив коливань бюджетних показників на боргові показники. Той факт, що в борговому менеджменті контроль рівня боргових виплат, як правило, має пріоритет над управлінням обсягами боргових зобов'язань, дає підстави стверджувати, що саме використання двох останніх із наведених показників оцінки ризиків має найбільшу практичну цінність. Зазначимо також, що нерідко кількісна оцінка ризику доповнюється розрахунком чутливості боргових показників до змін ідентифікованих факторів ризику.

Поряд із традиційним імовірнісним підходом до оцінки ризику широко застосовується метод стрес-тестування (stress testing), який є складовою сценарного аналізу. В загальному значенні стрес-тестування використовується для "визначення

¹⁵ Sound Practice in Sovereign Debt Management / Financial Products and Services Department the World Bank. — February 29, 2000 (Annex 6). — P. 141.

ключових ризиків фінансово-економічної системи шляхом отримання кількісної оцінки впливу надзвичайних, але цілком імовірних макро- та мікроекономічних шоків як на фінансову систему в цілому, так і на окремі сектори й ринки”¹⁶.

Таким чином, цей метод доповнює стандартні моделі оцінки ризиків в управлінні державним боргом на основі “нормальної” поведінки фінансових ринків та дає змогу оцінити варіативність боргових показників у екстремальних умовах, які через їх малоїмовірність важко спрогнозувати, але можуть мати катастрофічні наслідки. Оцінка ризиків боргового портфеля держави є основою для розробки борговими менеджерами пропозицій щодо управління такими ризиками та потребує вибору методів впливу на ризик із метою мінімізації потенційних негативних наслідків у майбутньому. Зазначимо, що основні групи методів впливу на ризик в управлінні державним боргом здебільшого аналогічні базовим методам управління ризиками в економіці, незалежно від галузевої специфіки, та включають зниження (мінімізацію), передачу, збереження й уникнення ризику.

Серед окреслених методів провідну роль у борговому ризик-менеджменті відіграє зниження (мінімізація) ризику, що переважно досягається шляхом оптимального структурування боргових зобов’язань у розрізі валют, процентних ставок, джерел, термінів запозичення та власне інструментів запозичення. Зазначені заходи покликані забезпечити найбільшу привабливість державного запозичення з точки зору вартісних характеристик і водночас зробити його найменш залежним від впливу різних ризикових чинників. Оскільки, як уже зазначалося, кожна комбінація боргових зобов’язань передбачає прийняття певного ризику, то залишається потреба в порівнянні вартості й ризику як у рамках кожної операції державного запозичення, так і з точки зору всієї сукупності боргових зобов’язань, адже “прийнятні умови кожного нового кредиту, позики, випуску цінних паперів не виключають їх негативної сукупної дії щодо загального графіка боргових платежів”¹⁷. Підкреслимо, що оптимізаційні процеси в управлінні державним боргом мають на меті такі альтернативні цілі: 1) мінімізацію боргових виплат за збереження прийняттого рівня ризику або 2) мінімізацію ризику за фіксованого рівня боргових виплат із урахуванням вартості відповідних заходів.

Разом із тим, незважаючи на важливість адекватної оцінки й управління ризиком на стадії формування державного боргу, необхідність сплати вже накопичених боргових зобов’язань минулих років, диспропорції їх структури, типові ситуації обмеженості умов поточного оптимального запозичення для рефінансування таких боргових зобов’язань значно ускладнюють процес боргового ризик-менеджменту, зміщуючи акценти на комплексну оцінку й управління вже існуючими ризиками. Відповідно, й оптимізаційні процеси в управлінні державним боргом включають

¹⁶ Попов Д., Лисенко Р. Міжнародний досвід побудови системи фінансової стійкості як елемента загальнодержавного управління економікою країни // Вісник НБУ. — 2005. — № 4. — С. 49—50.

¹⁷ Шохин А. Как не попасть в долговую петлю // Вопросы экономики. — 1997. — № 5. — С. 10—11.

ширший комплекс активних операцій (зокрема хеджування, диверсифікацію) та, в разі надмірного боргового навантаження, комплекс дій антикризового характеру (конверсію, консолідацію, уніфікацію, обмін за регресивним співвідношенням, достроковий викуп боргових зобов'язань та ін.). Прикладом реалізації комплексних оптимізаційних завдань у борговому менеджменті є розробка та впровадження стратегічних портфельних стандартів, які створюють певні ліміти на прийняття ризику у процесі нового запозичення та водночас можуть слугувати орієнтиром для перебудовування вже накопичених боргових зобов'язань. У загальному трактуванні такий стандарт являє собою структуру портфеля боргових зобов'язань, який є оптимальним із точки зору співвідношення ризику й вартості боргу в середньо- та довгостроковій перспективі¹⁸. У табл. 3 наведено приклади стратегічних портфельних стандартів, які діють у різних країнах світу.

Таблиця 3. Структура стратегічних портфельних стандартів на прикладі окремих країн

Країна	Національна (D)/ іноземна валюта (F)	Портфельна стратегія			
		Стандарти в національній(D)/ іноземній валюті (F)	Фіксована/ плаваюча процентна ставка	Термін платежу, років	Максимальна частка рефінансування боргу в наступному році, %
Бельгія	95/5	D	80/20	4,25 ± 0,25	10—15
Данія	88/12	D	—	4 ± 0,5	10—15
Фінляндія	60/40	F	—	2,5 ± 0,5	20—25
		F	85/15	3,6	—
Ірландія	94/6	D	67/33	3,7	Гранична сума боргу терміном менш ніж 5 років на 60 %
Португалія	100/0	D	60/40	3,0	через 12 місяців — 20 у наступні роки — 15
Швеція	94/6	D&F	50/50	3,4 ± 0,4	через 12 місяців — 30 у наступні роки — 15

Джерело: Sound Practice in Sovereign Debt Management / Financial Products and Services Department the World Bank. — February 29, 2000. — P. 93.

Наведена структура стратегічних портфельних стандартів демонструє найповніший спектр критеріїв їх формування, а саме: співвідношення часток боргових зобов'язань у національній та іноземних валютах; співвідношення процентної ставки (фіксованої/плаваючої) окремо щодо часток боргових зобов'язань у національній та іноземних валютах; цільову середню строковість узятих боргових зобов'язань; норму щорічного рефінансування. Дотримання таких складних у розробці, але дієвих стандартів властиве розвинутим країнам зі зрілою системою боргового менеджменту. Адже розробка портфельних стандартів потребує детального врахування взаємного впливу макроекономічних і ринкових факторів на процес управління

¹⁸ *Blommestein H.* Advances in Risk Management of Government Debt // Financial Market Trends. — No. 88. — March, 2005. — P. 118—119.

державним боргом, ґрунтується на якісному довгостроковому прогнозуванні та плануванні, високопрофесійній підготовці боргових менеджерів, розвинутих інформаційно-аналітичних систем.

У інших країнах світу діють дещо простіші моделі оптимальних боргових портфельів. Зазначимо, що в найбільш спрощеному варіанті такі портфельні стандарти можуть розроблятися на підставі навіть одного фактора, який є ключовим для розробки оптимальної стратегії нейтралізації негативної дії ризику у процесі управління державним боргом. Так, наприклад, майже чверть країн-позичальників Світового банку наприкінці 1990-х років мали портфельні орієнтири щодо співвідношення часток боргових зобов'язань у національній та іноземній валютах. Однофакторна модель цільового стандарту, в основу якої покладено критерії прийнятної середньої строковості боргових зобов'язань (окремо щодо внутрішньої та зовнішньої їх складових), реалізована в Кореї та інших країнах Азії.

Оптимізація структури боргових зобов'язань будь-якої складності є найефективнішою за одночасного взаємоузгодження основних характеристик фінансових потоків на рівні держави. У зв'язку з цим широкого використання в борговому ризик-менеджменті набув запозичений із практики приватного бізнесу в інвестиційній і банківській сферах *метод урахування бюджетних потоків* (Analysis of Budget Cash Flows). Цей метод ґрунтується на гармонізації бюджетних потоків із грошовими потоками, зумовленими здійсненням операцій з управління державним боргом. Найпростішим і найбільш затребуваним елементом методу врахування бюджетних потоків у борговому ризик-менеджменті є намагання наблизити співвідношення валют, у яких виникають урядові боргові зобов'язання, до валютної структури надходжень державного бюджету. Також ефективним заходом, щодо можливості уникнення “пікових” навантажень боргових виплат на державний бюджет, є максимальне взаємоузгодження в часі та за обсягами основних бюджетних доходів, значних бюджетних виплат, у тому числі витрат з обслуговування урядових боргових зобов'язань, та запланованого фінансування.

Більш комплексним підходом до нейтралізації ризиків в управлінні державним боргом та економіці в цілому є *метод спільного управління активами й пасивами* (Assets and Liabilities Management — ALM), який полягає у гармонізації ринкових характеристик активів і пасивів держави та збалансуванні їхніх часових характеристик (життєвого циклу). У рамках методу ALM вивчаються фінансові характеристики грошових потоків щодо активів держави та проводиться відбір, наскільки це можливо, боргових зобов'язань (пасивів) із характеристиками, що збігаються. У рамках боргового ризик-менеджменту цей метод переважно реалізується з точки зору пропорційного збалансування грошових потоків і боргових платежів за валютною структурою шляхом наближення відношення валют, у яких виникають боргові зобов'язання держави (державного сектору), до валютної структури основних надходжень у країну (наприклад, експортних надходжень) та приведення валютного складу боргового портфеля держави у відповідність до складу валютних резервів.

З-поміж країн, які застосовували даний метод на практиці, лише Новій Зеландії вдалося цілком реалізувати інтегрований підхід спільного управління активами й пасивами. Унаслідок його практичної складності іншими країнами здійснюється лише часткове взаємоузгодження характеристик активів і пасивів; відбувається активне залучення боргових офісів таких країн до управління загальною ліквідністю. Так, боргові офіси Ірландії, Великобританії, Франції та інших країн беруть участь в управлінні фінансовими надлишками бюджетних коштів, маючи право на використання частини тимчасово вільних коштів казначейства для проведення активних операцій з управління державним боргом. На нідерландську державну казначейську агенцію, що є підрозділом міністерства фінансів і здійснює управління борговим портфелем Нідерландів, також частково покладені функції управління ліквідністю: щоденний баланс узгоджується з Центральним банком Нідерландів, надлишок коштів спрямовується на грошовий ринок або навпаки, дефіцит поповнюється за рахунок позикових трансакцій на грошовому ринку.

Підкреслимо, що наведені нами методи врахування бюджетних потоків і спільного управління активами й пасивами виступають інструментом взаємної нейтралізації ключових фіскальних і боргових ризиків, а також ризиків активів і пасивів держави. Таким чином, впровадження елементів цих методів у тому чи іншому обсязі сприяє підвищенню ефективності державного управління фінансово-економічними процесами.

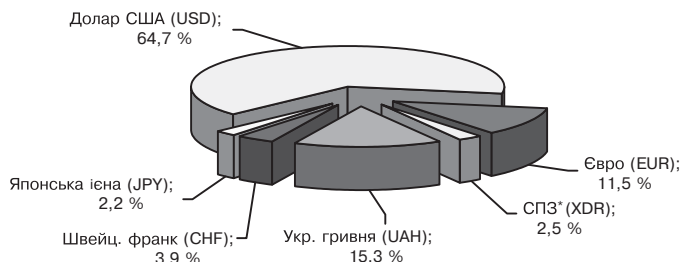
В основі сучасних механізмів боргового ризик-менеджменту лежить, в першу чергу, намагання максимально зменшити негативний вплив валютної компоненти ринкового ризику. Розвинуті країни світу розв'язують цю проблему за рахунок майже повного випуску боргових зобов'язань у національній валюті. Так, частка боргових зобов'язань у іноземній валюті таких провідних країн світу, як Великобританія, Німеччина, Франція, США, становить менш ніж 2 % від обсягу державного боргу¹⁹. Випуск іншими розвинутими країнами незначної частки боргових зобов'язань у іноземній валюті (як правило, в межах 10 % від загального обсягу державного боргу) здійснюється для поповнення валютних резервів та диверсифікації боргового портфеля (досвід Данії, Бельгії та ін.). Більше зовнішнє запозичення (понад 10 % від загального обсягу державного боргу) спричиняє активне застосування різних варіантів страхування валютного ризику та здійснення валютних своп-операцій (досвід Іспанії, Швеції та ін.)²⁰.

Разом із тим домінування зовнішньої складової державного боргу країн, що розвиваються або перебувають у транзитивному стані, робить управління валютним ризиком боргових зобов'язань таких держав пріоритетним напрямом реалізації боргового ризик-менеджменту, важливим як для контролю боргових виплат та

¹⁹ За даними The Central Intelligence Agency.

²⁰ Cassard M., David Folkerts-Landau D. Sovereign Debt: Management the Risk // Finance&Development, December 1997. — P. 13.

прогнозованості боргової політики, так і для зменшення невизначеності у фінансовій сфері. Важливість цього напрямку роботи в рамках здійснення стратегічного й поточного управління державним боргом України важко недооцінити, зважаючи на поточну валютну структуру взятих нею боргових зобов'язань (рис. 3—5).



* СПЗ — спеціальні права запозичення.

Рис. 3. Валютна структура прямих і гарантованих урядових боргових зобов'язань України станом на 31.12.2007 (за даними Міністерства фінансів України)

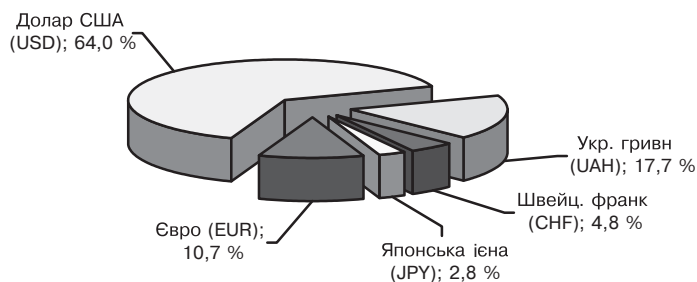


Рис. 4. Валютна структура прямих урядових боргових зобов'язань України станом на 31.12.2007 (за даними Міністерства фінансів України)

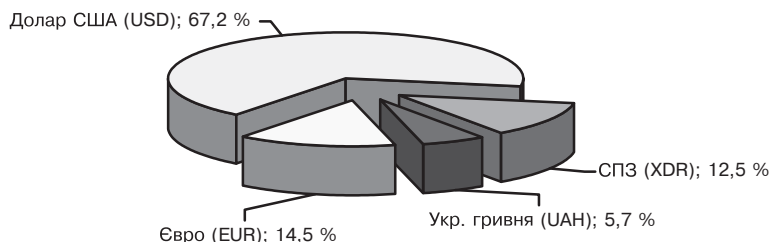
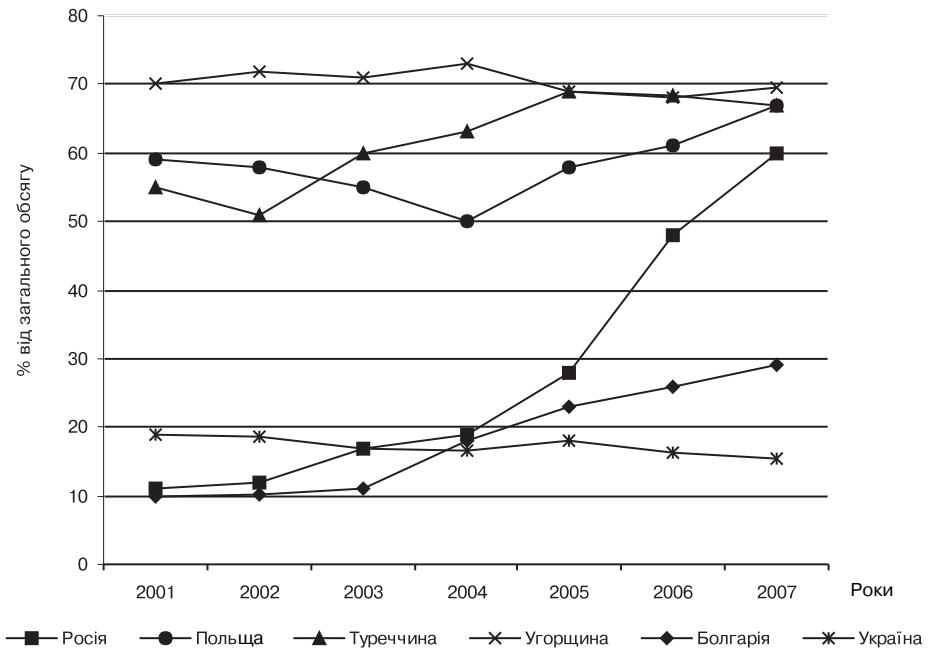


Рис. 5. Валютна структура гарантованих урядових боргових зобов'язань України станом на 31.12.2007 (за даними Міністерства фінансів України)

Той факт, що урядові боргові зобов'язання мають мультивалютну структуру, а їх левава частка сплачується в іноземній валюті, ставить управління державним боргом нашої держави в тісну залежність від валютної політики, стану платіжного балансу та ситуації на зовнішніх ринках капіталу, одночасно збільшуючи ризик рефінансування боргових зобов'язань. Підкреслимо також, що на відміну від низки сусідніх країн, які намагаються збільшувати державне запозичення в національній валюті, в Україні спостерігається тенденція до зростання у структурі її державного боргу частки боргових зобов'язань у іноземній валюті (рис. 6).



Джерело: Пionтківський Р., Мартін Р. Недоліки й переваги державних запозичень в іноземній валюті: Мат-ли конф. “Розбудова внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні: найважливіші кроки, необхідні для розвитку” від 22.03.07 р., організованої Агентством міжнародного розвитку США та Міністерством фінансів України спільно зі Світовим банком та Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР).

Рис. 6. Частка боргу в національній валюті у загальній сумі боргу державного сектору в окремих країнах, 2001—2007 роки

Треба визнати, що зростання зовнішньої складової державного боргу України зумовлене, в першу чергу, нерозвиненістю внутрішнього ринку капіталів і тим, що зовнішні запозичення дешевші за внутрішні. Утім, така динаміка, з точки зору вартості зовнішніх запозичень у середньо- й довгостроковому періодах, може зберегтися лише за умов стабільного курсу та низької інфляції. Поточні тенденції в економіці України вказують на значну ймовірність розвитку ситуації у зворотному напрямку.

Незбалансоване в розрізі валютної структури державне запозичення спричиняє дисбаланс структури відповідних боргових виплат у майбутньому. Частки виплат у кожній із валют запозичення за урядовими борговими зобов'язаннями за період 2008—2010 років, відповідно до укладених на початок 2008-го боргових угод, будуть розподілені таким чином (рис. 7).

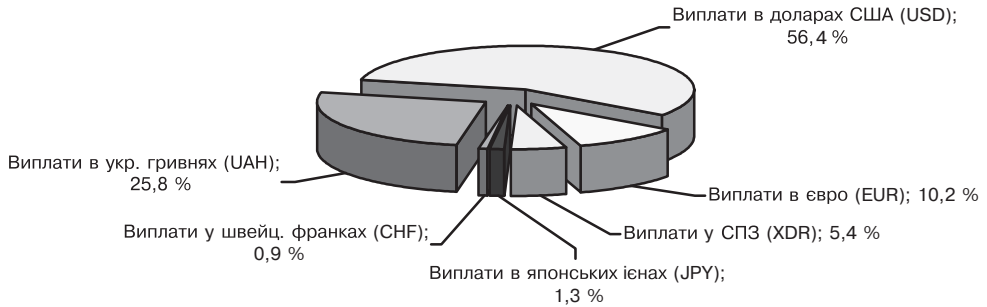
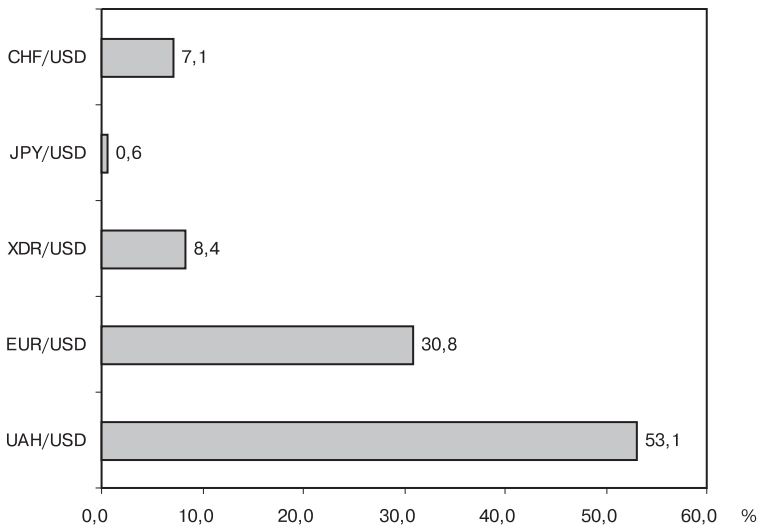


Рис. 7. Валютна структура планових боргових виплат України до 2010 року (за даними Міністерства фінансів України)

Валютний ризик в управлінні державним боргом України синтезують два фактори: потенційно можливі коливання курсу гривні відносно валют державного запозичення (в першу чергу, до долара США і євро) та коливання основних іноземних валют державного запозичення між собою. Як зазначалося, рівень такого ризику характеризується мінливістю (волатильністю) обсягу майбутніх бюджетних витрат, пов'язаних зі сплатою боргових зобов'язань. За нашими оцінками, розмір виплат із погашення й обслуговування державного боргу за період 2008—2010 років з імовірністю 95 % становитиме від 8312,6 до 8615,9 млн дол. США, що свідчить про досить високий рівень валютного ризику в управлінні державним боргом України. У даному випадку оцінка валютного ризику виконана з допомогою показника CAR на основі імовірнісного підходу із застосуванням методу імітаційного моделювання Монте-Карло. Розрахунок ґрунтується на прогнозах курсів кожної з валют запозичення на середньострокову перспективу, складених на підставі трендового аналізу й аналітичних матеріалів щодо розвитку світової економіки, зокрема “Global Economic Outlook” (квітень 2008-го). У ході імітаційного моделювання було враховано історично тісні взаємозв'язки курсів швейцарського франка, євро та спеціальних прав запозичення (СПЗ) до долара США.

Український вплив потенційних коливань валют запозичення на зміни обсягу боргових виплат із погашення й обслуговування державного боргу України демонструють отримані нами показники чутливості таких виплат (рис. 8).

Як видно з рис. 8, існує нагальна потреба в нівелюванні надмірної залежності боргових виплат від курсу української гривні до долара в майбутньому. Для визначення комбінації зобов'язань, яка дала б змогу виконати це завдання та забезпечувала би порівняно однакову чутливість боргових виплат до інших курсів ва-



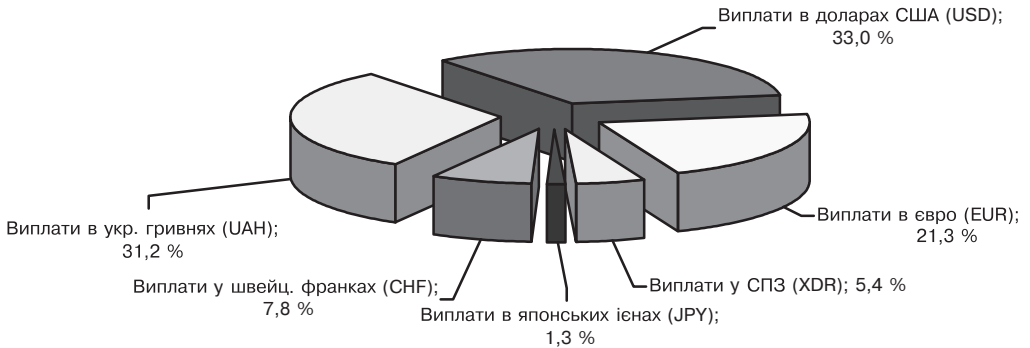
Джерело: власні розрахунки авторів.

Рис. 8. Чутливість виплат із погашення й обслуговування державного боргу України за період 2008–2010 років до коливань валют заборгованості

лют державного заборгованості в середньостроковій перспективі (до 2010 року), авторами побудовано імітаційну модель оптимізації валютної структури зобов'язань, що формують державний борг України. Зазначимо, що під час побудови імітаційної моделі з бажаною чутливістю виплат було додержано умову збереження їх прогнозного обсягу до 2010 року на тому самому рівні. При цьому незмінним залишився плановий обсяг боргових зобов'язань у СПЗ (XDR), оскільки ці зобов'язання України перед МВФ або їхні умови, згідно з кредитними угодами, не підлягають заміні чи будь-яким змінам, та обсяг боргових зобов'язань у японських ієнах. Останнє аргументується практичною неможливістю на сьогодні значного державного заборгованості в ієнах чи проведення відповідних валютних своп-операцій.

Розрахунки в рамках згаданої моделі дають змогу запропонувати такий варіант розподілу боргових зобов'язань у кожній із валют заборгованості, який може розглядатися як оптимальний та досягнення якого бажане в середньостроковій перспективі, тобто до 2010 року (рис. 9).

Наведена структура боргових зобов'язань забезпечує дотримання показників чутливості боргових виплат у кожній із валют заборгованості (крім японської ієни) до коливань відповідних курсів валют у діапазоні 22,2–26,9 %. Крім того, така структура платежів у розрізі основних валют заборгованості (долар США та євро) більше відповідає співвідношенню цих валют у структурі міжнародних валютних резервів України й у валютній структурі експорту, що дає змогу хоча б частково компенсувати ризик, пов'язаний зі змінами у двосторонньому валютному курсі.



Джерело: власні розрахунки авторів.

Рис. 9. Валютна структура виплат за борговими зобов'язаннями уряду України до 2010 року за умов запропонованої моделі оптимізації

Відповідно, для практичної реалізації запропонованих оптимізаційних процедур можуть бути рекомендовані такі дії:

- 1) розробка й дотримання стратегії державного запозичення на середньострокову перспективу, складовими якої мають стати:
 - а) диверсифікація валютної структури й пошук нових валют запозичення (в тому числі збільшення запозичення у швейцарських франках або в іншій валюті зі схожою курсовою поведінкою);
 - б) зниження майже вдвічі від наявного обсягу зобов'язань у доларах США;
 - в) здійснення запозичення за умов підтримки на порівняно однаковому рівні обсягів майбутніх платежів у гривнях і доларах США;
- 2) частковий перегляд наявних урядових боргових угод із погляду можливості зміни умов запозичення (проведення валютного свопу) з відповідним додатковим аналізом вартості цих операцій та порівнянням їх економічного ефекту;
- 3) розвиток внутрішнього ринку капіталу з метою забезпечення фінансування потреб економіки за рахунок власних можливостей та зниження залежності від зовнішніх факторів.

Упровадження запропонованої моделі оптимізації потребує збільшення мінімум на чверть обсягу зобов'язань, що передбачають виплати у гривнях, порівняно із прогнозованими показниками.

Зазначені орієнтири для валютної оптимізації можуть бути покладені в основу розробки стратегічного портфельного стандарту України, дотримання якого значно підвищить прогнозованість і послідовність реалізації державної боргової політики. До речі, критерії портфельного стандарту доцільно поширити й на визначення оптимального співвідношення процентних ставок (фіксованої та плаваючої) окремо щодо часток боргових зобов'язань у національній та іноземних валютах, визначення середньої строкowości таких складових державного боргу. Пропозиція про встановлення стратегічних стандартів щодо структури зобов'язань, які формують

державний борг України, не відкидає потребу в розробці боргової стратегії й тактики держави на середньострокову перспективу, а навпаки, лише підкреслює її.

Поряд із відсутністю чітких і прозорих стратегічних настанов боргової політики держави досить низькою є якість оперативного управління державним боргом України, а отже якість управління ризиками, пов'язаними з цим процесом. Із арсеналу можливостей, що надає борговий ризик-менеджмент, в Україні активно використовується здебільшого лише передбачене законами про держбюджет останніх років право взаємного заміщення джерел державного запозичення за умов додержання на кінець року граничних розмірів державного (зовнішнього і внутрішнього) боргу держави.

Зазначимо, що останніх кілька років Міністерство фінансів України з метою заощадження бюджетних коштів домагалось включення в закон про держбюджет права на управління структурою боргового портфеля держави шляхом проведення активних операцій на первинному і вторинному ринках. І тільки в 2005 році таке право було реалізовано. А що стосується попередніх спроб реструктурування урядових зобов'язань, то вони мали антикризовий характер і були пов'язані з необхідністю реструктуризації частини державного боргу України. Таке досить обмежене проведення активного управління структурою державного боргу України пояснюється як суб'єктивними, так і об'єктивними причинами, а саме: досить низьким рівнем державного фінансового менеджменту загалом і боргового ризик-менеджменту зокрема, недостатньою мотивацією впровадження його сучасних технологій, методичною й законодавчою незабезпеченістю оптимізаційних процесів, обмеженістю дієвих інструментів їх реалізації, недостатністю фінансування заходів з активного управління структурою боргових зобов'язань тощо.

Зупинимось лише на одній позиції. Через відсутність універсального законодавчого механізму проведення операцій з активного управління структурою боргових зобов'язань щороку постає питання про необхідність визначення порядку їх реалізації. Як свідчить фінансова практика, затягування з розробкою такого порядку призводить до втрати можливостей здійснення протягом більшої частини року заходів, спрямованих на заощадження коштів державного бюджету, зі сплати боргових зобов'язань. А наприкінці року через традиційні проблеми з виконанням держбюджету здійснити згадані заходи практично нереально. Зазначимо, що з аналогічних причин Міністерство фінансів України за весь час надання йому права на використання тимчасово вільних коштів казначейства в рамках управління державним боргом не мало змоги скористатися цим правом. Для виправлення ситуації треба терміново розробити й ухвалити постанову Кабінету Міністрів, яка визначатиме порядок проведення операцій з управління структурою боргових зобов'язань, критерії ефективності таких дій та забезпечуватиме контроль їх реалізації.

Слід наголосити, що з часів здобуття Україною незалежності управління державним боргом країни здійснюється за відсутності закону про державний борг, який, власне, й має регулювати весь комплекс базових питань державного боргового менеджменту. Не сприяє проведенню послідовної і зваженої боргової політики

держави й низька якість прогнозування та планування у сфері державних боргових запозичень. Така ситуація зумовлена відсутністю належного комплексного прогнозування макропоказників та практики їх періодичного оновлення задля більшої відповідності реальному стану економіки, фінансів і ринків, а також низькою координацією дій усіх ланок і установ, пов'язаних із управлінням державним боргом, що, в першу чергу, стосується співпраці Національного банку, Міністерства фінансів та Державного казначейства. Зазначене не дає змоги запровадити в Україні запропоновані авторами ефективні щодо управління ризиками форми й методи координації грошових потоків на рівні держави.

На нашу думку, виправленню такої ситуації сприятиме:

— запровадження процедури регулярної консолідації інформації за всіма грошовими потоками та підтримка системи планування державних запозичень на основі середньо- й довгострокових прогнозів помісячних доходів і видатків;

— тісніша координація дій Міністерства фінансів і Національного банку України щодо розробки спільних прогнозних оцінок курсової поведінки валют запозичення та процентних ставок, що використовуються як при формуванні показників держбюджету в частині державного боргу, так і в ході поточного управління ним;

— удосконалення системи прогнозування всього блоку взаємопов'язаних показників, які безпосередньо впливають на формування державного боргу України, визначають як його вартість, так і вартість обслуговування. З цією метою треба розробити стратегію економічного й соціального розвитку України на середньо- й довгострокову перспективу з періодичним оновленням основних прогнозних макро-економічних і макрофінансових показників, на яких ця стратегія ґрунтуватиметься. Також необхідне технічне, інформаційно-аналітичне й кадрове забезпечення процесу боргового менеджменту з акцентом на управління ризиками відповідно до сучасних стандартів провідних боргових офісів країн світу.