

Н.В. Зражевська

СУЧАСНА БОРГОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ

Здійснення ефективної боргової політики в Україні передбачає розробку концепції такої боргової стратегії, в якій державний борг розглядатиметься не з позиції боргового тягаря на економіку країни, а як інструмент економічного зростання в державі. Ефективне управління державними запозиченнями на усіх етапах його здійснення (починаючи з моменту вибору джерела та напряду використання і закінчуючи погашенням боргу) дасть змогу уникнути кризових боргових ситуацій та перевантаження видаткової частини державного бюджету в розрізі витрат на обслуговування державного боргу. Фінансові ресурси, отримані за рахунок державних запозичень та використані на інвестиційні цілі, сприятимуть розвитку економіки України, що в майбутньому забезпечить зростання дохідної частини державного бюджету.

Дослідженням проблем управління державним боргом займалися як західні вчені-економісти, так і вітчизняні. Різним аспектам аналізу даної проблеми присвятили свої праці українські вчені-фінансисти О.Д. Василік, В.М. Федосов, В.Л. Андрущенко, М.Б. Богачевський, В.М. Опарін, О.Д. Заруба та ін. Серед західних вчених особливої уваги заслуговують дослідження Р.Барро, Ш.Бланкарта, Дж.Б'юкенена, А.Лернера, Р.Масгрейва, Дж. Стігліца, Г.Моультона, М.Фрідмена.

Метою даної роботи є розробка такої програми боргової політики держави, яка б забезпечувала поступове зменшення витрат державного бюджету на обслуговування та погашення державного боргу, а також оптимізувала обсяги та структуру державного боргу відповідно до темпів економічного зростання.

Пріоритетними завданнями державної боргової політики України в середньостроковій та довгостроковій перспективі є такі:¹

- своєчасне та у повному обсязі виконання зобов'язань за державним боргом;
- фінансування бюджету за рахунок нових запозичень в обсягах, що відповідають реальним можливостям України здійснювати запозичення з огляду на мінімізацію їх вартості та утримання обсягу боргу в економічно безпечних межах. У цьому випадку обсяги запозичень повинні відповідати обсягам платежів з погашення. Така політика сприятиме зниженню боргової залежності держави та пом'якшенню боргового навантаження на державний бюджет та економіку.
- застосування в процесі управління державним боргом операцій з дострокового погашення та інших активних операцій з управління державним боргом з метою поліпшення його структури та зменшення боргового навантаження на економіку;
- сприяння розвитку внутрішнього ринку капіталу;
- підвищення ефективності використання залучених коштів;
- пошук ефективних умов запозичення коштів з точки зору мінімізації вартості боргу.

При здійсненні боргової політики необхідно дотримуватися основних принципів:

1) підтримання оптимальної структури державного боргу за валютою погашення, за термінами погашення, за співвідношенням внутрішньої і зовнішньої складової, за видами процентних ставок, за вартістю обслуговування;

2) забезпечення режиму безумовного виконання державою всіх зобов'язань перед інвесторами і кредиторами, які держава як позичальник взяла на себе при укладанні договорів позики;

3) мінімізація ризиків на ринку державної заборгованості: ризик достатності фінансових ресурсів для обслуговування боргу, процентний ризик, валютний ризик, операційний ризик, юридичний ризик та ін.

Виходячи із визначених завдань боргової політики, проаналізуємо ефективність їх виконання в Україні.

Для здійснення ефективного управління державним боргом необхідно умовою є дотримання безпечного рівня співвідношення державного боргу і ВВП. Протягом останніх років показник відношення державного боргу до ВВП має стійку тенденцію до зменшення. Покращання даного показника відбувається за рахунок як зростання економіки країни, так і за рахунок проведення зваженої боргової політики. Значення цього показника свідчить про економічно безпечний розмір державного боргу України і відповідає критеріям, визначеним Бюджетним кодексом. Критичний рівень відношення державного боргу країни до ВВП, визначений Світовим банком, становить 50%, а згідно з Маастрихтською угодою – 60 %². У 2000–2002 рр. таке співвідношення вдавалося утримувати на рівні близько 29–38 % у порівнянні з 48 % у 1999 р. На кінець 2003 р. відношення державного боргу до ВВП становило 25,9 %³. Отже, загальний рівень державного боргу України є прийнятним з точки зору фінансової безпеки держави. Тому основним завданням боргової політики України на сучасному етапі є оптимізація управління державним боргом з метою перетворення його на інструмент економічного зростання в державі.

Наступним важливим завданням боргової політики України є мінімізація вартості боргу. Внаслідок підвищення кредитного рейтингу Україна може здійснювати нові більш дешеві зовнішні запозичення. Так, у 2003 р. Міністерством фінансів було здійснено ряд випусків облігацій державної зовнішньої позики України з дохідністю 7,65 % річних та з терміном погашення в 2013 р. на загальну суму 1 млрд дол. США. Якщо порівнювати вартість запозичень, здійснених за рахунок випуску ОЗДП у доларах США в 2000 р. (процентна ставка становила 11 %) з 2003 р., то цей показник зменшився на 3,35 %⁴. Даний факт підтверджує зростання довіри до нашої держави як до суверенного позичальника з боку іноземних інвесторів та вказує на зміцнення Україною своїх позицій на міжнародних ринках капіталу, що також підтверджується підвищенням її кредитного рейтингу міжнародними рейтинговими агентствами.

Підвищення суверенного кредитного рейтингу України протягом наступних років можливе за умови проведення реформ, що покращить політичне та економічне середовище країни. Водночас підвищення кредит-

ного рейтингу забезпечить мінімізацію витрат по залученню нових запозичень на зовнішньому ринку.

Рефінансування державного боргу за рахунок внутрішніх запозичень також дасть змогу зменшити вартість його обслуговування. Динаміку вартості внутрішніх запозичень показано на рис. 1.

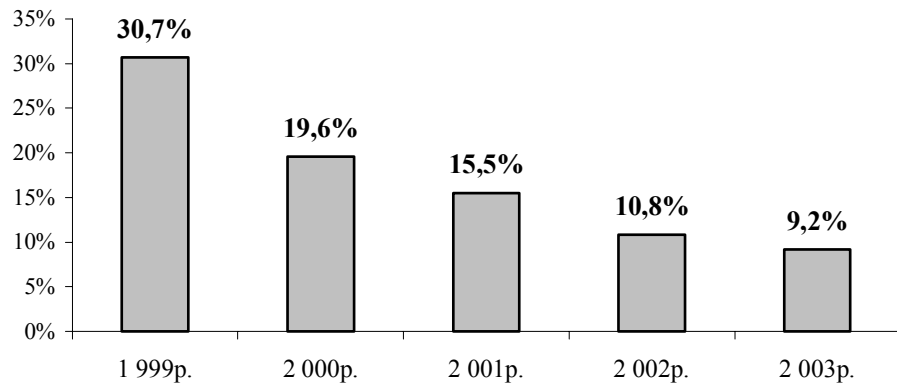


Рис. 1. Динаміка рівня середньозваженої ставки за внутрішніми запозиченнями за 1999–2003 рр.⁵

За останні п'ять років суттєво зменшилася вартість обслуговування внутрішніх державних запозичень. Це є наслідком досягнення певної економічної стабілізації в державі та більш виваженої політики Міністерства фінансів щодо термінів і вартості залучення коштів на внутрішніх ринках капіталу.

Збільшення випуску ОВДП сприятиме розвитку фінансового ринку України, оскільки державні цінні папери виступають основним інструментом фінансового ринку будь-якої держави, і для інвесторів є найменш ризикованим напрямом вкладення своїх коштів.

Для збереження економічної безпеки держави при виборі боргового джерела пріоритет повинен надаватися внутрішнім запозиченням. Необхідно відзначити, що за сучасних умов поліпшення кредитоспроможності України вартість запозичень на ринку для внутрішніх і зовнішніх позик з урахуванням динаміки зміни валюти приблизно однаковий, тому критерій вартості не може бути визнаний першочерговим. Так, на 31.12.2003 р. в структурі державного боргу України 26,5 % належало внутрішньому боргу, а 73,5 % – зовнішньому. Отже, необхідно знайти оптимальне співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями за умови збереження фінансової рівноваги в країні.

Наступним завданням боргової політики України є забезпечення своєчасної та повної сплати суми основного боргу та нарахованих відсотків. Необхідно відмітити, що, здійснюючи запозичення, Україна в цілому ритмічно погашала свої борги. Пікове навантаження у погашенні державного боргу припало на 2000 р.

Динаміку платежів з обслуговування та виплати основної суми державного боргу за останні 5 років наочно показано на рис. 2.

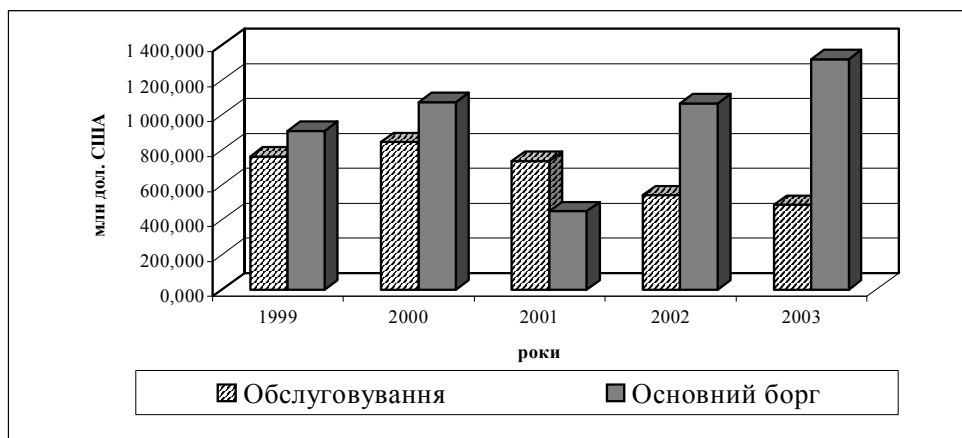


Рис. 2. Видатки державного бюджету з обслуговування державного боргу за 1999–2003 рр.⁶

До 2001 р. платежі з обслуговування державного боргу у порівнянні з виплатою основних сум по боргу були значними, а в 2001 р. навіть перевищили їх. З 2002 р. спостерігалось зростання виплат за основною сумою державного боргу та зменшення платежів з обслуговування боргу, що є наслідком проведеної в 2000 р. реструктуризації.

Незважаючи на високе боргове навантаження, всі платежі з обслуговування та погашення державного боргу в 2003 р. були виконані на 100% – вчасно та в повному обсязі (рис. 3).

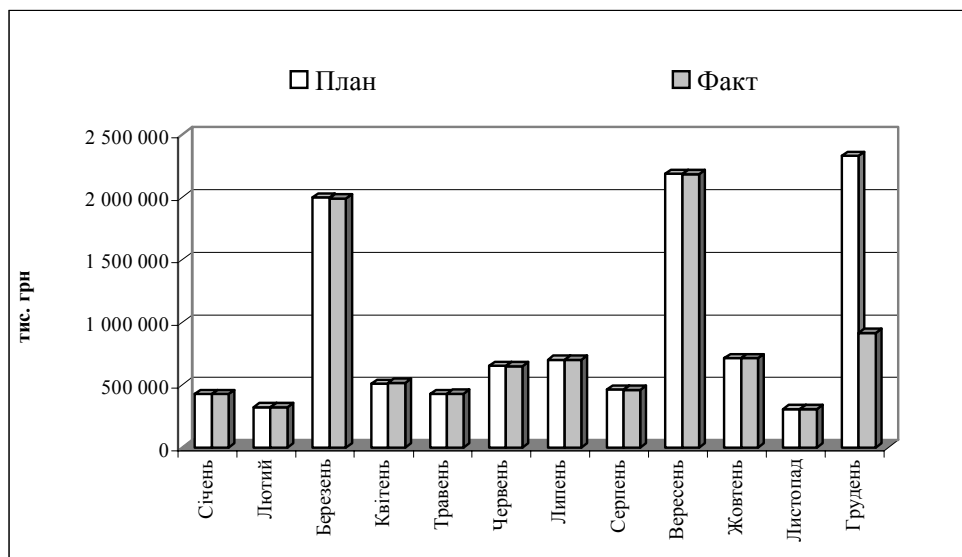


Рис. 3. Планові та фактичні розрахунки витрат державного бюджету з погашення та обслуговування державного боргу у 2003 р.⁷

Для подальшого забезпечення своєчасного та повного виконання зобов'язань з обслуговування та погашення державного боргу, на наш по-

гляд, доцільним є встановлення чіткого 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 показниками. Такі заходи запобігатимуть зростанню боргового навантаження.

Так, на кінець 2003 р. державний борг України, за яким сплата відсотків здійснюється за плаваючими процентними ставками, становить 46,4 %, а за фіксованими – 53,6 %⁸. З метою зменшення процентного ризику* це співвідношення необхідно оптимізувати. Зниження частки боргу, за яким сплата відсотків здійснюється за плаваючими процентними ставками, можливе при проведенні реструктуризації державного боргу. При здійсненні нових запозичень перевага повинна надаватися кредитам з фіксованою процентною ставкою.

Основне боргове навантаження щодо погашення державного боргу припадає на 2005 – 2009 рр. На кінець 2003 р. частка державного боргу, який необхідно буде погасити в цей період, становить 52,09 %⁹. Тому пріоритетним завданням боргової політики є зменшення частки заборгованості, яку необхідно погасити в короткостроковому періоді. Для цього пропонується здійснити рефінансування державного боргу за рахунок нових запозичень, що дасть змогу пролонгувати частину української заборгованості, скоротивши боргове навантаження на бюджет у короткостроковій перспективі.

Одним з найважливіших завдань управління державним боргом України є зміна його структури в розрізі валют погашення. На кінець 2003 р. в структурі державного боргу за валютою погашення 56 % належало долару США. Досить велика частка однієї валюти може спричинити зростання вартості обслуговування державного боргу внаслідок зміни валютного курсу на дату платежу. Структуру державного боргу на кінець 2003 р. показано на рис. 4.

Дострокове погашення доларової заборгованості за рахунок випуску єврооблігацій чи залучення кредитів, номінованих у євро, дозволить істотно знизити валютні ризики** щодо українського зовнішнього боргу. Це може дати істотний вигравш у рівні процентних платежів, оскільки на даний момент реальні ставки можливих запозичень у євро з урахуванням змін кредитного рейтингу України трохи нижче ставок по ряду залучених раніше запозичень у доларах США.

Найбільш ефективним інструментом рефінансування зовнішньої заборгованості в цій ситуації є використання єврооблігацій, що розміщуються на відкритому ринку.

* Ймовірність істотного відхилення процентних ставок від їхніх очікуваних значень і потенційна сума збитку кредиторів від настання даної події називається процентним ризиком.

** Ймовірність збільшення суми витрат по обслуговуванню зовнішньої заборгованості й самого обсягу зовнішнього боргу внаслідок зміни курсу місцевої валюти стосовно валюти емісії позики і потенційна сума збитку кредиторів від настання даної події називається валютним ризиком.

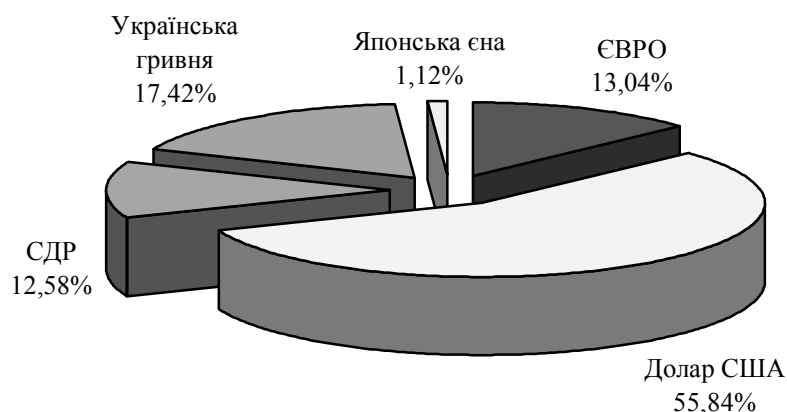


Рис. 4. Державний борг України станом на 31.12.2003 р. у розрізі валют погашення¹⁰

Одним з найбільш ефективних механізмів урегулювання проблеми зовнішнього державного боргу України, на нашу думку, є використання операцій типу “борги в обмін на власність (акції)”¹¹. Погашення зовнішнього боргу акціями підприємств, що знаходяться в державній власності, має і свої недоліки. Так, при використанні даної схеми необхідно обмежити перехід в іноземну власність стратегічно значимих національних підприємств, що може призвести до погіршення зовнішньоекономічного стану країни і часткової втрати економічної незалежності. Очевидні вигоди для українського бюджету і національної економіки при використанні даної схеми такі:

- скорочення зовнішнього державного боргу;
- додаткове залучення в країну іноземних інвестицій;
- зростання попиту на пакети акцій, що реалізуються, і збільшення виторгу на аукціонах по розміщенню акцій внаслідок зростання їх ціни;
- в результаті приватизації збиткових підприємств відбувається скорочення обсягів субсидування державних підприємств;
- такого роду конверсія боргових зобов’язань може сприяти експорту, заміні імпорту вітчизняним виробництвом.

Інша модифікація даної схеми – “борги в обмін на нерухомість” – пов’язана з передачею у власність або в тимчасове користування кредиторам об’єктів нерухомості чи природних ресурсів.

Така форма скорочення зовнішнього державного боргу широко використовувалася наприкінці 80-х – на початку 90-х рр. у ході приватизації в ряді країн Латинської Америки і Східної Європи, які одні з перших стикнулися з проблемами, пов’язаними з обслуговуванням та погашенням своїх боргів.

Прикладом добре організованої реалізації схеми “зовнішній борг – акції” може слугувати програма реструктуризації державного боргу Аргентини. Більшість проектів орієнтовані на агропромисловий комплекс, туризм і автомобілебудування. Інвестиції в нерухомість і у фінансовий

сектор було заборонено. Приватизаційний процес здійснювався за допомогою проведення спеціальних аукціонів. Міністерство економіки і Центральний банк визначали квоти акцій різних підприємств, що виставлялися на аукціони, а також дисконт, що накладався на загальну суму боргів, які належали інвесторам. На аукціоні інвестор виставляв заявки на право стати власником того чи іншого пакета акцій (чи його частини), при цьому він за своїм бажанням міг збільшити дисконт, тобто збільшити обсяг заборгованості, що списується, підвищуючи тим самим пріоритетність своєї заявки. У ході торгів ставка дисконту найчастіше піднімалася значно вище 36 %, визначених монетарною владою, іноді до 72 %.¹²

У процесі реалізації цієї програми за рік було реструктуризовано державних облігацій на суму приблизно 1,5 млрд дол. США. Причому 50 % інвесторів віддали перевагу схемі обміну на акції, 34 % – інвестиційним проектам, інші – використанню ресурсів на вторинному ринку акцій¹³.

Таким чином, комплексний підхід до реалізації стратегії управління державним боргом має знайти своє відображення в зміцненні координації боргової політики з бюджетно-фінансовою та грошово-кредитною політикою, що має на меті підвищення ефективності управління активами та пасивами держави.

При цьому значна увага має приділятися управлінню ризиками спроможності держави виконувати свої боргові зобов'язання, а також удосконаленню механізмів визначення та реалізації боргової політики. Зазначені заходи запобігатимуть кризі ліквідності, небезпечному борговому навантаженню та сприятимуть позитивному впливу державних запозичень на економіку країни.

¹ *Постанова* Кабінету Міністрів України “Прогноз показників зведеного бюджету України за основними видами доходів, видатків та фінансування на 2005–2007 роки” № 1427 від 09.09.2003 р.

² *Боринець С.Я.* Міжнародні фінанси: Підручник. – К.: Знання-Прес, 2002. – С. 79.

³ <http://www.minfin.gov.ua>

⁴ *Там само.*

⁵ *Там само.*

⁶ *Там само.*

⁷ *Там само.*

⁸ *Там само.*

⁹ *Там само.*

¹⁰ *Там само.*

¹¹ *Саркисянц А.Г.* Система международных долгов. – М.: ДЕКА, 1999. – С. 393.

¹² *Офіційний сайт МВФ: www.imf.org*

¹³ *Там само.*