

Колот О. А.,

здобувач кафедри фінансів

Київського національного економічного університету

ім. Вадима Гетьмана

УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМ РИЗИКОМ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ДЕРЖАВИ

Сучасною світовою тенденцією в управлінні державними борговими зобов'язаннями є підвищення вимог до якості боргового ризик-менеджменту з метою мінімізації негативних наслідків різноманітних фінансових ризиків. Вагоме значення при цьому відводиться управлінню ринковим ризиком, складовими якого є валютний та процентний ризики. Вони, в свою чергу, мають прямий та найуніверсальніший вплив на борговий портфель держави. Масштаби такого впливу залежать, з одного боку, від оптимальності внутрішньої структури сформованих боргів, з другого, – від можливості проведення взаємно скоординованих ефективних дій боргової, фіскальної та грошово-кредитної політики і стійкості фінансової системи країни загалом.

Реалії економічного життя довели недалекоглядність політики управління державними борговими зобов'язаннями без якісного аналізу структури накопичених боргів з точки зору оцінки впливу складових ринкового ризику (валютного та процентного) на їх вартісні характеристики та, відповідно, актуальність теоретичних і практичних розробок у цій сфері. Аналіз проблематики фінансових криз в економічній літературі, зокрема у працях Дж. Камінські, А. Роуза, Дж. Франкеля, Д. Родріка, А. Веласко, Ф. Друді, Р. Джордано, А. Вавілова, А. Поманського, Г. Трофімова та ін., дає підстави стверджувати, що важливими факторами зародження або поширення криз виступали неефективність структури державних боргових зобов'язань у розрізі термінів погашення, валют та/або процентних ставок, наявність значних, незабезпечених резервами умовних зобов'язань. Такі кризи, викликані значною мірою факторами ринкового ризику, спостерігалися у багатьох країнах у 70–90 роках ХХ ст., а саме у більшості країн Латинської Америки, в країнах Південно-Східної Азії, більшості африканських держав. Хвилю аналогічних криз також пройшли й країни з перехідною економікою, зокрема Росія, Грузія, Україна та ін.

Потенційно негативний вплив ринкового ризику (валютного та процентного) на державні боргові зобов'язання полягає у можливості збільшення вартісних характеристик державного боргу та передусім збільшення вартості його обслуговування в умовах невизначених (випадкових) змін ринкових факторів.

Акцент робиться саме на необхідності оцінки ймовірного збільшення обсягів виплат з обслуговування боргового портфеля держави, виходячи з того, що для економіки основне навантаження несуть державні зобов'язання не як такі, а суми платежів, що вилучаються з державного бюджету для здійснення боргових виплат.

У статті пропонується зупинитися на розгляді чинників валютного ризику, що впливає на державні боргові зобов'язання, аналізі механізмів його прояву та негативних наслідків, окреслити складові процесу управління валютним ризиком боргових зобов'язань держави та необхідні умови створення якісної системи боргового ризик-менеджменту на рівні структури, що безпосередньо відповідає за управління борговими зобов'язаннями держави. Зазначена проблематика є досить актуальною для України, враховуючи переважну частину зовнішніх зобов'язань у структурі боргового портфеля держави та, відповідно, значну залежність вартісних характеристик від зовнішніх факторів.

Загальновідомо, що боргові зобов'язання держави утворюються внаслідок державного запозичення. Залежно від обраних пріоритетів та розробленої боргової стратегії держава стає учасником внутрішнього та/або зовнішнього ринку капіталу, беручи на себе зобов'язання перед кредитором щодо повернення запозичених коштів. При зовнішньому запозиченні валютний кошик вміщує зазвичай зобов'язання в різних валютах, курси яких відповідним чином коливаються як між собою, так і щодо національної валюти, що зрештою позначається на обсягах боргових виплат. Таким чином, валютний ризик, пов'язаний з державними борговими зобов'язаннями, можна охарактеризувати як сукупність таких чинників:

- ризик збільшення вартості боргових виплат у зв'язку зі зміною курсу національної валюти стосовно кошика загальносвітових валют;
- ризик збільшення вартості боргових виплат у зв'язку зі зміною курсу іноземних валют стосовно інших валют кошика загальносвітових валют чи національної валюти.

Джерелом обслуговування державних боргових зобов'язань є частина коштів державного бюджету. У той час, як відповідна сума таких витрат затверджується щорічно законом про державний бюджет, боргові виплати, як було зазначено, протягом року можуть зазнавати значних коливань через зміни курсів валют, що становлять валютний кошик державних зовнішніх зобов'язань як між собою, так і стосовно курсу національної валюти. Отже, справедливим є твердження, що “інвалютна частина боргу не лише більш волатильна, ніж інші його частини (через волатильність реального валютного курсу), але й збільшує загальну волатильність бюджету”¹.

При падінні курсу національної валюти відносно валют отриманих кредитів існує небезпека збільшення виплат за зовнішнім боргом та частини внутрішнього боргу, що деномінована в іноземних валютах, результатом чого є додаткове навантаження боргових платежів на економіку держави та можлива розбалансованість державного бюджету. Водночас коливання курсів іноземних валют на валютному ринку може викликати відповідне підвищення (чи зниження) вартості кредиту у тій чи іншій іноземній валюті.

Враховуючи той факт, що здатність урядів одержувати доходи в іноземній валюті, у тому числі для сплати зовнішніх зобов'язань, досить обмеже-

¹ *Missale A. Managing the Public Debt the Optimal Taxation Approach Journal of Economic Surveys. – 1997. – Sept. – P. 85.*

на, наявність значної частини зобов'язань в іноземній валюті не лише підсилює економічний вплив зовнішніх ударів, а й обмежує варіанти політики, що є можливою у разі настання фінансової кризи. Значна частина зовнішніх зобов'язань ставить управління ними у залежність від валютної політики, стану платіжного балансу та ситуації на зовнішніх ринках капіталу, збільшуючи, відповідно, ризик рефінансування (ризик обмеженого доступу на зовнішні ринки запозичень за незалежними від країни причинами та невиконанням боргових зобов'язань).

Актуальність управління валютним ризиком особливо значна для країн, що в умовах обмеженості власних ресурсів економіки здійснюють фінансування потреб економіки за рахунок зовнішніх джерел. Як вже було зазначено, до таких країн належить й Україна, свідченням чого є аналіз структури накопиченого боргового портфеля держави.

Обмеженість можливостей держави у фінансуванні її потреб за рахунок внутрішніх джерел призвело до того, що історично левову частку зобов'язань держави становлять зовнішні зобов'язання держави (рис. 1; таблиця).

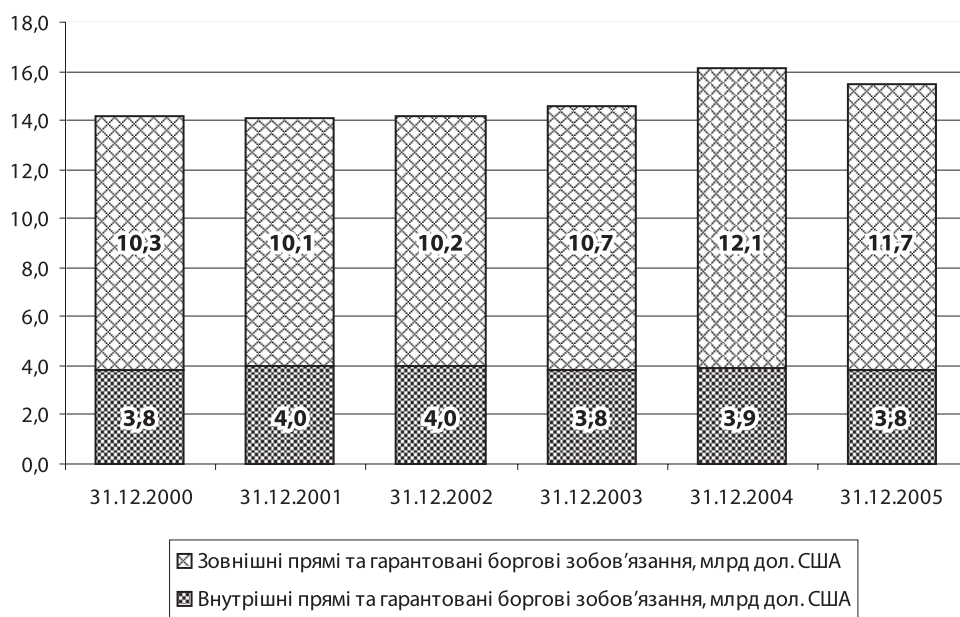


Рис. 1. Динаміка боргових зобов'язань України, млрд дол. США

Таблиця

Співвідношення зовнішньої та внутрішньої складових боргового портфеля України станом на 31 грудня, %

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Внутрішні державні боргові зобов'язання (прями та гарантовані)	27,0	28,2	28,2	26,5	24,5	24,6
Зовнішні державні боргові зобов'язання (прями та гарантовані)	73,0	71,8	71,8	73,5	75,5	75,4

Для детальнішого аналізу впливу валютного ризику на борговий портфель держави необхідним є розгляд структури існуючих державних зобов'язань України у розрізі оригінальних валют (сукупність валют запозичення). Результати такого аналізу свідчать про те, що валютний кошик державних боргових зобов'язань України налічує 5 валют: гривня (UAH), долар США (USD), євро (EUR), японська єна (JPY), спеціальні права запозичення (XDR). Відповідний розподіл часток державних зобов'язань України у кожній з валют зобов'язань має такий вигляд (рис. 2):

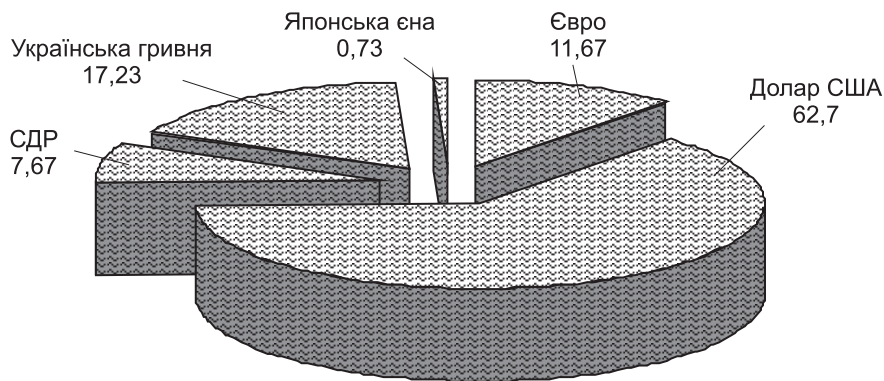


Рис. 2. Валютна структура державних боргових зобов'язань України (прямі та гарантовані), %

Складено за даними Міністерства фінансів України станом на 31 грудня 2005 р.

Як видно з рис. 2, у валютній структурі боргових зобов'язань України наявні значні диспропорції: найбільшу частку у структурі державного боргу України становлять зобов'язання у доларах США (62,7 %), частка зобов'язань у національній валюті дорівнює менш ніж чверті загального обсягу зобов'язань (17,2 %), частка зобов'язань у євро – 11,7 %, частка інших валют є незначною. Відповідним чином зазначені валютні зобов'язання породжують нерівномірні за валютною структурою боргові виплати з їх погашення та обслуговування.

Залежно від мінливості визначених факторів ризику (коливання кожної з валют запозичення (платежів)) відбувається коливання боргових виплат у кожній з валют. Тому вкрай важливим є аналіз можливої амплітуди таких коливань, відповідна оцінка масштабів змін в обсягах майбутніх боргових платежів у кожній з валют, що пояснюється зміною їх курсів. Визначення мінливості валют та оцінка їх поведінки у майбутньому є базою для подальшого аналізу чутливості боргових виплат, тобто визначення валюти чи складу валют, коливання курсів якої (яких) справлятиме найбільший вплив на обсяг платежів за боргом. Проведення зазначених розрахунків у процесі оперативного та стратегічного управління борговим портфелем є важливим з точки зору таких аспектів для:

- оцінки прогнозних обсягів боргових виплат як у розрізі валют, так і у перерахунку на гривню (оскільки, як вже було зазначено, виплати плануються у національній валюті за рахунок бюджетних коштів);
- оцінки боргового навантаження на майбутні періоди за вже прийнятими зобов'язаннями;
- оцінки прийнятності фінансових умов нового запозичення у розрізі інструментів запозичення, його окремих складових тощо;
- розробки пропозицій щодо оптимізації боргового портфеля шляхом зміни умов існуючих зобов'язань та відповідних пропозицій у визначенні стратегії майбутніх запозичень з точки зору джерел запозичення, характеристики їх інструментів.

Стратегії менеджменту валютного ризику передбачають альтернативність вибору дій, серед яких:

- використання усіх можливих засобів уникнення ризику, що призводить до значних збитків;
- контроль ризику та мінімізація сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю;
- утримання ризику у певних межах.

Управління валютним ризиком боргових зобов'язань держави є складним та комплексним завданням. Нині неможливо говорити про наявність універсальної методології оцінки такого ризику, підходів та механізмів управління ним стосовно боргових зобов'язань держави. Управління валютним ризиком здійснюється борговими менеджерами, виходячи з поставлених перед ними завдань та цілей боргової стратегії, особливостей сформованого портфеля зобов'язань, макроекономічної ситуації тощо.

На підставі вивчення головних підходів до оптимізації боргових портфелів з точки зору управління валютним ризиком, можна запропонувати такий підхід до менеджменту валютного ризику:

- ідентифікація факторів ризику: окреслення складу валют, зміна яких впливатиме на розмір виплат за державними борговими зобов'язаннями;
- оцінка факторів ризику; цей етап передбачає проведення аналізу щодо вибору метода для оцінки мінливості визначених факторів ризику та здійснення оцінки їх мінливості на підставі визначених методів оцінки;
- оцінка коливань боргових зобов'язань: оцінка коливань ймовірних боргових виплат з урахуванням закладеної мінливості факторів ризику (коливання кожної з валют зобов'язань);
- визначення ступеня взаємозалежності обсягів боргових платежів від факторів ризику (так звана чуттєвість боргових платежів);
- розробка пропозиції щодо оптимізації боргових зобов'язань держави з метою нівелювання впливу ймовірних коливань кожної з валют зобов'язань на вартість боргових виплат.

Якісне управління валютним ризиком боргових зобов'язань держави відбувається у комплексі з іншими складовими боргового ризик-менеджменту як при стратегічному плануванні, так і при плануванні будь-якої трансакції

та операції, пов'язаної з державним борговим портфелем. Така робота передбачає детальну оцінку як з точки зору можливості знаходження оптимального поєднання вартісних характеристик та ризику, так і з точки зору збалансування бюджетних та фінансових потоків загалом.

Серед необхідних умов, що сприяють забезпеченню якісного процесу управління валютним ризиком на рівні боргового офісу, можна визначити такі:

- наявність висококваліфікованого штату працівників з відповідними навичками роботи на фінансових ринках та необхідними знаннями математичного апарату;
- забезпечення процесу управління портфелем зобов'язань сучасною інформаційно-аналітичною підтримкою, доступ боргових менеджерів до широкої бази фінансової інформації, у тому числі фінансових та макроекономічних прогнозів, фіскальних прогнозів щодо потреб у фінансуванні на перспективу;
- розробка певної системи та методології оцінки факторів ризику, періодична перевірка адекватності закладених даних та моделей, що використовуються;
- налагодження системи довгострокового прогнозування та планування;
- прозорість операцій, пов'язаних з управлінням державним борговим портфелем та налагодження точної боргової звітності;
- підзвітність і підконтрольність при виконанні обов'язків управління державним борговим портфелем, у тому числі борговим ризик-менеджментом.

На підставі викладеного, загально характеризуючи сутність валютного ризику державних боргових зобов'язань та головні аспекти процесу управління ним, варто зазначити таке:

- Сучасні реалії економічного життя висувають високі вимоги до управління борговими зобов'язаннями держави, ключовою складовою чого виступає необхідність управління валютним ризиком як ризиком, що потенційно має значний за масштабами негативний вплив на вартісні характеристики боргових зобов'язань держави, насамперед на вартість обслуговування боргових зобов'язань.
- Негативний прояв валютного ризику полягає передусім у потенційній можливості збільшення обсягів боргових платежів, що створює невпевненість у фіскальній сфері, необхідність додаткового запозичення чи перерозподіл бюджетних виплат. Відповідним чином потенційно значна ризикованість боргового портфеля держави з точки зору валютного ризику збільшує ризик рефінансування та ліквідності. Особливого значення управління валютним ризиком набуває для країн, що здійснюють здебільшого зовнішнє запозичення та мають значні диспропорції у валютному кошику боргових зобов'язань.
- Одним із підходів до управління валютним ризиком є оптимізація структури боргових зобов'язань шляхом знаходження певної пропорції зобов'язань у кожній з валют, наслідки коливання яких взаємно

врівноважуватимуться та сприятимуть стабільності вартості обслуговування боргового портфеля держави в цілому.

- Управління ризиками потребує належного професійного підходу до цього процесу, який базується передусім на комплексності, безперервності, повноті даних, глибокому знанні фінансово-економічних процесів та ринку, володінні фінансово-математичним інструментарієм.

Література

1. *Алехин Б. И.* Государственный долг: Учеб. пособ. – М.: Юнити-Дана, 2004. – 355 с.
2. Міжнародні розрахункові та валютні операції: Навч. посіб. / О. І. Береславська, О. М. Наконечний, М. Г. Пясецька та ін.; За заг. ред. М. І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 392 с.
3. *Вавилов А.* Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – М.: Городец-издат, 2001. – 304 с.
4. *Трофимов Г.* Внешний долг и денежно-кредитная политика // Вопросы экономики. – 2000. – № 5. – С. 19.
5. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А. А. Лобанова и А. В. Чугунова. – М: Альпина Паблишер, 2003.
6. *Ющенко В. А., Міщенко В. І.* Управління валютними ризиками. – К.: Знання, 1998. – 444 с.
7. *Guidelines for Public Debt Management / Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank.* – 2001. – April 13.
8. *Missale A.* Managing the Public Debt the Optimal Taxation Approach *Journal of Economic Surveys.* – 1997. – Sept.