Калитчук В. М.,
аспірант Науково-дослідного фінансового інституту Міністерства фінансів України,
економіст І категорії Департаменту державного боргу Міністерства фінансів України,

РИЗИКИ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

Система управління державним боргом України на сьогодні наближається до проблеми оцінки і мінімізації ризиків державних боргових зобов'язань. Це пов'язано із підвищенням активності використання запозичень для фінансування бюджету, здійсненням великого обсягу зовнішніх запозичень при одночасному низькому рівні розвитку внутрішнього ринку державних боргових цінних паперів, значним збільшенням явних і неявних умовних зобов'язань уряду, а також із кризовими явищами на світовому фінансовому ринку тощо. Зважаючи на те, що до цього часу оцінка і управління ризиками боргових зобов'язань України здійснювалася ситуативно, а також беручи до уваги поточні загрозливі події, доцільним є запровадження ризик-менеджменту державного боргу на комплексній основі. Крім того, як зазначають фахівці Світового банку і Міжнародного валютного фонду, управління ризиками державного боргу є не потрібним хіба що для країн, які мають високий і стабільний кредитний рейтинг і борг, виражений в національній валюті із фіксованими відсотковими ставками зі строками погашення, рівномірно розподіленими вздовж тридцятирічної кривої дохідності[1]. В Україні наразі 14,9 % державного боргу становить борг у національній валюті і 66,8 % – борг з фіксованою ставкою, а найдовший термін погашення позик становить десять років*. Водночас перед практичним впровадженням системи управління ризиками необхідним є визначення теоретичних основ ризик-менеджменту державного боргу, у тому числі визначення суті ризику державних боргових зобов'язань. Зважаючи на викладене, дослідження порушеного питання є актуальним.

В Україні управління державним боргом досліджували Т. Г. Бондарук, Г. В. Кучер, Т. П. Вахненко, С. С. Коба, Я. В. Онищук, Н. В. Зражевська та ін. Одними з перших звернули увагу на оцінку і управління ризиками боргових зобов'язань держави В. Лісовенко, О. Колот і Ю. Смоляр. Зарубіжна наукова література, присвячена управлінню ризиками державного боргу, представлена публікаціями Світового банку, Міжнародного валютного фонду та Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Наукову цінність являють собою також періодичні звіти та публікації боргових офісів (міністерств фінансів, казначейських органів або центральних банків) різних країн, які описують власні досягнення в управлінні ризиками державного боргу.

[1] Developing government bond markets: a handbook. World Bank, International Monetary Fund. – Washington: Rock Creek Publishing Group. – 2002. – p. 108.

* Інформація Міністерства фінансів України.

Метою дослідження є визначення змісту ризику державних боргових зобов'язань. Відповідно до поставленої мети розглядаються теоретичні основи поняття "ризик", обґрунтування суті і складу державних боргових зобов'язань, які слід брати до уваги при управлінні ризиками, і саме визначення ризику державних боргових зобов'язань.

Вивчення фінансових ризиків, методів їх оцінювання і способів управління було започатковано у страховій справі (де досягло високого рівня) і розвивалося також у банківській та фінансово-кредитній, підприємницькій, інвестиційній, маркетинговій, трейдинговій та в інших видах діяльності. Крім досягнень ризикології наукові дослідження у цих галузях знайомлять із загальними основами і принципами управління фінансовими ризиками, які можуть бути застосовані в інших сферах діяльності. Управління ризиками державного боргу на комплексній основі як самостійна частина системи управління державним боргом і окрема галузь ризикології сформувалося в 90-х роках минулого століття переважно в країнах з розвиненими внутрішніми фінансовими ринками та в деяких країнах із ринками, що формуються ("emerging markets"). Як зазначається в деяких публікаціях боргових офісів, а також виходячи з аналізу наукової літератури, логічним є висновок про можливість трансформації принципів та методів ризик-менеджменту інших галузей у такі форми, які були б застосовними до сфери управління ризиками державних боргових зобов'язань.

Близькі за значенням до терміна "ризик" слова вживалися ще в стародавньому світі. Зокрема, у перекладі з латині "rescum" означає "небезпека" або "скеля", з грецької "rizikon" і з іспанської "riesko" – "скеля, що нависає", з італійської "risicare" – "лавірувати поміж скель", з французької "risque" – "небезпека". Деякі дослідники вважають, що термін "ризик" поширили мореплавці, для яких найбільшою небезпекою було зіткнення з прибережними скелями. В. В. Вітлінський зазначає, що семантичне значення терміна "ризик" у більшості мов пов'язане з "... розумінням небезпеки, можливих збитків, загрози, ненадійності, незнання, невизначеності тощо"[2].

Ризик як економічна категорія з'являється із розвитком економічної теорії. Практично з досліджень і науково-практичних досягнень усіх економічних шкіл можна детермінувати їхні основні підходи до розуміння суті управління економічними ризиками більшою чи меншою мірою. Однак розквіту у вигляді формування самодостатньої науки і сфери діяльності ризик-менеджмент досяг у другій половині минулого століття. Тому у своєму арсеналі він має не тільки прикладні розробки, а й глибокі філософські обґрунтування суті ризику та управління ним.

За відсутності всеосяжних знань та досконалого розуміння причинно-наслідкових зв'язків у світі існує невизначеність майбутнього перебігу подій за однакових вихідних умов. Таке розуміння невизначеності в науці ототожнюється або тісно пов'язується з поняттям ризику.

[2] *Вітлінський В. В., Великоіваненко Г. І.* Ризикологія в економіці та підприємництві: Монографія. – К.: КНЕУ, 2004. – С. 8.

Чітку взаємодію понять "невизначеність" і "ризик" дослідив на початку XX ст. Ф. Найт, теоретичний доробок якого вважається одним з найсуттєвіших досягнень ризикології. Зокрема, він розглядає невизначеність як ширшу категорію відносно ризику, оскільки ризик, на його думку – це та невизначеність, яка може вимірюватися (тобто кількісно оцінюватися)[3]. Такий підхід значно поширився, однак на практиці під ризиком розуміють також і невизначеність, що не вимірюється або вимірюється непросто. Часто при визначенні ризику вживають термін "ймовірність". Ймовірність є математичним поняттям і означає кількісну міру невизначеності. У зв'язку з цим коректнішим є використання терміна "можливість" як ширшого і узагальненішого поняття, що дає розуміння ризику як категорії, яка охоплює вимірювану і невимірювану невизначеність.

Слід зважити на те, що ризик передбачає можливість не тільки негативних, а й позитивних змін порівняно з очікуваними значеннями. У такому розумінні ризик називається "спекулятивним". "Чистим" вважається ризик, який передбачає лише негативні зміни[4]. Існує стереотипне уявлення, що ризик пов'язаний тільки з якимись діями, однак несприятливі зміни можуть статися також через нездійснення дій, які були необхідними для уникнення втрат або отримання вигод. У такому разі йдеться про "ризик бездіяльності" або "ризик втраченої вигоди".

Існує велика кількість визначень фінансового ризику, які мають узагальнений характер або ж є застосовними тільки до певних сфер діяльності. Проте це дослідження передбачає надання визначення лише ризику державних боргових зобов'язань, які входять до державних.

Державний борг у класичному розумінні означає заборгованість центрального уряду за раніше залученими кредитними коштами або заборгованість, яка офіційно визнана та законодавчо закріплена як державний борг. До боргових зобов'язань входять також зобов'язання за відсотковими платежами або іншими платежами з обслуговування боргу (комісійні, штрафні санкції тощо), які до державного боргу не належать, але підлягають управлінню як частина системи управління державним боргом.

Водночас до державних боргових зобов'язань входять також умовні зобов'язання. Умовні боргові зобов'язання виникають внаслідок надання центральним урядом державних гарантій кредиторам за коштами, залученими третіми особами (гарантований борг).

Існують також неявні умовні боргові зобов'язання, до яких належать зокрема, заборгованість центрального банку, місцевих органів влади, державних підприємств, установ, організацій та державних органів влади за залученими кредитами, для забезпечення яких не надавалося юридично оформленої державної гарантії. Хоча де-юре у законодавстві більшості країн існує положення про те, що центральний уряд не несе відповідаль-

[3] *Найт Ф. Х.* Риск, неопределенность и прибыль / Пер. с англ. – М.: Дело, 2003. – С. 30.

[4] Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А. А. Лобанова и А.В. Чугунова. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – С. 12.

ності за зобов'язаннями державних суб'єктів господарювання, такі зобов'язання де-факто входять до боргу уряду. Це пов'язано з тим, що ці суб'єкти створені, належать або підконтрольні державі чи уособлюють одну з форм державної влади. Тому у разі виникнення труднощів із виконанням власних боргових зобов'язань для уряду буде вигідно (або ж він буде змушений) надати відповідному позичальнику фінансову допомогу з державного бюджету (або ж виконати вимоги кредиторів самостійно) через невигідність втрати контролю (часткового або повного) над таким суб'єктом чи втрати контролю над власними активами. Така втрата контролю може статися внаслідок примусових дій кредиторів (ініціювання судових проваджень, звернень примусового стягнення на майно, блокування рахунків тощо); причому такі дії можуть бути спрямовані як безпосередньо проти позичальника, так і проти уряду і будь-яких його активів. Слід зазначити, що здійснення платежів з бюджету здебільшого є оптимальнішим, ніж втрата контролю, у зв'язку з необхідністю виконання державою своїх функцій, забезпеченням виробництва, щодо якого державна монополія є вигіднішою, чи необхідністю захисту інших інтересів держави. Ще одним аспектом зацікавленості уряду у виконанні неявних зобов'язань є збереження позитивного іміджу країни та її кредитного рейтингу. Це пов'язано з тим, що рейтингові агентства оцінюють ризики урядового боргу з урахуванням можливостей виконання урядом неявних умовних боргових зобов'язань. На практиці невиконання неявних кредитних зобов'язань може розглядатися рейтинговими агентствами як наслідок проблем у сфері фінансових можливостей уряду та його структур і суб'єктів господарювання. У зв'язку з цим такими агентствами здійснюється перегляд кредитного рейтингу відповідної держави. Юридична практика укладання документів про залучення кредитних коштів передбачає в них положення про випадки дефолту та крос-дефолту. Дефолт у юридичному розумінні означає настання події, після якої вся сума непогашеного боргу підлягає негайному погашенню*. Як правило, такі події пов'язані або можуть бути чинником погіршення позицій кредитора щодо успішного повернення позичальником коштів. Крос-дефолт (випадок перехресного невиконання зобов'язань) за певним кредитом означає невиконання позичальником зобов'язань за іншими кредитами, які надавалися іншими кредиторами. Таким чином, неплатіж за одним кредитом автоматично спричиняє необхідність негайного виконання зобов'язань за усіма іншими кредитами. Невиконання боргових зобов'язань державними суб'єктами господарювання й іншими структурами може призвести до випадку дефолту за усіма державними борговими зобов'язаннями, тобто необхідності погасити всю суму боргу.

Слід зазначити, що заборгованість за умовними зобов'язаннями (явними і неявними) розглядається як прихований дефіцит бюджету або ж загального балансу державних фінансових ресурсів. У разі, якщо зобов'язання

* Фінансова сутність дефолту відрізняється від юридичного поняття дефолту (випадку дефолту) і полягає у неспроможності боржника розрахуватися за своїми борговими зобов'язаннями.

стосуються безпосередньо державних органів влади чи інших установ, які фінансуються з державного бюджету, заборгованість за ними вважається прихованим дефіцитом державного бюджету. Уряди проводять політику надання гарантій чи утворення неявних зобов'язань з метою оптимізації чи спрощення фінансування видатків або ж забезпечення їх цільового використання. Іншими цілями також можуть бути заниження офіційного рівня бюджетного дефіциту або ж, принаймні, зловживання у цій сфері посадовими особами, які приймають рішення.

До неявних умовних боргових зобов'язань належить також неврегульована заборгованість уряду. Така заборгованість не визнана офіційно державним боргом та не оформлена у встановленому порядку, але існує об'єктивно внаслідок раніше отриманих кредитних коштів, а також отриманих товарів, робіт чи послуг або ж внаслідок інших подій (наприклад, утворення з однієї держави декількох інших держав-правонаступниць чи об'єднання декількох держав в одну). У такому разі наявність заборгованості є безсумнівною, однак існують певні процедурні або ж політичні перешкоди стосовно її врегулювання.

У широкому розумінні боргові зобов'язання держави –це не лише державний борг, а й зобов'язання за платежами, які мають бути здійснені для фінансування видатків бюджету (на заробітну плату, соціальні трансферти, державні закупівлі тощо), що входять до державної заборгованості, котра, як зазначає Г. В. Кучер, також включає державний борг і є ширшим поняттям відносно нього[5]. Управління такими зобов'язаннями де-факто є управлінням бюджету як видаткової його частини. Однак, деякі країни, діючи глобально в управлінні державними фінансами, не абстрагують такі зобов'язання від управління державним боргом. Управління з урахуванням таких зобов'язань ґрунтується на підході, який отримав назву "менеджмент активів і пасивів уряду" ("assets and liabilities management" – "ALM")[6]. Деякі країни асоціюють таке управління із загальною фінансовою позицією уряду. Менеджмент активів і пасивів може здійснюватися на різних рівнях залежно від глибини охоплення державних ресурсів. Зокрема, у вузькому розумінні він означає управління державним бюджетом (бюджетом центрального уряду), у ширшому – управління, окрім державного бюджету, місцевими бюджетами та фінансами державних суб'єктів господарювання, державних установ, організацій, органів державної влади (у разі, якщо їхні активи і пасиви до державного і місцевих бюджетів не входять) та фінансами усіх інших видів державної діяльності. У найширшому розумінні управління активами і пасивами охоплює менеджмент економіки країни в цілому[7]. Водночас слід розуміти, що управління такого рівня здійснюється ви-

[5] *Кучер Г. В.* Управління державним боргом: Підручник. – К.: КНТЕУ, 2002. – С. 30.

[6] Advances in Risk Management of Government Debt ad. by Hans J. Blommestein. – Paris: OECD Publications, 2005. – P. 119–281.

[7] Strategy for Debt Management. New Zealand Debt Management Office // [http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/ Selected-topics/Economic-Policy/The-Central-Governments-Outstanding-Debt.html?id=443404 – цитовано 16.07.07].

щими органами порівняно з повноваженнями установи, на яку покладено функції з боргового менеджменту (така установа може бути борговим офісом з різним ступенем незалежності, міністерством фінансів чи структурним його підрозділом, центральним банком або державним казначейством).

Слід зазначити, що управління державним боргом апріорі передбачає управління борговими зобов'язаннями кредитного характеру (зобов'язаннями, які виникли внаслідок отримання кредитних коштів) офіційно визнаним державним боргом, який виник внаслідок інших причин, ніж залучення кредитних коштів, а також залучення до участі у врегулюванні проблемних питань, вирішення яких пов'язується з офіційним визнанням державного боргу. Як зазначалося, таке управління здійснюється певним державним органом або ж його структурною одиницею, яка не має змоги і повноважень здійснювати управління усіма активами і пасивами держави. У деяких країнах вона виконує функції, пов'язані з оцінкою загальної фінансової позиції держави (з різним ступенем охоплення державних активів і пасивів) та наданням рекомендацій або ж висловленням особливої думки щодо політики управління державними фінансами. Тобто одиниця, яка управляє державним боргом, виконує також дорадчу функцію стосовно загальної фінансової політики, але не має повноважень і не владна приймати рішення щодо неї. Проте чимало держав розглядає управління активами і пасивами уряду як вищий ступінь ризик-менеджменту державного боргу. Це пов'язано з тим, що таке управління охоплює оцінку і мінімізацію ризиків активів і пасивів, зменшуючи необхідність здійснення надмірних або непередбачуваних запозичень і мінімізуючи таким чином ризики державних боргових зобов'язань або ж намагаючись якісніше управляти ними.

У зв'язку з цим до державних боргових зобов'язань, щодо яких доцільно здійснювати управління ризиками, входять:

– офіційно визнаний державний прямий борг центрального уряду, який виник внаслідок запозичень або з інших причин – отримання товарів, робіт, послуг, утворення декількох держав з однієї або ж об'єднання держав в одну тощо;
– зобов'язання центрального уряду з обслуговування державного боргу (сплата відсотків, комісійних, штрафних санкцій та інших платежів);
– зобов'язання з неврегульованої державної заборгованості, яка об'єктивно існує та стосовно якої виставляються претензії щодо офіційного визнання її державним боргом;
– гарантований центральним урядом борг, у зв'язку з яким надавалася офіційна, юридично оформлена державна гарантія (явні умовні зобов'язання);
– заборгованість органів місцевої влади, центрального банку, державних підприємств, установ, організацій та державних органів влади (державних суб'єктів) за залученими кредитами, задля забезпечення яких не надавалося юридично оформленої державної гарантії (неявні умовні зобов'язання).

Таким чином, державні боргові зобов'язання – це зобов'язання центрального уряду і державних суб'єктів, які прийняті ними при здійсненні

запозичень, боргові зобов'язання, що виникли з інших причин і є офіційно визнаним державним боргом, а також неврегульовані зобов'язання, щодо яких висуваються вимоги про їх офіційне визнання державним боргом.

З метою управління державним боргом у цілому та його ризик-менеджменту, зокрема до державних боргових зобов'язань недоцільно включати заборгованість, утворену при виконанні видаткової частини бюджетів (державного і місцевих) та при веденні господарської діяльності державних суб'єктів. Водночас на такі зобов'язання слід зважати при здійсненні процесу управління активами і пасивами ("assets and liabilities management"), які мають здійснюватися в управлінні ризиками державного боргу.

З урахуванням зазначеного, на нашу думку, під ризиком державних боргових зобов'язань слід розуміти: можливість неочікуваного збільшення у майбутньому величини витрат державних коштів, яка пов'язана з невизначеністю майбутніх подій, а також ситуацію, коли такі витрати мають бути здійснені для виконання урядом і державними суб'єктами (центральним банком, органами місцевої влади, державними підприємствами, установами, організаціями, органами державної влади та ін.) своїх боргових зобов'язань, які виникли внаслідок запозичень, та зобов'язань за офіційно визнаним державним боргом, а також вірогідність виникнення витрат для врегулювання заборгованості, щодо якої існує необхідність або висуваються претензії щодо визнання її державним боргом.

У висновку слід зазначити, що до державних боргових зобов'язань, стосовно яких доцільно здійснювати управління ризиками, входять прямий державний борг уряду, зобов'язання з його обслуговування, гарантований борг (явні умовні зобов'язання) та неявні умовні боргові зобов'язання.

Ризик державних боргових зобов'язань – це можливість виникнення неочікуваних витрат державних коштів, яка пов'язана із невизначеністю майбутніх подій, коли такі витрати мають бути здійснені для виконання цих зобов'язань.