

Савостьяненко М. В.,

здобувач Науково-дослідного фінансового інституту

Академії фінансового управління

Міністерства фінансів України,

старший науковий співробітник відділу міжнародних фінансів

Науково-дослідного фінансового інституту

Академії фінансового управління

Міністерства фінансів України

МЕХАНІЗМИ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ: ПРИКЛАДИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Актуальність проблеми фінансування зовнішнього державного боргу України обумовлена необхідністю недопущення зростання боргового навантаження на економіку держави. Вивчення міжнародного досвіду врегулювання боргових проблем та аналіз ситуації з державною заборгованістю в Україні засвідчили, що одним з найголовніших шляхів виходу із боргової кризи є укладення угод з кредиторами щодо реструктуризації заборгованості на умовах зниження боргового навантаження та застосування інструментів активного управління державним боргом.

Проблематика управління державним боргом широко висвітлена у науковій літературі. Серед відомих науковців, які займалися цим питанням, О. М. Башинська, А. П. Вавилов, Р. Н. Василишин, В. П. Колосова, В. В. Корнеєв, І. О. Лютий, В. М. Мельник, Н. А. Шикіна та ін. Значна увага приділялася авторами питанням реструктуризації зовнішнього державного боргу. Але, на нашу думку, необхідно ширше розглянути цю тему в контексті дослідження проблеми функціонування механізмів реструктуризації державного боргу. Вважаємо, що такий аналіз міг би слугувати підґрунтям для подальших наукових досліджень з цієї тематики.

Останніми роками реструктуризація зовнішньої заборгованості різних країн пов'язана з регулюванням змінних потоків руху позикового капіталу. Необхідність врегулювання міжнародних боргових відносин посилюється на фоні структурних економічних перетворень як в країнах-кредиторах, так і в країнах-боржниках. Зазначимо, що реструктуризації підлягає далеко не весь обсяг зовнішніх боргів. Кредитні відносини з міжнародними фінансовими інституціями – Міжнародним валютним фондом, Світовим банком та іншими структурами мають жорстку фінансову перспективу з чітко фіксованими обсягами і термінами повернення коштів.

Некоректними є питання можливості реструктуризації внутрішніх облігаційних випусків, що належать нерезидентам, оскільки суверенні держави не сприймають спроби кредиторів втручатися у процедури обслуговування внутрішнього боргу, номінованого в національній валюті. Ступінь відкритості економіки вважається одним з критеріїв господарської ефективності. Проте з міркувань національної економічної безпеки необхідно нейтралізувати негативні наслідки інтеграції в систему світогосподарських зв'язків.

Світовий досвід має різні варіанти реструктуризації заборгованості, яка утворюється залежно від договірних домовленостей між кредиторами і позичальниками капіталу. Серед них вирізняються: списання боргу, викуп боргу, сек'юритизація боргу (securities – цінні папери); різні свопи (swap – обмін, угода): борг/борг, борг/акції, борг/ресурси¹.

Практика списання боргів застосовується переважно у випадках, коли позичальники мають “критичні” або близькі до них рівні кредитних ризиків. Списання боргу перед кредиторами – членами Лондонського клубу вперше було застосовано в 1990 р. щодо Мексики, Коста-Ріки та Венесуели. У першій половині 1990-х років відбулося списання від 30 до 50 % комерційних боргів Болгарії, Румунії, Угорщини, Польщі, Єгипту, обумовлене не лише економічними, а й політичними міркуваннями. До того ж, за окремими оцінками, обсяг заборгованості цих країн оцінювався понад 600 % відносно річного експорту, тобто більше, ніж вдвічі перевищував критичний рівень. При списанні боргів країна-боржник ризикує бути відлученою від міжнародного ринку капіталів, тоді можливість поновлення кредитування залишається незначною².

Можливість викупу боргів безпосередньо позичальником виникає у випадках, коли останній володіє достатніми золотовалютними резервами чи позитивним сальдо платіжного балансу зі стійким експортним трендом, а борги торгуються з дисконтом. Дисконтна знижка при викупі “здешевлених” боргів має спільні риси з тактикою їх часткового списання. Проте викуп як операція реструктуризації обмежується з огляду на існування морального ризику, коли найбільший вигреш отримують “безнадійні” боржники (борги яких продаються зі значним дисконтом). Кредитори не погоджуються за таких обставин на пасивну роль відсторонених спостерігачів. Здебільшого відбувається частковий, а не повний викуп боргу, але лише у тому разі, якщо при цьому зростає ймовірність подальшої сплати його залишків. При дозвільній позиції кредиторів дія принципу “зверхності кредиторів” залишається визначальною, і їх втрати перекриваються поліпшенням перспектив повернення боргу.

Останнім часом дедалі частіше застосовують таку форму фінансової політики, як сек'юритизація боргу – обмін “старих” боргів на нові облигації різної величини зіставної еквівалентності, які спеціально для цієї схеми емітуються позичальником. Фактично ця схема означає фондове фінансування у формі облигаційних кредитів, які можна вільно продавати на вторинному ринку (на противагу традиційним, здебільшого знерухомленим позикам, які зберігаються кредиторами до настання терміну погашення). Сек'юритизацію реалізують також на погодженій добровільній основі, якщо реструктуризовані зобов'язання взаємно визнаються пріоритетними відносно попередніх. При цьому можливий дисконт за новими зобов'язаннями

¹ Вахненко Г. Я. Державний борг України та його економічні наслідки / Г. Я. Вахненко. – К. : Альтепрес, 2000. – 152 с.

² World debt corporation [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.worlddebt.info/london_club/about_lck.

має бути меншим, ніж до проведення реструктуризації, інакше рівень ліквідності боргів залишиться незмінним³.

Іншою поширеною формою реструктуризації боргових зобов'язань, але здебільшого з ініціативи кредиторів, є обмін (своп) боргу на акції корпоративного сектора чи інші ліквідні активи, у тому числі й на природні копалини. Прихильники такої форми реструктуризації стверджують, що, окрім зниження боргу, цей шлях сприяє залученню необхідних ресурсів у реальний сектор економіки. У практичній діяльності все не так просто, і нерезидентська присутність в акціонерному капіталі може мати істотні негативні наслідки. Наприклад, польські банки на 70 %, а угорські – на 80 % належать іноземцям, що обмежує самостійність національної фінансової політики у банківській сфері. Орієнтація на продаж контрольних пакетів акцій стратегічним інвесторам, як правило, зарубіжним у процесі грошової приватизації теж має неоднозначну перспективу. Відомо, що фінансові потоки у сфері паливно-енергетичного комплексу України значною мірою контролюються російською стороною. На співучасть у капіталі інших конкурентоспроможних галузей і підприємств, окрім російських, претендують американські, європейські, ізраїльські. Але стає зрозуміло, що вирішення боргових проблем об'єктивно потребує активізації застосування корпоративних інструментів, оскільки фінансові ринки в динаміці взаємодоповнюються як кредитною, так і інвестиційною складовою.

Апріорі одного “найзручнішого” способу реструктуризації заборгованості не існує. Необхідність урахування національних умов при виборі конкретних варіантів є визначальною. Але свопи і сек'юритизація є прийнятнішими при укладанні справді партнерських угод, ніж списання боргу.

За підтримки Міжнародних фінансових організацій реструктуризація зовнішньої заборгованості відбувається в рамках Лондонського чи Паризького клубів кредиторів, які є не офіційними міжнародними організаціями, а швидше неформальними утвореннями без чітко визначеного юридичного статусу. У Лондонському клубі реструктуризуються борги перед комерційними фінансовими установами, а в Паризькому – перед іноземними державами-кредиторами⁴.

Ретроспективний екскурс дає змогу проаналізувати основні етапи започаткування і розгортання діяльності обох клубів, зіставити методи і результати їх роботи.

Коли наприкінці 1960-х років Філіппіни не змогли обслуговувати значну частину власних приватних боргів, уперше постало питання про взаємовідносини суверенних держав з банками-кредиторами. Досягнуті згодом у 1970 р. домовленості вважаються підставою для проведення переговорів з іншими боржниками в рамках Лондонського клубу кредиторів. Перше за-

³ Кучер Г. В. Державний борг та державна заборгованість в Україні / Г. В. Кучер // Вісник Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Сер. : Економіка. – 2000. – Вип. 45. – С. 29–30.

⁴ Club de Paris creditors [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.clubdeparis.org/sections/principes-et-regles/regles-et-conventions>.

сідання клубу відбулося в 1976 р. і було пов'язано з врегулюванням боргових проблем Заїру. Але практично регулятивні важелі Лондонського клубу активно були задіяні на початку 1980-х років. Підписання меморандуму про реструктуризацію боргів Мексики після кризи 1982 р. спонукало інші країни звернутися до клубу з пропозицією (проханням) перегляду термінів погашення боргів. У 1983–1984 рр. було підписано 47 пролонгованих угод на суму 130 млрд дол. США. Банки збільшили кількість відкритих кредитних ліній на користь ринків, що розвиваються. Після 1985 р. згідно з планом Дж. Бейкера щодо врегулювання боргу країн із середнім рівнем доходу стали застосовувати спеціальні програми фінансового вирівнювання країн-боржників. Координація розвитку ринку суверенних боргів здійснювалася за безпосередньої участі МВФ та Світового банку.

Реструктуризація комерційного боргу передбачає проведення кількох послідовних процедур. Спочатку боржник оголошує мораторій на обслуговування боргу і документально повідомляє про це клуб (подає інформаційний меморандум). Фактично реструктуризація починається з вказаної у меморандумі дати, на яку посилається боржник при відмові сплачувати рентні суми. Як правило, ця дата збігається з терміном чергової проплати відсотків чи основної суми боргу. Для врегулювання проблеми кредитори у відповідь створюють спеціальний дорадчий орган – Банківський консультативний комітет (БКК) з кількісним складом до 15 осіб⁵.

Головою комітету обирається представник банку з потенційно найбільшими ризиками серед членів кредитного синдикату. БКК формується з урахуванням представництва основних банків-кредиторів, регіонального принципу їх підбору та з огляду на рівень партнерського розуміння скрутності ситуації. Так, європейська комерційна заборгованість Росії та України здебільшого територіально обумовили вибір і відповідних “прихильних” банків – членів БКК. Партнерами Росії у 1998–1999 рр. були: Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank, BNP, BNL, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Credit Lyonnais, Bank Austria; лід-менеджером України в 2000 р. виступав ING Varing разом з синдиційованою групою Commerzbank, C. S. F. B., Salomon S. B. International. БКК має право проводити переговори з боржником від імені всіх кредиторів, що є вельми непростим завданням, оскільки навіть країни з відносно невеликим боргом мають до 100 банків-контракторів. Вірогідно, що число фізичних осіб-кредиторів варіюється в досить широких межах. Так, наприклад, нещодавня реструктуризація комерційних зобов'язань України суттєво ускладнилася тим, що серед 100 тисяч власників українських облігацій більшість становили фізичні особи.

Консультації представників країни-боржника з членами БКК мають переважно конструктивний характер, оскільки банки зважають на те, що провал програми реструктуризації призведе до непоправних фінансових втрат. Переговорна поведінка дебіторів значною мірою залежить від чітко-

⁵ Василюшин Р. Н. Державний борг України та управління ним / Р. Н. Василюшин // Укр. акад. держ. упр. при Президентові України. Зб. наук. пр. – К., 2000. – Вип. 1. – С. 165–168.

сті розуміння шляхів досягнення бажаних результатів реструктуризації, а також від можливостей ситуативного маневрування. Вибудовуються схеми довгострокового рефінансування боргових виплат, знижується величина гарантійних внесків, комісійних винагород та інших накладних витрат. У підготовці остаточного рішення опосередковано беруть участь фінансові консультанти й аудитори наднаціональних інституцій – МВФ, групи Світового банку, Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Після погодження умов реструктуризації боргу (визначення валюти розрахунків, процентної політики, напрямків використання кредитів і процедури контролю) сторони підписують угоду про віддаленіші дебіторські зобов'язання погашення заборгованості. Реструктуризовані борги можуть мати різну валютну номінацію, варіативні терміни погашення і вартісну оцінку, регулюватися зміненими порівняно з початковими юридичними нормами. Подальший консультативний супровід сприймається належним чином і є превентивною формою фінансового моніторингу за розвитком подій.

Протягом останнього десятиріччя близько 30 країн реструктуризували свої комерційні борги на загальну суму 250 млрд дол. США. За винятком варіанта списання, який застосовується лише один раз, усі інші форми реструктуризації можуть використовуватися необмежено⁶.

Паризький клуб структурно являє собою об'єднання представників найбільших держав-кредиторів під головуванням одного з керівників казначейства чи іншого фінансового відомства Франції. Нараховується до 20 держав-членів клубу і більшість з них – країни ОЕСР. Для учасників не передбачено фіксоване членство, і клуб функціонує не як постійно діючий орган, а як ситуативний форум для вирішення конкретних боргових проблем окремих держав-дебіторів. Кожне засідання клубу присвячується лише одному боржнику. Міждержавний рівень спілкування сторін на засіданнях Паризького клубу обумовлює застосування механізму реалізації індивідуальних суверенних інтересів і є політизованішим порівняно із засіданнями Лондонського клубу.

Перші офіційні переговори з кредиторами Паризького клубу в 1956 р. провів уряд Аргентини стосовно досягнення консенсусу в питаннях перегляду графіка платежів за гарантованими кредитами. Наприкінці 1990-х років близько 100 країн погодили програми реструктуризації своїх боргів на суму більш як 350 млрд дол. США.

Стратегічна орієнтація Паризького клубу ґрунтується на двох принципах: а) наданні необхідної зовнішньої фінансової допомоги у позиковій формі (або ж пільгове погашення “старих” боргів); б) сприянні проведенню внутрішніх реформ і структурній перебудові економіки держав – реципієнтів коштів. У переговорах можуть брати участь будь-які держави, що мають претензії щодо володіння зобов'язаннями боржника. Наприклад, Росія і Бразилія є членами Паризького клубу, оскільки кредитують інші держави, хоча й самі споживають позикові ресурси в значних обсягах. Здебільшого

⁶ Лісовенко В. В. Реструктуризація зовнішнього боргу України / В. В. Лісовенко // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 2–3.

кредитні потоки у світовому вимірі спрямовуються з розвинених ринків на ті, що розвиваються. Тому активна позиція країн ОЕСР у клубі є об'єктивно обумовленою з погляду прем'єрства голосів у фінансовій партитурі. Постійними учасниками в переговорному процесі виступають МВФ, Світовий банк, ЮНКТАД і, звичайно, держава-боржник (представники останньої, зрозуміло, перебувають у залежному стані прохачів).

Клуб розглядає питання реструктуризації боргів з обов'язковим урахуванням таких передумов:

- наявність безпосередньої загрози припинення платежів з обслуговування боргу;
- дотримання вимог кредиторів при реалізації економічної політики після реструктуризації;
- рівномірне розподілення обсягу несплаченого боргу між усіма кредиторами⁷.

Перші дві передумови пов'язані з обмеженням можливостей фінансового маневрування боржників, третя – стосується позиційних змін стану кредиторів, причому борговий “додаток” розподіляється і серед тих країн – членів клубу, які не беруть безпосередньої участі в конкретному обговоренні.

Процедурно проведення засідань клубу еволюціонувало разом зі змінами базових варіантів реструктуризації боргу, які поетапно формулювалися у 1988–1998 рр. як торонтські, х'юстонські, лондонські, неапольські умови перегляду зобов'язань дебіторів (із застосуванням чотирьох зазначених варіантів було реструктуризовано 93 кредити на загальну суму 32,29 млрд дол. США).

У 1996 р. МВФ і Світовий банк запропонували ліберальний пакет заходів щодо скорочення боргу найбільш бідніших держав до рівня, при якому його обслуговування стає реальним. Ці пропозиції відомі як програма НІРС (Heavily Indebted Poor Countries). Основна відмінність цієї програми від пропонованих раніше полягає в активнішій участі міжнародних фінансових організацій в управлінні проблемами дебіторів. Після завершення попереднього періоду стабілізації і реформування економіки за підтримки МВФ і Світового банку на кінцевій стадії допомога МФО надається у вигляді субсидій-грантів у рамках програми збільшеного структурного фінансування – ESAF (Enhanced Structural Adjustment Facility), що реалізується через спеціально створений у 1997 р. трастовий фонд (ESAF-НІРС Trust)⁸.

Після встановлення граничних критеріїв для відбору претендентів на участь в НІРС у 1996 р. визначився список потенційних учасників програми з 41 країни. Оскільки згодом виявилось, що реально брати участь можуть набагато менше країн, то у вересні 1999 р. міністри фінансів найбільших країн-кредиторів домовилися про зниження початкових критеріїв відбору

⁷World Debt Corporation [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.worlddebt.info/pclub_k/rules_pck.

⁸Матеріали Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.minfin.gov.ua.

до участі в програмі НІРС. З того часу критерії НІРС поділяються на вимоги першої і другої черговості (табл. 1).

Додатково в рамках НІРС–II встановлювалася пряма залежність між зниженням боргового навантаження і зменшенням бідності.

Найскладнішим елементом НІРС є отримання згоди країн-учасниць на реалізацію і дотримання ними детальних планів стабілізаційного економічного розвитку. З цих причин не було реалізовано регіональні програми зі зниження боргового навантаження в Нікарагуа та Гаяні, під загрозою зриву залишається виконання відповідних заходів у Гондурасі.

За інформацією Світового банку, станом на 30 червня 2002 р. програму НІРС реалізовували у двадцяти шести країнах Африки і Латинської Америки⁹, загальна вартість реструктуризованої заборгованості становила 41 млрд дол. США за усіма кредиторами, що на 2/3 зменшило загальний обсяг боргу проблемних позичальників.

Паризький клуб кредиторів вимагає від боржників погодження економічного розвитку з програмами Міжнародного валютного фонду і Світового банку. Вважається, що фінансування з боку останніх є своєрідним гарантом відновлення ділової репутації.

Підготовка і проведення засідання Паризького клубу широко не афішуються і по суті є конфіденційними. Фінансова інформація щодо пропозицій і умов реструктуризації боргу обмежується.

Витрати на підготовку засідання несуть дебітори, і хоча ці витрати значно менші порівняно з підготовкою переговорів у Лондонському клубі (наприклад, кошторисна економія виникає внаслідок відсутності обтяжливої представницької компанії “роуд-шоу”), спілкування з членами “фінансової ліги чемпіонів” є принизливим для боржників. Про партнерські стосунки навіть не йдеться.

Серед країн, що розвиваються, посилюється невдоволення діями Паризького клубу, що пов’язано з вимогами ліквідації заборгованості найбільш бідніших суверенних боржників¹⁰.

Таблиця 1

Критерії відбору країн-боржників для участі у програмі НІРС, %

Показник	НІРС–I	НІРС–II
Зовнішній борг відносно доходів від експорту	200–250	150
Зовнішній борг відносно державних доходів	280	250
Доходи від експорту відносно ВВП	40	30
Державні доходи відносно ВВП	20	15

⁹Перелік країн, на які спрямовано дію програми НІРС: Бенін, Болівія, Буркіна-Фасо, Гаяна, Гамбія, Гана, Гвінея, Гвінея-Бісау, Гондурас, Ефіопія, Замбія, Камерун, Мавританія, Мадагаскар, Малаві, Малі, Мозамбік, Нігер, Нікарагуа, Руанда, Сан-Томе і Принсіпі, Сенегал, Сьєрра-Леоне, Танзанія, Уганда, Чад.

¹⁰Annual Report 1997. – Washington, DC : IMF, 1997 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org>.

Відносини країн СНД з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів спочатку виникли як результат врегулювання проблеми щодо пролонгації радянських боргових зобов'язань, які на кінець 1991 р., за різними оцінками, становили від 90 до 108 млрд дол. США. Борги перед членами Паризького клубу оцінювалися в 37 млрд дол. США, а перед банками з Лондонського клубу – спочатку в 16 млрд дол. США, а згодом, після уточнення, зросли до 32,3 млрд дол. США.

Домовленість про солідарну відповідальність щодо боргу республік- правонаступниць СРСР не було реалізовано з різних причин. При середній вартості міжнародних позик у першій половині 1990-х років до 7 % річних відсоткові щорічні платежі сягали приблизно 6–7 млрд дол. США, і ця сума навіть без виплати основної суми боргу становила значну проблему для бюджетних видатків. Першу угоду на 10 років з членами Паризького клубу Росія підписала 2 квітня 1993 р. щодо реструктуризації частини боргу, яка підлягала погашенню в 1992–1993 рр. в обсязі 15 млрд дол. США.

Програма реструктуризації української комерційної заборгованості передбачала обмін і приведення українських облігацій, які випускалися раніше на різних умовах, до єдиного уніфікованого вигляду. Шість емісій нових облігацій проведено на загальну суму 2,7 млрд дол. США, або 2,6 млрд євро з вартісним розрахунком 11 % річних на доларові облігації і 10 % річних на єврооблігації. Термін обігу – 7 років з піврічними купонними виплатами (табл. 2).

Таблиця 2

Дати і ставки амортизації реструктуризованого державного боргу України перед членами Паризького клубу кредиторів

Дата	Ставка амортизації, %
15 березня 2001 р.	3,0
15 вересня 2001 р.	5,0
15 березня 2002 р.	5,0
15 вересня 2002 р.	9,333
15 березня 2003 р.	9,333
15 вересня 2003 р.	9,333
15 березня 2004 р.	9,333
15 вересня 2004 р.	9,333
15 березня 2005 р.	9,333
15 вересня 2005 р.	9,333
15 березня 2006 р.	9,333
15 вересня 2006 р.	9,333
15 березня 2007 р.	9,336

Джерело: Club de Paris creditors [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.clubdeparis.org/sections/principes-et-regles>.

Уповноваженим агентам та кредиторам-фідуціарам було запропоновано придбати на конверсійних умовах нові українські євробонди 2000 р. випуску замість наявних зобов'язань за такими позиціями:

- а) емітованих на фідуціарній основі облігацій вартістю 1 537 960 тис. німецьких марок під 16 % річних з погашенням у лютому 2001 р.;
- б) емітованих на фідуціарній основі облігацій вартістю 500 млн євро під 14,75 % річних з погашенням у березні 2000 р.;
- в) емітованих на фідуціарній основі облігацій вартістю 73 750 тис. дол. США під 16,75 % річних з погашенням у жовтні 2000 р.;
- г) емітованих на фідуціарній основі облігацій вартістю 258 415 тис. дол. США з пільговим купоном і погашенням у вересні 2000 р.;
- д) емітованих Міністерством фінансів України у 1995 р. для врегулювання відносин з Російським АТ “Газпром” облігацій вартістю 280 млн. дол. США під 8,5 % річних з погашенням у 2000–2001 рр.

Додаткові пропозиції були направлені власникам “газпромівок” з терміном погашення у 2002–2007 рр. на суму 785 млн дол. США. За першими трьома пунктами пропозицій передбачалася стовідсоткова заміна зобов'язань, за іншими – дещо менша.

Після представленої чотиритижневої презентації програми реструктуризації, широкого інформування європейських інституціональних та індивідуальних кредиторів щодо намірів української сторони на заздалегідь визначену дату для ухвалення остаточного рішення – 15 березня 2000 р. було отримано згоду на обмін 98 % зовнішнього комерційного боргу. Нові українські єврооблігації отримали відповідний лістинг на Люксембурзькій фондовій біржі.

У результаті проведеної схеми реструктуризації з'явилася нова, значно пом'якшена структура обслуговування і погашення боргу в передбачуваній семирічній перспективі. Державний бюджет тепер має ширший діапазон планування видаткової частини, вартісна економія за рахунок використання коефіцієнтів заміни склала 152 млн дол. США. Україна стала третьою країною, після Пакистану й Еквадору, яка спробувала реструктуризувати власні єврооблігації на вигідних для себе умовах. В аналогічній програмі Пакистану обмінювався тільки один вид єврооблігацій, до того ж більшість кредиторів становили резиденти, а спроба Еквадору закінчилася невдачею – відмовою кредиторів, і країна опинилася в стані дефолту¹¹.

Такий успіх українського уряду визнаний світовою спільнотою як унікальний, оскільки попередня заборгованість мала надто “різноформатну” структуру, незручну для консолідації та управління. Проте операційна ейфорія не розв'язує боргову проблему в стратегічному розумінні. Український варіант сек'юритизації показав звужений інструментарій угоди, а саме використання лише ланцюгового взаємозв'язку “борг/борг” з пролонгацією змінених зобов'язань на погоджений семирічний термін, що набагато мен-

¹¹ *Лютій І. О.* Проблеми реструктуризації зовнішнього державного боргу України / І. О. Лютій // *Фінанси України.* – 2000. – № 6. – С. 70–74.

ше російського аналога. У довгостроковому періоді проблема боргів не вирішується, розрахунки відстрочуються за тимчасовим пільговим режимом.

Як можливий варіант розвитку подій розглянемо пропозиції щодо реалізації інших свопів: борг/акції чи борг/ресурси. У першому випадку можлива активізація руху акціонерного капіталу і корпоративного сектора в цілому внаслідок залучення нових співвласників. Паритетні умови конверсії боргового фінансування на пайове досить прихильно сприймаються сторонами угоди. Рух пайового (акціонерного) капіталу фактично означає поліпшення загального інвестиційного клімату, зменшення чи/або ліквідацію негативного ефекту інвестиційного витіснення. Тиск на видаткову частину державного бюджету також зменшується на вартісну величину свопу борг/акції. Окрім цього, нині для України дуже гостро стоять питання ефективності управління корпоративними правами держави і поживлення вторинного ринку цінних паперів. Обмін борг/ресурси може бути запроваджений у процесі розвитку вітчизняного концесійного законодавства, заохочення спільного бізнесу в угодах про розподіл продукції (production sharing).

Україна підготувала і наполягала на проведенні переговорів з членами кредиторів Паризького клубу, борги перед якими оцінюються за різними джерелами в межах 0,7–1,0 млн дол. США.

У липні 2001 р. було досягнуто домовленості з Паризьким клубом кредиторів про реструктуризацію офіційного боргу України обсягом 580 млн дол. США на 12-річний термін з пільговим початковим трирічним періодом. Трирічна пільга означає, що Україна буде сплачуватиме лише відсотки з основної суми боргу. Залишкові процентні виплати за “старими” боргами визначені в обсязі 160 млн дол. США на 2001 р. і 200 млн дол. США на 2002 р. Враховуючи дисконтовані знижки вартості грошей у часі, з одного боку, і зростання резервів НБУ (на час досягнення зазначеної домовленості з Паризьким клубом резерви перевищили 2 млрд дол. США), з другого боку, обслуговування реструктуризованого боргу (комерційного й офіційного) для бюджету не видається обтяжливим.

У грудні 2001 р. уряд Німеччини першим серед представників Паризького клубу підписав з урядом України угоду про реструктуризацію українського зовнішнього боргу в розмірі 295,5 млн дол. США в рамках погоджених домовленостей з Паризьким клубом кредиторів. Позитивна реакція міжнародної спільноти не забарилася – наприкінці 2001 р. агентство “Standard&Poor’s” підвищило довгострокові кредитні рейтинги для України до рівня “В” зі стабільними прогнозами на майбутнє. Згодом, у 2002 р., інші країни-кредитори (США, Японія, Франція, Італія) уклали з Україною двосторонні угоди про реструктуризацію своїх частин офіційного державного боргу¹².

В умовах сучасної фінансової кризи проблема фінансування зовнішнього державного боргу стає особливо актуальною. Збільшення державного

¹² Дмитренко О. Життя в борг : [Історія державного боргу України] / О. Дмитренко // Галицькі контракти. – 2003. – № 36. – С. 10–13.

боргу в умовах припинення зростання ВВП або його падіння, скорочення виробництва, зменшення експорту, зниження обсягу податкових надходжень до бюджету може спричинити вкрай негативні наслідки для країни-боржника.

Використовуючи міжнародний досвід та відстоюючи власні національні інтереси, Україна має залучати механізми активного управління зовнішнім боргом: проводити обмін (своп) боргових зобов'язань держави на акції підприємств, що перебувають у державній власності, ініціювати погашення боргів товарними поставками, викуп державних облігацій на вторинному ринку за грошові кошти.

Важливою проблемою державного боргу України є високий рівень валютного ризику, що обумовлено значною питомою вагою зовнішнього боргу в загальній заборгованості держави. Залежно від ситуації на внутрішньому і міжнародному фінансових ринках слід використовувати можливості виваженого трансформування зовнішнього боргу у внутрішній, що вимагає від уряду та НБУ вжиття ефективних заходів щодо радикального удосконалення внутрішнього фінансового ринку. Це можливо лише за належної ліквідності державних цінних паперів та високого рівня їх капіталізації.

Міністерство фінансів України та Національний банк України мають узгоджувати зусилля у проведенні боргової та монетарної політики. Така координація може поширюватися на всі етапи розроблення та реалізації цієї політики паралельно з удосконаленням інфраструктури ринку, розвитком вторинного ринку державних цінних паперів, інформаційним забезпеченням і головне – прозорістю дій обох зазначених установ на фінансовому ринку.