

УДК 336.27:336.71

Деревко О. С.

УДОСКОНАЛЕННЯ КОНТРОЛЮ БОРГОВИХ РИЗИКІВ ІЗ УРАХУВАННЯМ ВПЛИВУ КАПІТАЛІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНИХ БАНКІВ

У статті розглянуто зміни ризиків, пов'язаних із державним боргом, унаслідок впливу такого чинника, як капіталізація державних банків шляхом випуску ОВДП. Проаналізовано спектр ризиків, контроль котрих регламентується постановою Кабінету Міністрів України від 01.08.2012 № 815. У рамках пропонованого методологічного підходу для періоду 2008–2016 рр. проведено детальний аналіз капіталізації державних банків як фактора боргоутворення в Україні. Досліджено спектр боргових інструментів, які застосовувалися з цією метою, їхні характеристики щодо вартості та тривалості запозичень тощо, на підставі чого розраховано щорічну динаміку обсягів капіталізації та необхідних видатків на обслуговування державних цінних паперів. Проаналізовано вплив капіталізаційних боргових інструментів на зміну загальної структури державних запозичень у розрізі співвідношення розмірів внутрішнього і зовнішнього боргу, а також коротких, середніх та довгих боргових інструментів. Показано, що впродовж 2008–2016 рр. капіталізація, проведена за рахунок ОВДП державних банків, зумовила запозичення 88,1 млрд грн, а також потребу в бюджетних видатках у обсязі 39,87 млрд грн на обслуговування цінних паперів. Останній чинник посилив бюджетний ризик і спровокував виникнення “боргової спіралі”: щорічне зростання видатків на обслуговування капіталізаційних ОВДП у зазначених обсягах збільшувало дефіцит державного бюджету та обсяги подальших державних запозичень. Окрім того, з 2016 р. почалося погашення капіталізаційних ОВДП, що чинитиме додатковий вплив на борговий ризик рефінансування. З метою послаблення бюджетного ризику внаслідок впливу фактора обслуговування капіталізаційних ОВДП пропонується, за аналогією з підходами при наданні державних гарантій суб'єктам господарювання, розробити механізм часткового (або повного) відшкодування державними банками вартості обслуговування таких цінних паперів зі свого прибутку.

Ключові слова: капіталізація державних банків, ризики, пов'язані з державним боргом, механізм компенсації вартості обслуговування ОВДП.

Рис. 6. Табл. 4. Літ. 11.

Деревко Е. С.

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ КОНТРОЛЯ ДОЛГОВЫХ РИСКОВ С УЧЕТОМ ВЛИЯНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ БАНКОВ

В статье рассмотрены изменения рисков, связанных с государственным долгом, вследствие влияния такого фактора, как капитализация государственных банков за счет выпуска ОВГЗ. Проанализирован спектр рисков, контроль которых регламентируется постановлением Кабинета Министров Украины от 01.08.2012 № 815. В рамках предлагаемого методологического подхода для периода 2008–2016 гг. проведен детальный анализ капитализации государственных банков как фактора образования долга в Украине. Исследованы спектр долговых инструментов, применявшихся с

© Деревко О. С., 2016

этой целью, их характеристики по стоимости и продолжительности заимствований и т. д., на основании чего рассчитана ежегодная динамика объемов капитализации и необходимых расходов на обслуживание государственных ценных бумаг. Проанализировано влияние капитализационных долговых инструментов на изменение общей структуры государственных заимствований в разрезе соотношения размеров внутреннего и внешнего долга, а также коротких, средних и длинных долговых инструментов. Показано, что в течение 2008–2016 гг. капитализация, проведенная за счет ОВГЗ государственных банков, обусловила заимствование 88,1 млрд грн, а также потребность в бюджетных расходах в объеме 39,87 млрд грн на обслуживание ценных бумаг. Последний фактор усилил бюджетный риск и спровоцировал возникновение “долговой спирали”: ежегодное возростание расходов на обслуживание капитализационных ОВГЗ в указанных объемах увеличивало дефицит государственного бюджета и объемы дальнейших государственных заимствований. Кроме того, с 2016 г. началось погашение капитализационных ОВГЗ, что будет оказывать дополнительное влияние на долговой риск рефинансирования. С целью ослабления бюджетного риска вследствие влияния фактора обслуживания капитализационных ОВГЗ предлагается, по аналогии с подходами при предоставлении государственных гарантий субъектам хозяйствования, разработать механизм частичного (или полного) возмещения государственными банками стоимости обслуживания таких ценных бумаг из своей прибыли.

Ключевые слова: капитализация государственных банков, риски, связанные с государственным долгом, механизм компенсации стоимости обслуживания ОВГЗ.

Olena Derevko

IMPROVEMENT OF DEBT RISK CONTROL IN VIEW OF THE IMPACT OF STATE BANKS CAPITALIZATION

The article examines the changes of state debt risks due to the impact of such a factor as capitalization of state banks through issuing domestic government loan bonds (DGLB). The spectrum of risks regulated by decree of 01.08.2012 № 815 issued by the Cabinet of Ministers of Ukraine is analyzed. In the proposed methodological approach for the period 2008–2016, a detailed analysis of the capitalization of state banks as a factor of debt formation in Ukraine is carried out. The author investigates the debt instruments that have been used for this purpose, their features regarding loan duration and amount, etc., resulted in the calculation of annual dynamics of capitalization and necessary expenditures on maintenance of government securities. The impact of capitalization debt instruments to change the overall structure of government borrowing in terms of the internal and external debt ratio, as well as short, medium and long debt instruments, is analyzed. The study shows that during 2008–2016 capitalization through issuing DGLB led to 88.1 billion UAH of borrowing and the need for expenditure in the amount of 39.87 billion UAH aimed at servicing the securities. The last factor increased the budget risk and provoked the emergence of “debt spiral”: an annual growth of spending on maintenance of capitalized DGLB in the indicated amount increased the budget deficit and further government borrowing. In addition, the repayment of capitalized DGLB, which started in 2017, causes additional impact on debt refinancing risk. With a view to easing the budgetary risk due to the impact of DGLB maintenance, it is proposed, similar to the approach in the provision of state guarantees to business entities, to develop a mechanism of partial (or complete) refunding of the securities maintenance from revenues of state banks.

Key words: capitalization of state banks; public debt risks; compensation mechanism of refunding the bonds maintenance.

JEL classification: H63, G21, G28.

Упродовж 2014–2016 рр. боргове навантаження перевищило рівень 60 % ВВП, котрий у Бюджетному кодексі України визначений як граничний. На кінець 2016 р. співвідношення державного й гарантованого державою боргу може сягнути 86 % ВВП. Обслуговування державного боргу дедалі більше обтяжує видаткову частину держбюджету: цілком імовірно, що у 2016 р. відповідні плановані видатки становитимуть 15,8 % дохідної частини бюджету. За таких умов актуальним завданням є дослідження боргоутворювальних факторів і спричинюваних ними ризиків, а також розроблення заходів зі зменшення боргового навантаження та видатків на обслуговування державного боргу. Одним із таких факторів є капіталізація державних банків за рахунок державних запозичень.

У зарубіжній науковій літературі питання впливу фінансової, у т. ч. банківської, системи на процес формування державного боргу, механізмів відшкодування державної допомоги, наданої, зокрема, в період розгортання кризових явищ 2008–2009 рр., детально аналізуються Дж. Стігліцом і Н. Рубіні [1; 2]. Проте підходи до розв'язання цієї проблеми остаточно не сформовані. В Україні проблемі ефективності державних банків, особливостей їх взаємодії з Міністерством фінансів та Національним банком присвячено низку праць [3–5]. Водночас вплив капіталізації цих банків на боргове навантаження та можливості його зменшення досліджено недостатньо.

Метою статті є вивчення ризиків сфери державного боргу, пов'язаних із впливом капіталізації державних банків, та обґрунтування пропозицій стосовно заходів боргової політики, які дали б змогу ці ризики зменшити.

Починаючи з 2008 р. світовою тенденцією стала трансформація боргової політики в напрямі посилення її ризикоорієнтованості й середньостроковості. Принцип ризикоорієнтованості означає необхідність розроблення для певної національної економіки (з урахуванням її особливостей) дієвої методології визначення боргових ризиків, а також системи заходів, покликаних сконцентрувати обмежені фінансові, організаційні, людські ресурси на тих напрямках та інструментах, що нівелюють вплив цих ризиків. Середньостроковість боргової політики забезпечується певною системою бюджетних правил, адаптованих для конкретної національної економіки, котрі в середньостроковому періоді дають змогу автоматично регулювати боргове навантаження та сприяти його поступовому зниженню до безпечного рівня.

Експерти МВФ проаналізували міжнародний досвід і розробили декілька типових варіантів боргової політики для післякризового періоду [6], отож кожна країна може адаптувати певний тип боргової політики до своїх умов. МВФ узагальнює такі типи боргової політики: 1) бюджетне стимулювання; 2) бюджетна консолідація; 3) “фінансове придушення” (*financial repression*). Політику першого типу можуть успішно використовувати країни з малим борговим і податковим навантаженням, другого – з високим борговим та помірним податковим навантаженням, третього – з великими борговим і податковим навантаженням.

Для України, де боргове навантаження істотно перевищує 60 % (табл. 1) та велике податкове навантаження, найбільше підходить модель “фінансового придушення”. Вона передбачає високу інфляцію за порівняно низьких (відносно рівня інфляції) номінальних процентних ставок для комерційних

Таблиця 1

Динаміка державного та гарантованого державою боргу України

Рік	Державний борг, млрд грн	Гарантований державою борг, млрд грн	Державний і гарантований державою борг, млрд грн	ВВП, млрд грн	Боргове навантаження, %
2004	67,7	17,7	85,4	345,1	24,7
2005	63,1	15,0	78,1	441,5	17,7
2006	66,1	14,4	80,5	544,2	14,8
2007	71,2	17,5	88,7	720,7	12,3
2008	130,7	58,7	189,4	948,1	20,0
2009	227,0	90,9	317,9	913,3	34,8
2010	323,5	108,8	432,3	1 085,9	39,9
2011	357,2	115,9	473,1	1 316,6	36,3
2012	399,2	116,3	515,5	1 411,2	36,5
2013	480,2	104,2	584,4	1 453,7	40,2
2014	947,0	153,8	1 100,8	1 586,2	69,4
2015	1 333,9	237,9	1 571,8	1 979,5	79,4
2016*	1 501,5	444,8	1 946,3	2 262,8	86,0

* Дані за 2016 р. прогнози.

Розраховано за інформацією Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Державної служби статистики України (www.ukrstat.gov.ua).

кредитів і державних запозичень. У такому разі можливе наповнення дохідної частини бюджету за рахунок зростання надходжень від непрямих податків, зокрема ПДВ, акцизів [7]. А надання дешевих кредитів сприятиме підвищенню економічної активності суб'єктів господарювання та збільшенню обсягу податкових надходжень за хоча й невеликого, але безперервного економічного зростання. З часом зазначене створить передумови для поступового зменшення дефіциту бюджету та потреб у запозиченнях.

Як показує зарубіжний досвід, передумовою успішності моделі “фінансового придушення” є ефективна система контролю та протидії борговим ризикам. На сьогодні система ідентифікації боргових ризиків в Україні є недосконалою [7; 8]. Особливо загрозливим для сфери державного боргу є неадекватне економічній ситуації нехтування в бюджетному плануванні впливом квазіфіскальних операцій, котрі проводяться за участю державних підприємств, у т. ч. державних банків. Наприклад, у 2014 р., коли боргове навантаження зростало найбільш стрімко (див. табл. 1), на погашення державного боргу, термін сплати якого настав, спрямовувалося тільки 37,4 % обсягу державних запозичень; на фінансування дефіциту державного бюджету – 24,2 %; на боргове фінансування інших потреб сфери державних фінансів – 38,3 %, а саме: 29,9 % (96,6 млрд грн) на капіталізацію НАК “Нафтогаз України”, 5,1 % на капіталізацію державних банків (16,6 млрд грн), решта – на інші потреби сфери державних фінансів.

Проаналізуємо міру впливу капіталізації державних банків на боргові ризики. Контроль ризиків щодо управління державним (місцевим) боргом регламентується постановою Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов’язаними з управлінням державним (місцевим) боргом” від 01.08.2012 № 815 [9]. Цим Порядком визна-

ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНЕ РЕГУЛЮВАННЯ

чено систему актуальних боргових ризиків, до найважливіших із яких віднесено бюджетний, валютний, рефінансування, відсотковий, кредитний, ліквідності та ін. Важливими показниками бюджетного ризику є забезпечення рівномірності боргових платежів – відношення максимальної суми з погашення й обслуговування державного боргу до середньомісячних доходів бюджету та до середньомісячних витрат на його погашення й обслуговування, а також відношення платежів із обслуговування державного боргу до доходів державного бюджету, котре свідчить, скільки коштує суспільству державний борг.

Згідно з результатами аналізу цих показників за період 2008–2015 рр., боргове навантаження з урахуванням параметрів державного бюджету України було нерівномірним (рис. 1). Особливо помітним це було під час загострення фінансово-економічної кризи у 2009 і 2014–2015 рр. Так, у 2009 р. відношення максимальної місячної суми витрат із погашення й обслуговування державного боргу до середньомісячних таких витрат становило 224,5 %, а максимальної суми виплат за державним боргом за місяць до середньомісячних доходів державного бюджету – 87,7 %; у 2014 р. ці показники дорівнювали відповідно 213,1 і 90 %, а за підсумками 2015 р. – 757,1 та 709,6 %. Різке зростання наведених співвідношень сталося внаслідок боргової реструктуризації в листопаді 2015 р., котра була ключовим елементом співпраці нашої держави та МВФ за програмою розширеного фінансування. Завершення реструктуризації дало змогу зменшити державний борг України приблизно на 3 млрд дол. США й відстрочити сплату 8,5 млрд дол. основної суми боргових зобов'язань, термін погашення яких припадав на кінець 2018 р.

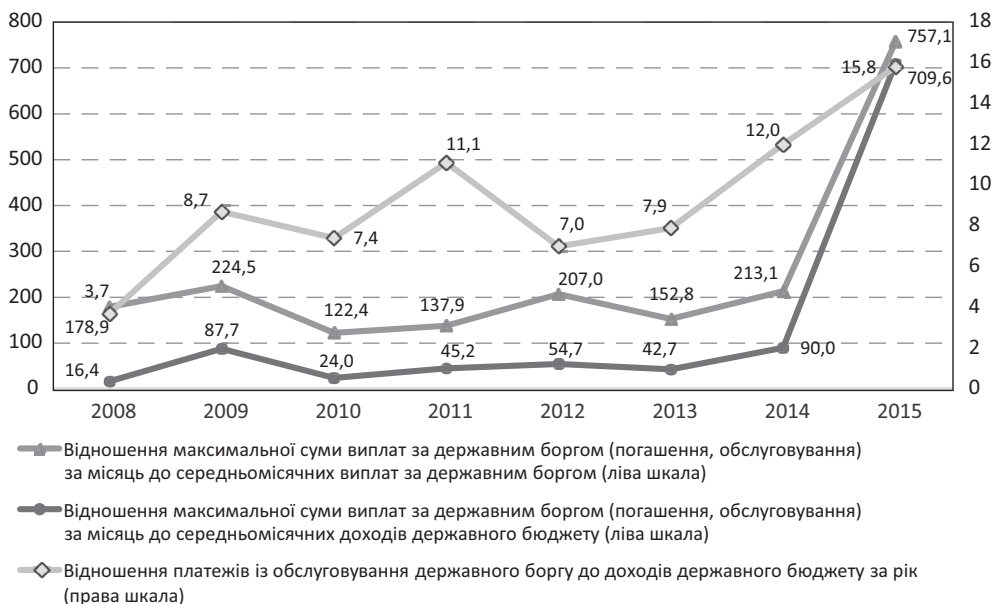


Рис. 1. Динаміка боргових ризиків, %

Розраховано за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index).

Стосовно рівня відношення витрат на обслуговування державного боргу до доходів державного бюджету варто зазначити, що після 2008 р. виникла тенденція його стійкого підвищення. Якщо у 2008 р. цей показник становив 3,7 %, то в 2009 р. – 8,7, у 2014 р. – 12, у 2015 р. – 15,8 % (див. рис. 1). Отже, чинники боргової сфери з кожним роком дедалі більше впливають на балансування бюджету в Україні.

Розглянемо внесок у цю тенденцію операцій із підтримки державних банків через капіталізацію за рахунок випуску ОВДП. На рис. 2 показано динаміку поповнення статутних фондів державних банків за рахунок випуску ОВДП, номінованих у гривні. У 2008 р. ПАТ “Ощадбанк” і АТ “Укресімбанк” було надано таким чином 13,8 млрд грн. Найбільший обсяг капіталізації державних банків спостерігався у 2009 р. – близько 23,3 млрд грн. У цей період найбільші обсяги припали на АТ “Родовід Банк” та Укресімбанк. У 2010 р. капіталізація державних банків становила близько 6,4 млрд грн, а в 2011 р. – 8,9 млрд грн.

Протягом 2012 р. такі заходи з боку Кабінету Міністрів України не вживалися. У 2013 р. за рахунок випуску ОВДП було капіталізовано лише Ощадбанк у розмірі 1,4 млрд грн.

У 2014 р. 38,2 % загального обсягу державних запозичень, або 123,3 млрд грн, було використано для поповнення статутного капіталу Ощадбанку, Укресімбанку, підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб та НАК “Нафтогаз України”. При цьому капіталізація Ощадбанку становила 11,6 млрд грн, а Укресімбанку – 5 млрд грн.

Упродовж 2015 р. поповнення статутного фонду за рахунок ОВДП торкнулося лише ПАТ АБ “Укргазбанк” у обсязі 3,2 млрд грн. За п’ять місяців

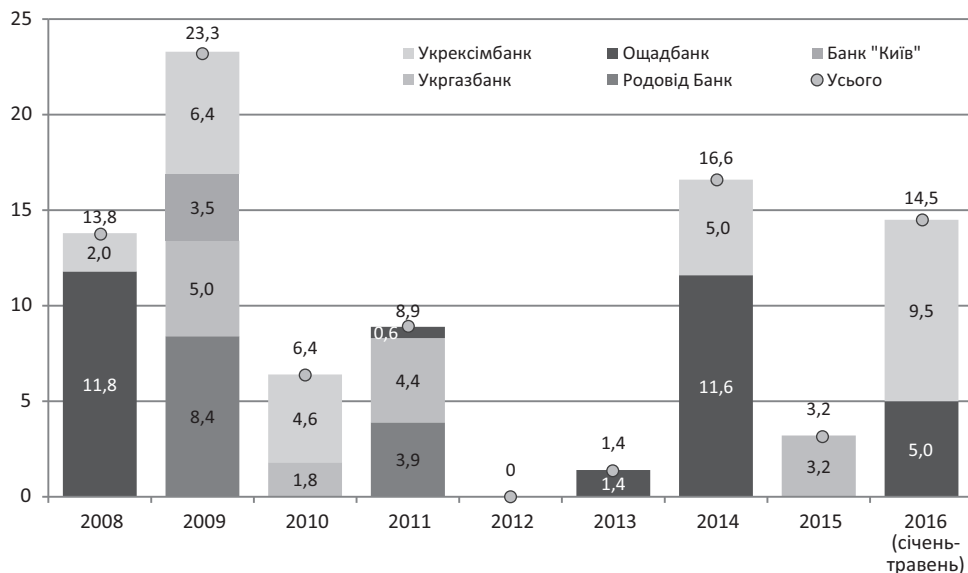


Рис. 2. Динаміка обсягів капіталізації державних банків, млрд грн

Складено за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Національного банку України (www.bank.gov.ua/control/uk/index).

ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНЕ РЕГУЛЮВАННЯ

2016 р. на поповнення статутного капіталу державних банків здійснено запозичень у розмірі 14,5 млрд грн, у т. ч. 5 млрд для Ощадбанку та 9,5 млрд для Укрексімбанку.

Як бачимо з табл. 2, в міру зростання державних запозичень у зв'язку з проведенням капіталізації банків, видатки державного бюджету на обслуговування цих ОВДП теж збільшувалися. Так, якщо у 2009 р. загальний обсяг обслуговування капіталізаційних ОВДП становив 2,45 млрд грн, то в наступному році цей показник підвищився на 1,4 млрд, до 3,85 млрд грн. Зважаючи на необхідність обслуговування позик, отриманих на початку 2016 р. (0,69 млрд грн) для продовження рекапіталізації державних банків, кумулятивний обсяг виплат за такими ОВДП на кінець 2016 р. сягне близько 39,87 млрд грн.

Таким чином, капіталізація за рахунок ОВДП державних банків впродовж останніх восьми років на 88,1 млрд грн зумовила потребу в бюджетних видатках у розмірі 39,87 млрд грн, що були спрямовані на обслуговування капіталізаційних ОВДП.

Динаміка виплат із обслуговування державного боргу та вплив капіталізаційних ОВДП на загальний обсяг обслуговування цінних паперів, відображені на рис. 3, свідчать, що в ті роки, коли запозичення для капіталізації державних банків не здійснювались або здійснювались у невеликих розмірах, обсяги витрат бюджету на обслуговування залишалися приблизно на тому самому рівні. Наприклад, у 2012 і 2013 рр. капіталізація за рахунок випуску ОВДП становила відповідно 0 та 1,4 млрд грн, а витрати на їх обслуговування – майже 5 млрд грн. Утім, після проведення в 2014 р. державних запозичень на суму 16,6 млрд грн у наступному році на обслуговування було передбаче-

Таблиця 2

Динаміка капіталізації державних банків та обсяг обслуговування ОВДП, за рахунок котрих ця капіталізація здійснювалася, млрд грн

Період	Обсяг капіталізації	Видатки на обслуговування ОВДП									Усього
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (прогноз)	
2008	13,8		1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,340	10,720
2009	23,3		1,11	2,21	2,21	2,21	2,21	2,21	2,21	2,210	16,580
2010	6,4			0,30	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,610	3,960
2011	8,9				0,42	0,85	0,85	0,85	0,85	0,850	4,670
2012	0					0	0	0	0	0	0
2013	1,4						0,07	0,13	0,13	0,130	0,460
2014	16,6							0	1,17	1,170	2,340
2015	3,2								0,15	0,304	0,454
2016	14,5									0,690	0,690
Разом	88,1		2,45	3,85	4,58	5,01	5,08	5,14	6,46	7,300	39,87

Розраховано за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg), Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index) та Національного банку України (www.bank.gov.ua/control/uk/index).

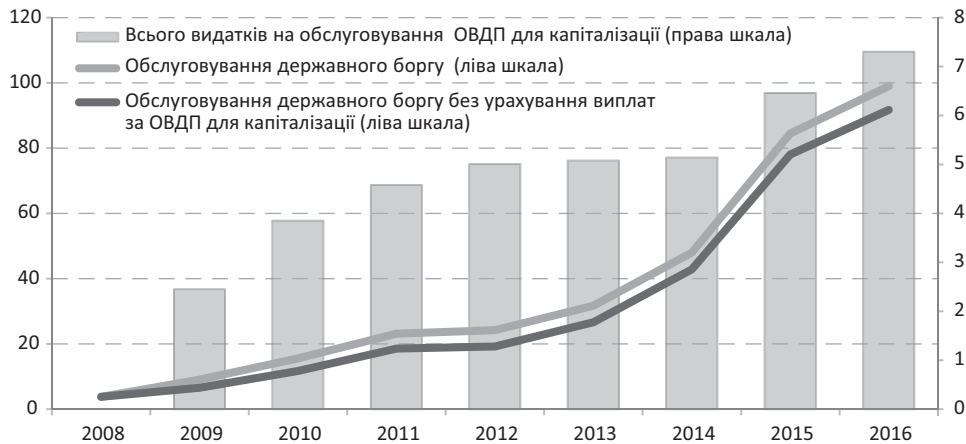


Рис. 3. Динаміка обслуговування державного боргу та вплив на загальний обсяг обслуговування цінних паперів, випущених для капіталізації державних банків, млрд грн

Розраховано за даними Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index) та Національного банку України (www.bank.gov.ua/control/uk/index).

но видатки в обсязі близько 6,46 млрд грн. Найбільші витрати плануються у 2016 р. – 7,3 млрд грн.

Графік випуску ОВДП для капіталізації державних банків не відповідав загальному принципу забезпечення часової рівномірності боргового навантаження. Ці операції призводили до виникнення пікових навантажень як на державний бюджет, так і на всю сферу фінансів, оскільки виплати з обслуговування цих боргових інструментів потребували чималих ресурсів, а для рефінансування боргу – значних запозичень. Як наголошувалось, у 2016 р. обсяг обслуговування капіталізаційних ОВДП сягне близько 7,3 млрд грн – рекордної позначки за період 2008–2016 рр.

На рис. 4 наведено динаміку співвідношення видатків із обслуговування державних запозичень для підтримки державних банків і дефіциту державного бюджету. Так, якщо у 2009 р. цей показник становив 6,9 %, то в 2015 р. він збільшився до 8,5 %. У 2011 р. частка виплат із обслуговування ОВДП, випущених для капіталізації державних банків, відносно дефіциту різко зросла, до 19,4 %, тимчасом як у середньому цей показник протягом 2008–2015 рр. дорівнював 6–9 %. Це пояснюється тим, що в 2011 р. дефіцит державного бюджету істотно скоротився за рахунок перевиконання плану надходжень і зменшення державних видатків: за планового дефіциту 38,8 млрд грн цей показник фактично становив 23,6 млрд грн. Отже, протягом вказаного періоду рівень такого співвідношення відчутно коливався, проте чітко помітна загальна тенденція до його підвищення (лінія без маркерів на рис. 4).

Загалом зростання видатків на обслуговування капіталізаційних ОВДП призводить до виникнення так званої боргової спіралі: збільшення видатків на обслуговування капіталізаційних ОВДП у зазначених обсягах примножує дефіцит державного бюджету. У свою чергу, нарощення його дефіциту зумовлює потребу в істотніших державних запозиченнях. Тобто виникає хронічна



Рис. 4. Динаміка співвідношення виплат із обслуговування ОВДП, випущених для рекапіталізації державних банків, та дефіциту державного бюджету, %

Розраховано за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index).

залежність, що унеможливає проведення урядом ефективної боргової політики.

Актуальним борговим ризиком є ризик рефінансування, що означає ймовірність виникнення потреби в рефінансуванні боргу з великими витратами або навіть неможливість його рефінансування. У тій мірі, в котрій цей ризик обмежується ризиком того, що борг доведеться фінансувати за вищими процентними ставками, його можна вважати видом процентного ризику.

Для оцінки ризику рефінансування зазвичай знаходять частку державного боргу, що має бути рефінансований у певному періоді, в загальній сумі такого боргу. Отриманий показник характеризує потребу держави в запозиченнях протягом наступного року, тобто рівень невизначеності щодо майбутніх процентних ставок і, відповідно, витрат на обслуговування державного боргу. Аналіз цього показника є важливим завданням для системи оцінки боргових ризиків, оскільки надає інформацію про розподіл боргового навантаження в часі (зокрема річному вимірі). Якщо у структурі державного боргу переважають або мають чималу частку “короткі” інструменти, виникатиме потреба в частішому виході уряду на внутрішній фінансовий ринок для здійснення запозичень з метою рефінансування власних боргових зобов’язань.

Протягом 2008–2015 рр. найбільший обсяг “довгих” боргових інструментів становив 120,3 млрд грн, а найменший, зафіксований у 2012 р., – 8,6 млрд грн (табл. 3).

Найсприятливішим для системи управління державним боргом вважається рівномірний розподіл сум погашення боргових зобов’язань, тому здійснення пікових позик у великих обсягах призводить до збільшення ризику рефінансування в наступних періодах. При цьому слід враховувати, що погашення цих чималих позик може збігатися з погашенням інших, теж великих позик,

Таблиця 3

Державні запозичення із урахуванням ОВДП для капіталізації державних банків, млрд грн

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Загальний фонд	26,60	113,9	65,5	70,3	103,0	150,9	300,3	507,8
Внутрішній борг, усього	21,20	58,1	33,6	48,4	64,2	109,0	209,6	99,0
У т. ч. "довгі" інструменти	17,50	45,0	13,3	21,8	8,6	14,4	120,3	45,3
з них на капіталізацію державних банків	13,80	23,3	6,4	8,9	0	1,4	16,6	3,2
"середні" інструменти	3,10	3,8	7,4	14,2	44,8	82,9	73,2	29,8
"короткі" інструменти	0,64	9,4	13,0	12,4	10,8	11,7	16,1	23,9
Зовнішній борг, усього	5,40	55,7	31,9	21,9	38,8	42,0	90,6	408,8
У т. ч. "довгі" інструменти	5,40	18,8	15,8	21,9	30,8	18,0	52,5	321,3
"середні" інструменти	0	36,9	16,1	0	8,0	24,0	38,2	87,4

Складено за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index).

отриманих у попередніх роках. Такий збіг термінів погашення істотно підвищуватиме ризик рефінансування державного боргу.

"Довгі" інструменти є важливим елементом боргової політики, адже за їх допомогою уряд може досягати певної стабілізації на фінансовому ринку та забезпечити більшу передбачуваність дій його учасників.

Як свідчить рис. 5, відношення обсягу "довгих" боргових інструментів до розміру внутрішнього державного боргу було значним упродовж 2008–2009 рр. – відповідно 82,5 і 77,5 %. Однак далі, за винятком 2014 р., цей показник не перевищував 50 %.

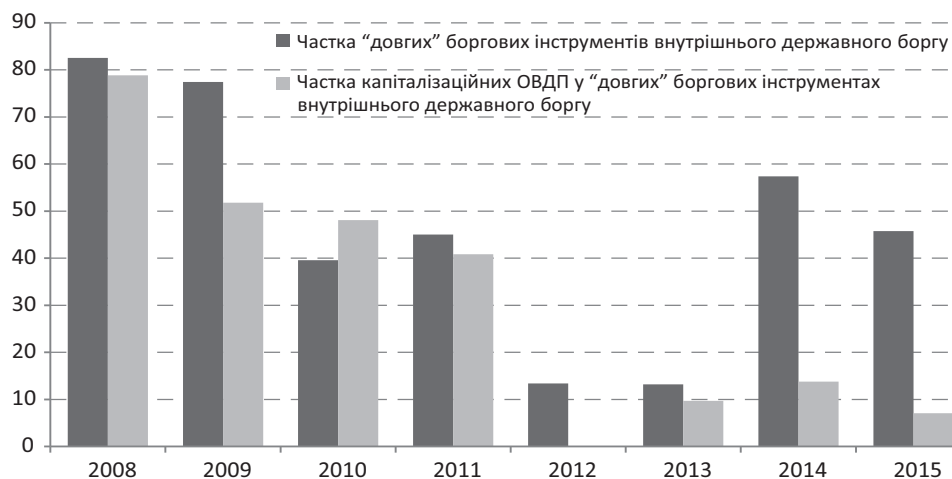


Рис. 5. Динаміка довгострокових боргових інструментів як частки внутрішнього державного боргу, %

Розраховано за даними Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua/news/borg) та Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index).

При цьому ОВДП, випущені для капіталізації державних банків, з 2008 р. дотепер не впливали на ризик рефінансування, оскільки термін їх погашення починається з IV кв. 2016 р. У цей період планується погашення ОВДП, випущених у 2008 р. із метою забезпечення капіталізації Ощадбанку (на суму 11,8 млрд грн) і Укресімбанку (2 млрд грн). Для рефінансування цих позик Міністерству фінансів України у 2016 р. необхідно вийти на первинний ринок запозичень та отримати на ньому ресурс у розмірі 13,8 млрд грн. У 2017 р. програма державних запозичень цього відомства передбачає на ці потреби кошти, майже вдвічі більші, ніж торік, а саме 23,3 млрд грн, що значно підвищує ризик рефінансування. Отже, починаючи з 2016 р. вплив капіталізаційних ОВДП на формування ризику рефінансування тільки посилюватиметься.

До речі, при проведенні аналізу ризику рефінансування враховуються й додаткові фактори, зокрема структура боргу, що рефінансується, в розрізі джерел запозичення, ємність і загальний стан фінансових ринків. Усередненим інтегральним показником для оцінки ризику рефінансування є показник середньозваженого строку до погашення державного боргу, котрий обчислюється зважуванням термінів за кожним зобов'язанням на суму цих зобов'язань. Слід зауважити, що довгострокові восьмирічні ОВДП, використані для капіталізації банків, істотно збільшили середньозважений строк до погашення державного боргу, адже їх сумарний обсяг сягнув майже 90 млрд грн.

Процентний ризик визначається ймовірністю підвищення вартості боргу внаслідок зміни процентних ставок за рахунок впливу факторів, що створюють умови на внутрішньому й зовнішньому фінансових ринках. Зміна процентних ставок для боргових інструментів як у національній, так і в іноземних валютах відбивається на вартості обслуговування боргу (якщо ці ставки є плаваючими) та майбутніх запозичень. Тому короткостроковий борг чи борг із плаваючою ставкою зазвичай вважається більш ризикованим, ніж довгостроковий із фіксованою ставкою, оскільки останній мало залежить від змін на фінансових ринках.

Зважаючи на те, що процентний ризик, згідно з визначенням, пов'язаний із підвищенням плаваючих ставок, для його оцінки переважно використовуються дані щодо обсягу державного й гарантованого державою боргу, до якого такі ставки застосовуються. Частка державного боргу з плаваючими ставками відображає рівень невизначеності витрат на його обслуговування в майбутньому, а отже, й міру ризику збільшення останніх.

Протягом 2008–2015 рр. частка боргових інструментів із плаваючою ставкою постійно змінювалася (рис. 6). Так, у 2008 і 2009 рр. цей показник був найбільшим у аналізованому періоді та становив відповідно 45,1 і 46,9 %, а найменше його значення спостерігалось у 2013 р. – 19,5 %. При цьому слід зазначити, що для капіталізації державних банків застосовувалися лише ОВДП із фіксованою ставкою. З огляду на ці обставини, можна констатувати, що випуск таких боргових інструментів не впливав на величину процентного ризику. Рішення щодо використання боргових інструментів із плаваючою ставкою в значних обсягах можна вважати досить ризикованим, оскільки під час кризи волатильність таких інструментів на фінансовому ринку підвищується.

Усі боргові інструменти, використані для капіталізації державних банків, номіновані в українській гривні, запозичення здійснювалися за ставкою

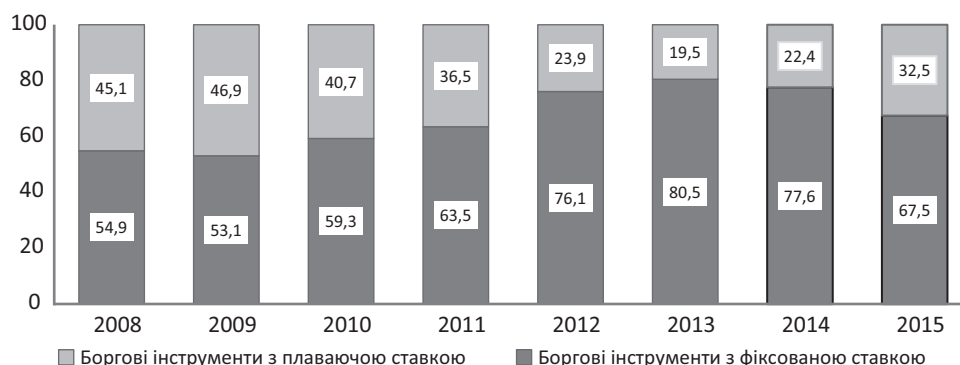


Рис. 6. Динаміка частки боргових інструментів із фіксованою та плаваючою ставками в загальному обсязі державного й гарантованого державою боргу, %

Р о з р а х о в а н о за даними Міністерства фінансів України (www.minfn.gov.ua/news/borg) та Державної казначейської служби України (www.treasury.gov.ua/main/uk/index).

9,5–9,75 %. За рахунок цього реалізація валютного ризику є неможливою. Таким чином, збільшення за рахунок капіталізаційних ОВДП частки боргових інструментів у національній валюті знижувало рівень валютних ризиків, а зростання частки запозичень із фіксованою ставкою – рівень процентного ризику в загальному борговому портфелі України. Інші види ризиків, пов’язані з державним боргом, що визначені постановою Кабінету Міністрів України від 01.08.2012 № 815 [9], капіталізацією державних банків не посилюються.

Для зменшення боргових ризиків, що виникають унаслідок випуску й обслуговування капіталізаційних ОВДП, доцільно розробити нові, обґрунтовані правові й економічні механізми. Одним із них може бути механізм, пов’язаний із відшкодуванням банками на користь державного бюджету витрат на обслуговування вказаних цінних паперів за рахунок прибутку. Справді, капіталізація державних банків за рахунок операцій із ОВДП здійснюється на неринкових умовах, що спотворює конкуренцію на фінансовому ринку. Для виправлення ситуації можна вдаватися до тих самих підходів, які застосовуються при наданні державних гарантій.

Так, у країнах ЄС ціна за надання гарантій диференціюється залежно від обсягу фінансових ресурсів, типу принципалу (юридична особа, за котру надається гарантія) та ступеня ризику (табл. 4). Найчастіше ставка за надання гарантій дорівнює 1–2 % річних [10]. При цьому ставка, що ґрунтується на повній оцінці ризику, застосовується досить рідко.

На нашу думку, державні банки могли б за рахунок свого прибутку принаймні за ставкою 1–2 % відшкодувати державному бюджету витрати на обслуговування капіталізаційних ОВДП. Наприклад, згідно з постановою Кабінету Міністрів України “Деякі питання діяльності публічного акціонерного товариства “Державний ощадний банк України” від 25.02.2003 № 261 [11], прибуток банку після сплати податків та інших обов’язкових платежів підлягає розподілу за рішенням наглядової ради Банку у спосіб і строки, визначені законодавством. Тому, якщо банк, котрий належить державі, отримує прибуток, його цілком можливо використовувати в цілях компенсації дер-

Рівні оцінки фінансової спроможності та ставка за надання державних гарантій для суб'єктів господарювання в країнах ЄС

Стан фінансової системи	Standard & Poor's	Fitch	Moody's	Мінімальна річна ставка
Найвищі якість і рівень платоспроможності	AAA	AAA	AAA	0,40
Дуже високий потенціал оплати	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	0,40
Високий потенціал оплати	A+ A A-	A+ A A-	Aa1 Aa2 Aa3	0,55
Достатній потенціал оплати	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	0,80
Оплата вразлива до несприятливих умов	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Baa1 Baa2 Baa3	2,00
Можливість оплати може бути порушена за несприятливих умов	B+	B+	B1	3,80
	B	B	B2	6,30
	B-	B-	B3	
Оплата залежить від сприятливих умов	CCC+ CCC CCC-	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	Немає визначеного безпечного рівня
Дефолт або близько до нього				

Джерело: Commission Notice on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty to State aid in the form of guarantees [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:155:0010:0022:EN:PDF>.

жавних витрат на виплати зі сплати процентів з ОВДП для капіталізації цього банку.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. Операції з ОВДП для капіталізації державних банків істотно впливають на величину бюджетного ризику та з 2016 р. поширюватимуться на ризик рефінансування. Щодо інших важливих видів боргових ризиків значного ефекту не спостерігається.

Згідно з розрахунками, до кінця 2016 р. загальний обсяг державних заборгованих із метою капіталізації державних банків сягнув майже 90 млрд грн. Обсяг видатків на обслуговування капіталізаційних ОВДП у 2009–2016 рр. становить близько 39,9 млрд грн, що, зокрема, спричиняє підвищення бюджетного ризику. Як свідчить динаміка зміни рівня співвідношення видатків на обслуговування державного боргу та доходів державного бюджету, цей показник у 2009 р. дорівнював 8,7 %, а за підсумками 2015 р. – 15,8 %. Свій внесок у цю динаміку зробили й видатки на обслуговування капіталізаційних ОВДП: у 2009 р. вони становили 2,5 млрд грн, а в 2015 р. – 7,3 млрд грн. Загалом зростання видатків на обслуговування капіталізаційних ОВДП провокує виникнення “боргової спіралі” та хронічної залежності, що не дає змоги уряду проводити ефективну боргову політику.

З метою послаблення бюджетного ризику внаслідок впливу фактора обслуговування капіталізаційних ОВДП пропонується, на основі тих самих підходів, які застосовуються при наданні державних гарантій суб'єктам господарювання, розробити механізм часткового (чи повного) відшкодування банками обслуговування таких цінних паперів зі свого прибутку.

Крім бюджетного ризику за рахунок капіталізаційних ОВДП, із 2016 р. збільшується ризик рефінансування: у 2016 р. для рефінансування ОВДП 2008 р. необхідно запозичити 13,8 млрд грн, а в 2017 р. – 23,3 млрд грн. Задля уникнення пікових навантажень на фінансову систему й дохідну частину державного бюджету пропонується синхронізувати майбутні запозичення з датою погашення позик таким чином, щоб здійснювати їх протягом двох-трьох місяців до дати погашення позик. Це допоможе зменшити пікові навантаження на державний бюджет і внутрішній фінансовий ринок.

Список використаних джерел

1. *Стиглиць Дж.* Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиць ; пер. с англ. В. Лопатки. – М. : Эксмо, 2011. – 512 с. – (Экономика: мировые тенденции).
2. *Рубини Н.* Как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, М. Стивен ; пер. с англ. В. В. Ильина. – М. : Эксмо, 2011. – 384 с. – (Экономика: мировые тенденции).
3. *Любіч О. О.* Сигнали раннього попередження банківських криз / О. О. Любіч, Г. П. Бортніков, А. О. Дробязко // *Фінанси України.* – 2015. – № 7. – С. 24–38.
4. *Гасанов С. С.* Діяльність банків за участю держави в капіталі у 2014 році / С. С. Гасанов, О. О. Любіч, Г. П. Бортніков ; ДНУ “Акад. фін. упр.” – К., 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ndfi.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=158&num=14.
5. *Державні банки в Україні: стратегія розвитку : наук. конф. // Фінанси України.* – 2015. – № 11. – С. 113–127.
6. *Coping with High Debt and Slugging Growth // World Economic Outlook.* – 2012. – Oct. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.
7. *Лондар С. А.* Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн – членів ЄС : монографія / С. А. Лондар, О. С. Лондар ; за ред. В. М. Федосова. – Біла Церква : Вид. Пшонківський О. В., 2016. – 242 с.
8. Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.
9. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом : постанова Кабінету Міністрів України від 01.08.2012 № 815 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-п>.
10. *Commission Notice on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty to State aid in the form of guarantees [Електронний ресурс].* – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:155:0010:0022:EN:PDF>.
11. Деякі питання діяльності публічного акціонерного товариства “Державний ощадний банк України” : постанова Кабінету Міністрів України від 25.02.2003 № 261 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/261-2003-п>.

References

1. Stiglitz, J. (2011). *Krutoe pike: Amerika i novy`j e`konomicheskij poryadok posle global`nogo krizisa* [Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy]. Moscow: E`ksmo [in Russian].
2. Roubini, N., & Mihm, S. (2011). *Kak ya predskazal krizis: e`kstrenny`j kurs podgotovki k budushhim potryaseniyam* [Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance]. Moscow: E`ksmo [in Russian].
3. Lyubich, O. O., Bortnikov, H. P., & Drobyazko, A. O. (2015). Sy`hnaly` rann`oho poperedzhennya bankivs`ky`kh kry`z [Early warning signals of banking crisis]. *Finansy`Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 7, 24–38 [in Ukrainian].
4. Hasanov, S. S., Lyubich, O. O., & Bortnikov, H. P. (2014). *Diyal`nist` bankiv za uchastyu derzhavy` v kapitali u 2014 roci* [The activities of banks with state participation in the capital in 2014]. Ky`yiv: DNNU "Akademiya finansovoho upravlinnya". Retrieved from http://ndfi.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=158&num=14 [in Ukrainian].
5. Derzhavni banky` v Ukrayini: stratehiya rozvy`tku [State banks in Ukraine: development strategy]. (2015). *Finansy`Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 11, 113–127 [in Ukrainian].
6. Internationak Monetary Fund. (2012). *Coping with High Debt and Slugging Growth: World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.
7. Londar, S. L., & Londar, O. S. (2016). *Derzhavna borhova polity`ka Ukrayiny` v konteksti dosvidu postsocialisty`chny`kh krayin – chleniv YeS* [State debt policy of Ukraine in the context of the experience of post-socialist countries – EU members]. Bila Cerkva: Vy`d. Pshonkivs`ky`j O. V. [in Ukrainian].
8. Official website of Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Retrieved from <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.
9. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2012). *Pro zatverdzhennya Poryadku zdijsnennya kontrolyu za ry`zy`kamy`, pov`yazany`my` z upravlinnyam derzhavny`m (miscevy`m) borhom* [On approval of the control of risks associated with the management of the state (local) debt] (Decree No. 815, August 1). Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-п> [in Ukrainian].
10. Commission Notice on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty to State aid in the form of guarantees. (2008, June 20). *Official Journal of the European Union*, C 155/10. Retrieved from <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:155:0010:0022:EN:PDF>.
11. Cabinat of Ministers of Ukraine. (2003). *Deyaki py`tannya diyal`nosti publichnoho akcionernoho tovary`stva "Derzhavny`j oshhadny`j bank Ukrayiny`"* [Some issues of Public Joint Stock Company "State Savings Bank of Ukraine"] (Decree No. 261, February 25). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/261-2003-п>.