

УДК 330.101.4

І. Г. Ганечко,

к.е.н., доцент, Київський національний торговельно-економічний університет, кафедра економіки підприємництва

## УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ

**Анотація.** В статті обґрунтовано проблеми залучення іноземних інвестицій у вітчизняні інфраструктурні проєкти. Визначено зміст та джерела валютного ризику. Проведено аналіз впливу держави, спонсорів проєкту та споживачів на ризик коливань обмінного валютного курсу.

**Annotation.** The problems of attracting foreign investment in national infrastructure projects were justified in the article. Content and sources of currency risk were defined. Analysis of the influence of the State, the project sponsors and consumers at risk of fluctuations in the exchange rate of the currency was conducted.

**Ключові слова:** інфраструктурний проєкт, валютний ризик, проєктне фінансування.

**Вступ.** Економічний розвиток будь-якої країни значною мірою пов'язаний із реалізацією масштабних інфраструктурних концесійних проєктів. Основні проблеми розвитку таких проєктів в Україні виникають через відсутність достатнього фінансування. Значна частина витрат на реалізацію проєктів в сфері інфраструктури (пов'язаних із будівництвом доріг, метро, модернізацією вітчизняної газотранспортної системи) фінансується за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій. На ці цілі направлена стратегія партнерства Світового банку з Україною на 2012-2015 роки [1].

Існує гостра конкуренція між країнами за залучення іноземних інвестицій для реалізації проєктів, які сприяють створенню робочих місць, запровадженню технологій та розвитку місцевої економіки. Несприятний інвестиційний клімат країн, економічний розвиток яких нестабільний, знижує ентузіазм приватних інвесторів, при цьому одним із основних ризиків проєктного фінансування в таких країнах є валютний ризик.

Оскільки рішення щодо довгострокового вкладання капіталу в інвестиційні проєкти іноземними інвесторами значною мірою залежать від ризиків зміни валютного курсу країни-реципієнта, то питання управління, розподілу та фінансування валютних ризиків є досить актуальними.

Окремі питання специфіки ризиків проєктного фінансування та фінансування концесійних інфраструктурних проєктів, зокрема, викладено в роботах Альошина С., Бардиша Г., Йескомба Е., Катасонова В., Косової Т., Кучеренка В., Морозова Д., Петрова М., Пересади А. та ін.

В той же час, незважаючи на наявні публікації із даної тематики, недостатньо уваги приділялося проблемам фінансування приватними інвесторами інфраструктурних проєктів та аналізу валютних ризиків, які при цьому виникають. Подальшого вивчення потребують питання ризиків, які виникають через валютні коливання, суттєво обмежуючи коло потенційних інвесторів і знижуючи ефективність використання інвестиційних ресурсів.

**Постановка задачі.** Метою статті є дослідження проблем розвитку інвестиційних концесійних проєктів в Україні та окремих питань управління ризиками, які виникають через коливання курсів валют.

**Результати.** Реалізація крупних інфраструктурних проєктів потребує значних капіталовкладень. В Україні фінансування таких проєктів певною мірою забезпечується завдяки співробітництву зі Світовим банком, Європейським банком реконструкції та розвитку, Чорноморським банком торгівлі та розвитку, Північним інвестиційним банком, Європейським інвестиційним банком та іншими міжнародними фінансовими інституціями. Проте розвиток вітчизняних галузей інфраструктури не забезпечений коштами в достатньому обсязі. Разом з тим, приватні іноземні інвестиції у вітчизняну інфраструктуру можуть стати одним із альтернативних джерел, вигідним для вітчизняної економіки та для іноземних інвесторів, які здійснюють капіталовкладення в інфраструктурні проєкти.

В міжнародній практиці реалізація інфраструктурних проєктів найчастіше здійснюється через концесійні угоди, які є особливою формою державно-приватного партнерства (юридичної особи державного сектора і проєктної компанії). На основі такого партнерства створюється проєкт для надання послуг або виконання робіт (для юридичної особи державного сектора або напряму населенню).

Проблеми дефіциту інвестиційних ресурсів в Україні пов'язані, в першу чергу, з наявністю несприятливих факторів зовнішнього середовища (серед яких: економічні, політичні, технологічні, соціальні та ін.), які підривають інвестиційний потенціал України, в той час як більшість країн Центральної та Східної Європи (Польща, Румунія, Угорщина, Чеська Республіка) залучали інвесторів протягом останніх десяти років шляхом запровадження політики відкритості, підвищення довіри через членство в Європейському Союзі, а також через впровадження агресивних стратегій просування прямих іноземних інвестицій.

Відповідно до проведеного компанією «Ернст енд Янг» дослідження інвестиційної привабливості країн Європи, у Центральній та Східній Європі відбувається відновлення інвестиційної активності після глобальної фінансової кризи 2008–2009 років. За даними аналітичного огляду, Україна є претендентом на інвестиції у даному регіоні: з 2006 до 2010 року країна займала 10-е місце за числом інвестиційних проєктів (178), та за кількістю створених робочих місць (7 487). В країнах Центральної та Східної Європи кількість проєктів, фінансованих за рахунок прямих іноземних інвестицій, збільшилася до 925 або на 22% (в 2010 р.), створено 65 372 робочих місця. Щодо України, то загальна вартість надходжень таких інвестицій в 2010 році скоротилася на 9% до 4,15 млрд. дол. США [2].

Ситуація в Україні характеризується великими коливаннями курсу гривні по відношенню до провідних світових валют (долар США, євро) та валюти основного торгового партнера України - російського рубля.

Так, динаміка курсових коливань національної грошової одиниці по відношенню до основних валют за останні чотири роки, яка представлена в таблиці 1, має девальваційну спрямованість (2008- 2011 рр.) і значну валютну волатильність [3].

**Таблиця 1.**  
Динаміка офіційного курсу гривні щодо іноземних валют  
(середній за період)

Назва валюти	2008	2009	2010	2011	Темп приросту, %		
					2009 до 2008	2010 до 2009	2011 до 2010
100 англійських фунтів стерлінгів	966,88	1219,48	1226,89	1277,71	26,13	0,61	4,14
100 доларів США	526,72	779,12	793,56	796,76	47,92	1,85	0,40
100 євро	770,80	1086,79	1053,29	1109,18	41,00	-3,08	5,31

10 російських рублів	2,11	2,47	2,61	2,72	17,06	6,04	3,93
1000 японських єн	51,40	83,45	90,52	100,04	62,35	8,47	10,52

За 2009 рік девальвація гривні по середньорічному курсу до попереднього року склала до англійського фунта стерлінгів – 26,13 %, до долара США – 47,92 %, євро – 41,0 %, російського рубля – 17,06 %, японської єни – 62,35 %. Коливання валютних курсів за період 2009-2011 рр. відбувалося значно повільніше, а курс євро в 2010 році показав динаміку поступового знецінення даної валюти, девальвацію відносно гривні (– 3,08 %) до 2009 року. Відносно незначне коливання валютних курсів пов'язане із застосуванням жорсткого валютного регулювання задля обмеження відтоку капіталів за кордон та підтримання пропозиції валюти на внутрішньому ринку. У 2011 році відбувалася подальша девальвація гривні, по середньорічному курсу 2010 року вона склала: до англійського фунта стерлінгів – 4,14 %, до долара США – 0,40 %, євро – 5,31 %, російського рубля – 3,93 %, японської єни – 10,52 %.

Характеризуючи зміст та джерела валютного ризику, слід зазначити, що валютний ризик призводить до зміни вартості проєкту або зміни вигід від проєкту, непередбачуваним результатом коливань обмінного курсу.

Існує два типи валютного ризику: проєктний та пов'язаний з ним ризик фінансування проєкту. Типові інфраструктурні проєкти передбачають надання послуг всередині країни, тому отримані в місцевій валюті доходи, як правило, не підлягають валютним ризикам. Якщо проєктна компанія залучає фінансування і здійснює інвестиції в проєкт в національній валюті, отримує виручку та несе усі витрати в процесі будівництва і експлуатації проєкту в цій же валюті, то валютний курс враховувати не обов'язково, хоча навіть внутрішні джерела фінансування мають світову вартість, що впливає на обмінний валютний курс.

Якщо має місце проєктний валютний ризик, тобто вхідні та вихідні грошові потоки проєкту залежать від курсу обміну валюти, то фінансова модель проєкту повинна враховувати потенційні зміни курсу національної валюти та інших видів валют, які використовуються для фінансування проєкту.

Сутність валютних ризиків полягає в тому, що при переведенні проєктної виручки в національній валюті або валюті продажів у валюту інвестора (кредитора) можуть мати місце втрати і зниження рентабельності проєкту, особливо в тих випадках, коли національна валюта має тенденцію до здешевлення по відношенню до валюти інвестора (кредитора). В зв'язку із вищезазначеним, виникає потреба в розподілі валютних ризиків.

Ризик коливань обмінного валютного курсу при реалізації концесійних інфраструктурних проєктів несуть три сторони:

- приватні інвестори (вітчизняні або іноземні акціонери або кредитори),
- уряд країни, в якій реалізовується концесійний проєкт (в кінцевому результаті – платники податків країни),
- споживачі послуг (населення).

Існують різні погляди щодо того, на кого із учасників концесійного проєкту мають покладатися валютні ризики, різні учасники концесійного проєкту мають неоднаковий вплив на такі ризики (таблиця 2).

По-перше, валютні ризики можуть покладатися на спонсорів проєкту (акціонерів проєктної компанії). При цьому такі ризики можуть бути диверсифіковані спонсорами проєкту, які можуть зменшити чутливість вартості своїх часток в проєкті через зменшення залежності від іноземних позик. В країнах, які розвиваються, може здійснюватися хеджування валютних ризиків. Приватні іноземні інвестори можуть зменшити ризик зміни обмінного курсу, обмежуючи час розміщення капіталу в країнах, де відбуваються коливання валютних курсів.

Таблиця 2.

Вплив споживачів, акціонерів, уряду на валютний ризик

	Споживачі	Акціонери	Держава (уряд)
Вплив на валютний ризик проєкту	Відсутній	Відсутній	Значний
Вплив на чутливість проєкту до валютного ризику	Обмежений, проте може змінюватися споживання у відповідь на зміну вартості використовуваних ресурсів	Можуть змінювати використовувані в проєкті ресурси у відповідь на зміну вартості ресурсів	Незначний
Можливість боротися з ризиком через захист (відмову) або диверсифікацію	Незначний	Значний	Незначний
Вплив на чутливість вартості часток інвесторів проєкту до валютного ризику	Відсутній	Значний (через зміну фінансової структури проєкту)	Відсутній

По-друге, валютний ризик може покладатися на уряд країни, в якій реалізовується концесійний проєкт, оскільки він несе відповідальність за макроекономічні рішення, які впливають на обмінний валютний курс. При реалізації інвестиційних концесійних проєктів, де однією із сторін концесійної угоди виступає держава, валютні ризики за наявності іноземних інвесторів бере на себе уряд. Повернення капіталу у тому випадку, коли місцева валюта не є конвертованою, і необхідні кошти іноземних інвесторів найбільш ефективно проводиться урядом. Однак існує багато макроекономічних чинників, не пов'язаних з проєктом, які необхідно також враховувати урядом. Державне регулювання направлено на подолання негативних наслідків ринкового регулювання валютних відносин, на досягнення рівноваги платіжного балансу, зниження рівня безробіття, інфляції, дефіциту бюджету.

Іноземні компанії виявляють інтерес до тих українських проєктів в секторі інфраструктури, в яких головну роль виконає держава і бере на себе майже всі ризики. Причини, через які іноземні інвестори ігнорують привабливий і капіталомісткий кластер української економіки пов'язані на даному етапі, перш за все, з фінансовою кризою в Єврозоні. Крім того, іноземні інвестори відмовляються розподіляти ризики, в тому числі, валютний, хоча розподіл ризиків – один з елементів державно-приватного партнерства

Використання державних гарантій разом з іншими інструментами страхування валютних ризиків може забезпечити ефективний розподіл ризиків в проєктах. При цьому термін дії державної гарантії в інфраструктурних проєктах має становити 10-15 років. Оформлення державної гарантії по кредитах чи інвестиціях в національній та в іноземній валюті дозволить нівелювати валютні ризики та ризики рефінансування. Така гарантія має носити безвідзвний та безумовний характер.

По-третє, валютний ризик можуть нести споживачі (населення), саме вони в кінцевому результаті повинні оплатити вартість послуг, при цьому валютний ризик може бути розподілений між значною кількістю споживачів; в результаті, ризик поглинається, проте такий інструмент управління проєктними ризиками, як поглинання є ефективним, якщо йдеться про незначний рівень ризику.

Відсутність захисту від валютних ризиків концесійних проєктів може мати негативний вплив на ціни та тарифи, тобто передбачати їх підвищення. Якщо тарифи та ціни не пов'язані з обмінним валютним курсом, вони повинні корелювати з індексами інфляції місцевої валюти, відображаючи вартість ресурсів.

Розподіл валютного ризику в практиці реалізації інвестиційних концесійних проєктів нерідко здійснюється через застосування формул коригування тарифів на послуги. Якщо допускається індексація, то тарифи можуть враховувати обмінний валютний курс такими способами:

- проводиться часткова або повна індексація цін або доходів концесіонера (приватного партнера по контракту) відповідно до змін валютного курсу;
- при реалізації проєкту вхідні витрати наскрізного контракту сплачуються клієнтами (споживачами) як реальні фактичні.
- контракт може передбачати повторні переговори з метою перегляду цін або доходів в тому випадку, коли обмінний курс виходить за межі встановленого діапазону.

Отже, споживачі знаходяться в невідгідному становищі щодо можливостей управління валютним ризиком, їх вплив обмежується можливою зміною обсягів споживання проєктної продукції (робіт, послуг).

При кредитуванні інвестиційних проєктів банками кредитор може запропонувати закрити валютні ризики шляхом надання мультивалютних кредитів (multi-currency loans), що дають позичальнику право вибору валюти при поверненні боргу, виходячи із фіксованого обмінного курсу. Кредитори мають можливості здійснювати хеджування подібних ризиків, використовуючи відповідні інструменти.

Більшість країн використовують змішаний підхід до коригування тарифів. Частина тарифу індексується, виходячи із інфляції вітчизняної валюти, частина індексується у відповідності до інфляції долара. Ведуться дебати щодо того, яка частка цін повинна індексуватися у зв'язку з місцевою інфляцією, а яка у відповідності до міжнародних цін. Механізми регулювання тарифів – це не просто пропозиція, уряди зарубіжних країн часто забезпечують гарантії обмінного курсу, щоб покрити суму погашення боргу, отриманого в іноземній валюті.

**Висновки.** Однією з умов економічного розвитку України є підвищення бізнес-активності інвесторів, залучення приватних іноземних інвестицій в масштабні інфраструктурні проєкти. Ризик знецінення національної валюти є одним із ризиків фінансування вітчизняних довгострокових концесійних проєктів. При цьому

виникає питання щодо розподілу та управління валютними ризиками. Ризики, які виникають при фінансуванні інфраструктурних проектів з використанням іноземної валюти можуть покладатися одну з трьох сторін: на спонсорів проекту, на державу та на споживачів послуг. Ризики мають бути передані тій стороні, яка може найбільш ефективно ними управляти; визначено, що за умови реалізації проектів в сфері інфраструктури найбільший вплив на валютний ризик має держава та спонсори проекту (акціонери).

При передачі сторонам інвестиційного проекту валютних ризиків, необхідно дотримуватися принципу оптимального їх розподілу, застосовувати інструменти хеджування та диверсифікації. На практиці ризик знецінення повернення грошових засобів потребує включення в проектну угоду оптимальних методів і процедур страхування. Передача ризиків є важливим елементом будь-якої концесійної угоди в галузях інфраструктури.

#### Список використаних джерел:

1. РБК Україна.- Режим доступу: <http://www.rbc.ua>.
2. Компанія «Ернст енд Янг» Звіт про прямі іноземні інвестиції в Україну, 2011 рік.- Режим доступу: <http://www.ey.com>.
3. Національний банк України .- Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
4. Попов А.И. Концессионные риски в государственно-частном партнерстве/А.И. Попов//Финансы и кредит. – 2007. -№9 (259). – С.34 –43.

*Стаття надійшла до редакції 05.03.2012 р.*



ТОВ "ДКС Центр"