

Онишко С.В., д.е.н., професор,
професор кафедри фінансових ринків
Національний університет державної податкової служби України

РОЛЬ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ УКРАЇНИ

Онишко С.В. Роль державних цінних паперів у реструктуризації боргових зобов'язань України. У статті проведено аналіз стану державних боргових зобов'язань та факторів, які впливають на їх динаміку. Проаналізовано досвід та особливості реструктуризації державних боргових зобов'язань в Україні. Розглянуто державні цінні папери як основну форму боргових зобов'язань держави та інструмент реструктуризації. Проаналізовано значення реструктуризації боргових зобов'язань України в умовах трансформації економіки в цілому. Сформульовано окремі напрями вдосконалення реструктуризації боргових зобов'язань в Україні.

Ключові слова: державні цінні папери, боргові зобов'язання, реструктуризація боргових зобов'язань, боргове навантаження, дефіцит бюджету.

Онишко С.В. Роль государственных ценных бумаг в реструктуризации долговых обязательств Украины. В статье проведен анализ состояния государственных долговых обязательств и факторов, влияющих на их динамику. Проанализированы опыт и особенности реструктуризации государственных долговых обязательств в Украине. Рассмотрены государственные ценные бумаги как основная форма долговых обязательств государства и инструмент реструктуризации. Проанализировано значение реструктуризации долговых обязательств Украины в условиях трансформации экономики в целом. Сформулированы отдельные направления совершенствования реструктуризации долговых обязательств в Украине.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, долговые обязательства, реструктуризация долговых обязательств, долговая нагрузка, дефицит бюджета.

Onyshko S.V. The role of government securities to restructure debt Ukraine. This article provides an analysis of government debt and the factors that influence their dynamics. The experience and features of the restructuring of public debt in Ukraine. Government securities are considered as the main form of debt instrument and state restructuring. Analyzed the importance of restructuring the debt of Ukraine in the economic transformation in general. Formulated separate directions of improvement of debt restructuring in Ukraine.

Keywords: government securities, bonds, restructuring debt, debt burden, budget deficit.

Постановка проблеми. В умовах боргової кризи реструктуризація боргових зобов'язань є одним із механізмів управління державним боргом, оскільки надає державі можливість відстрочки виплати боргу та зміни графіків його погашення. Однак це накладає відповідне навантаження на бюджет країни та впливає на якісний рівень соціально-економічних процесів. Тому актуальним є комплексне дослідження умов, факторів і наслідків суперечливого впливу реструктуризації державних боргових зобов'язань на соціально-економічний розвиток країни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Динамічний розвиток ринку боргових зобов'язань сприяв зростанню інтересу наукових кіл до проблеми його реструктуризації. Дане питання розглядали у своїх працях такі вітчизняні науковці: Л. Алексеєнко, О. Кириченко, Г. Кучер, І. Лютій, С. Львовичкін, С. Омельчук, В. Опарін, О. Охрименко, Р. Рак, О. Рожко, В. Федосов, С. Юрій та ін. Незважаючи на достатній рівень розробки досліджуваної проблематики, багато питань недостатньо вирішені та потребують наукових досліджень.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження реструктуризації боргових зобов'язань шля-

хом випуску державних цінних паперів та розробка практичних рекомендацій щодо підвищення її ефективності.

Виклад основних результатів. В Україні накопичений досвід реструктуризації державних боргових зобов'язань. Процедура реструктуризації в різних її формах свого часу дала органам державної влади змогу вирішити проблему обслуговування державного боргу, досягти фінансової стабілізації та забезпечити умови для подальшого припливу іноземних інвестицій на внутрішній ринок.

Кредитні відносини в Україні з моменту проголошення її незалежності були неоднозначними, управління державними борговими зобов'язаннями здійснювалось за допомогою різноманітних методів, тому доцільним буде дослідити передумови та фактори що призвели до їх реструктуризації.

Період 1995–1998 рр. відзначився здійсненням активних запозичень як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, та характеризувався безсистемним накопиченням державного боргу, переважанням обсягів зовнішніх запозичень над внутрішніми [1]. Джерелами фінансування бюджетного дефіциту були запозичення в міжнародних фінан-

сових організацій (Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Міжнародного банку реконструкції і розвитку та Європейського банку реконструкції і розвитку), випуски облігацій внутрішньої державної позики та емісія Національного банку України.

Таблиця 1
Структура джерел фінансування дефіциту державного бюджету в 1995–1998 рр., %

Роки	Зовнішнє фінансування	Облігації внутрішньої державної позики	НБУ
1995	19,9	7,5	72,6
1996	22,9	37,0	40,1
1997	26,6	71,7	1,7
1998	63,4	35,7	0,9

Джерело: складено за даними [2; 3]

У 1995–1998 рр. здійснювалося розміщення короткострокових ОВДП, які мали високий попит серед учасників фінансового ринку. Номінальна і реальна дохідність ОВДП знаходилися на високому рівні, цьому сприяв і високий темп інфляції. Державний бюджет переважав новими і старими боргами, що породило підвищення вартості запозичень, тому наприкінці 1998 р. органи державної влади зіткнулися з труднощами щодо погашення власних боргових зобов'язань, за якими настав термін розрахунку. В Україні вперше було розпочато комплекс заходів щодо зниження темпів зростання державного боргу, який у 1999 р. перетнув критичну межу 60% і становив 61% від ВВП [2], шляхом конверсійних процедур та продовження середнього терміну погашення державних боргових зобов'язань за допомогою реструктуризації.

Як наслідок, протягом 1998–2000 рр. через неможливість сплачувати високі відсотки за ОВДП уряд провів реструктуризацію наявного портфеля внутрішніх облігацій шляхом випуску конверсійних облігацій внутрішньої державної позики з термінами погашення 36, 42, 48, 54, 60 та 66 місяців із метою заміни на добровільних засадах облігацій внутрішніх державних позик 1997 та 1998 рр., що дало змогу відтермінувати розрахунки на 2001–2004 рр. Для нерезидентів, що володіли ОВДП, були випущені спеціальні євробонди [4].

Такий початковий досвід уряду України фінансування дефіциту бюджету за допомогою випуску ОВДП, зокрема використання залучених ресурсів не на проведення необхідних економічних реформ, а спрямування їх на фінансування бюджету та погашення раніше одержаних позик, не сприяв економічному розвитку країни, а здійснена реструктуризація ОВДП була сприйнята світовою спільнотою негативно та вплинула на довіру потенційних інвесторів до держави як позичальника.

У зв'язку з необхідністю обслуговування фінансових зобов'язань, накопичених протягом указанного

періоду, та для покриття бюджетного дефіциту, який у 1997 р. сягнув 6,8% ВВП, у II півріччі 1997 р. Україна скористалася комерційними фідучіарними позиковими ресурсами на міжнародному фінансовому ринку. Однак у зв'язку з низьким кредитним рейтингом України ці позики були короткотерміновими (один-три роки) і з відсотковими ставками в межах 10–17 % на відміну від позик МБРР, які надавалися на 18–20 років під 7–8% річних. Протягом 1997–1998 рр. у такий спосіб було залучено 2,53 млрд. дол. США [2].

Залучені фідучіарні позики позначилися на структурі джерел фінансування дефіциту, питома вага зовнішнього фінансування у 1998 р. зросла до 60,4%. Необгрунтоване залучення комерційних позик призвело до проблем з їх поверненням через високі відсоткові ставки та щільність графіків погашення, що спричинило проведення реструктуризації та оформлення нових позик під вищі відсотки. Протягом 1997–1998 рр. біло прийнято вісім рішень про отримання комерційних позик без урахування фінансових наслідків таких запозичень та прогнозів платоспроможності країни.

Внаслідок проведеної реструктуризації сума державного боргу зменшилася на 152 млн. 56,7 тис. дол. США.

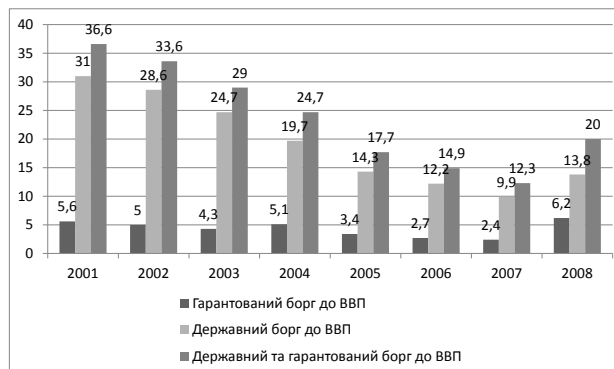


Рис. 1. Співвідношення державного та гарантованого державного боргу до ВВП у 2001–2008 рр.

Джерело: складено за даними [2; 3]

Метою проведення реструктуризації комерційної заборгованості було обмін та приведення вітчизняних облігацій, що випускалися раніше на різних умовах до уніфікованого вигляду, оскільки накопичена на цей час заборгованість мала незручну для уряду структуру управління. Це дало змогу сформувати пом'якшену структуру обслуговування державного боргу на наступні сім років.

У період 2000–2001 рр. проведена реструктуризація державного боргу перед комерційними кредиторами була завершена, що дало змогу здійснити заміну 99,9% комерційних зовнішніх боргів на євроблігації із шоквартальними купонами 10% та 11% річних.

Після завершення програми реструктуризації комерційних позик Міністерство фінансів України розпочало роботу над пом'якшенням боргу перед членами Паризького клубу кредиторів, сума боргових зобов'язань перед якими станом на 2000 р. становила 980 млн. дол. США. Переговори з Паризьким клубом кредиторів тривали до липня 2002 р. При цьому вдалося домовитись про реструктуризацію 580 млн. дол. США боргу із 980 млн. дол. США, оформити відтермінування платежів на 12 років із трирічним пільговим періодом та погашенням 18-ма рівними частинами. Виплата відсотків супроводжувалася їх амортизацією, зокрема з березня 2003 р. ставка амортизації зросла до 9,3%, що зумовило зростання суми зовнішніх виплат.

У 2001 р. було схвалено Концепцію державної боргової політики на 2001–2004 рр., яка визначала оптимальні джерела фінансування з наданням переваги внутрішнім ресурсам, декларувала необхідність зменшення боргового тягаря, запобігання зростанню зовнішнього боргу та створення ефективної системи управління державним боргом. Зазначені пріоритети стали основою боргової політики України на найближчий період [5].

Слід зазначити, що проведена реструктуризація дала змогу зняти поточне боргове навантаження і розподілити його на майбутні періоди. Це призвело до додаткових витрат з обслуговування державного боргу, проте органи державної влади отримали додатковий час для впровадження більш зваженої боргової політики, а також для перегляду відносин із міжнародними фінансовими організаціями.

Подальше функціонування ринку боргових зобов'язань, зокрема в 2001–2007 рр., відбувалось під впливом поступової макроекономічної стабілізації в країні та становлення на законодавчому рівні прогнозованих та стійких засад функціонування ринку ОВДП. Разом із тим необхідність погашення раніше отриманих позик частково зумовлювала наявність дефіциту бюджету України.

Тому було відновлено кредитування Міжнародного валютного фонду за програмою Stand-by, за якою Україна отримала протягом 2008–2010 рр. 14,4 млрд. дол. США. У 2008 р. отримано кредит від Світового банку на погашення бюджетного дефіциту в розмірі 0,8 млрд. дол. США [2]. Ці транші були традиційно використані не на цілі розвитку, а на поточні видатки і вже в 2012–2013 рр. призвели до рекордних виплат за зовнішнім боргом. Для диверсифікації джерел фінансування уряд не менш масштабно залучав кредити і всередині країни.

Крім того, у 2008–2015 рр. розміщувалися спеціальні ОВДП із метою докапіталізації компанії «Нафтогаз України» та комерційних банків, що постраждали під час світової фінансової кризи, а також для збільшення статутного капіталу «Ощадбанку» та «Укресімбанку». Проте в ринковому обігу перебували тільки звичайні ОВДП, розміщені на регулярних аукціонах

Міністерства фінансів України [2]. На графіку (рис. 2) наведено загальні обсяги розміщення ОВДП, що включають папери, випущені для капіталізації банків і НАК «Нафтогаз України», та кошти, які були залучені безпосередньо на бюджетні потреби.

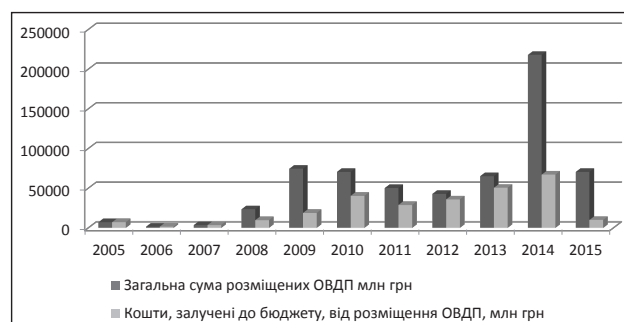


Рис. 2. Загальна сума розміщених ОВДП та коштів, залучених до бюджету

Джерело: складено за даними [2]

У 2010–2011 рр. уряд робив спроби розміщувати ОВДП із більш довгими термінами обігу – три та п'ять років. Великого попиту на них поки що немає. У 2011 р. Міністерство фінансів запропонувало ринку довгострокові амортизаційні державні облигації (ДАДО) та довгострокові державні облигації з достроковим погашенням (ДДОДП), але через свою незвичність вони поки що не користуються великим попитом у гравців ринку.

Позики, що накопичилися протягом 2008–2013 рр., стали причиною загрозливого боргового стану, в якому Україна підійшла до кардинальних змін фінансової політики після зміни влади в 2014 р., а станом на вересень 2015 р. величина державного боргу досягла критичного рівня у 90% ВВП. Це стало наслідком декількох факторів: значного нако-

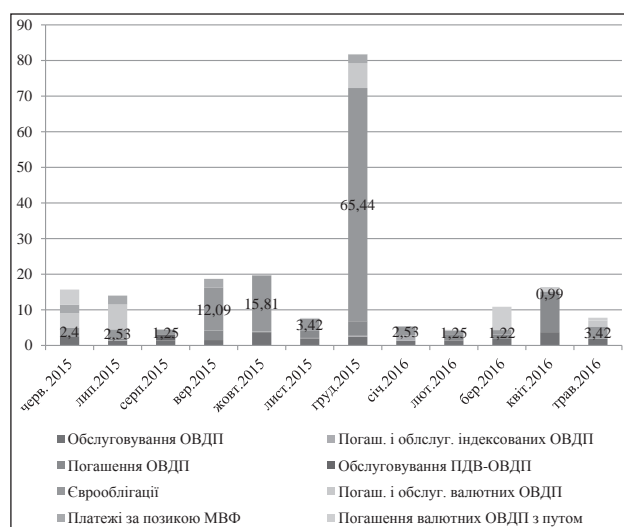


Рис. 3. Виплати за державними внутрішніми і зовнішніми зобов'язаннями станом на кінець 2015 р.

Джерело: складено за даними [2]

пиченого боргу, що продовжує зростати, спаду ВВП та девальвації національної валюти, що спричинило курсову переоцінку боргу [6, с. 46–47]. У результаті уряд виявився неспроможним обслуговувати боргові зобов'язання за рахунок державного бюджету, що зумовило об'єктивну необхідність у реструктуризації. Враховуючи календар боргових виплат, найбільш напруженим для системи державних фінансів мав би бути грудень 2015 р. (рис. 3).

Реструктуризація зовнішніх боргових зобов'язань України в 2015 р. відбулася після отримання першого траншу Міжнародного валютного фонду відповідно до програми розширеного фінансування. Вона передбачала зниження тиску на платіжний баланс країни, зростання платоспроможності, забезпечення рівності та прогнозованості боргових виплат. Умовами реструктуризації передбачалося списання Україні 20% номінальної вартості боргу, що загалом становить 3,6 млрд. дол. США. Також реструктуризацією

передбачено обмін зовнішніх облігацій на дев'ять нових серій, платежі за якими будуть проводитися рівними частинами з 2019 до 2027 р. Продовжено терміни виплати за всіма випусками єврооблігацій на чотири роки (з 2015–2023 рр. на 2019–2027 рр.).

Згідно з умовами обміну, дохідність нових зовнішніх облігацій становитиме 7,75% замість 7,2% річних, а термін погашення – 2019–2027 рр.

Списання боргових зобов'язань передбачає застосування так званого «механізму компенсації», тобто випуску нового фінансового інструменту компенсації вартості, який отримають до нових облігацій їх власники. Це спеціальні державні деривативи, виплата за якими прив'язується до індексу приросту реального ВВП протягом 2021–2040 рр. Відповідно до умов реструктуризації, виплати кредиторам за державними деривативами доведеться здійснювати до кінця 2040 р., оскільки вони не можуть бути достроково викуплені.

Таблиця 2

Перелік зовнішніх боргових зобов'язань, запропонованих для реструктуризації

№	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Рік виникнення боргового зобов'язання	2005	2006	2007	2010	2010	2011	2012	2012	2013
Рік погашення боргового зобов'язання	2015	2016	2017	2020	2015	2021	2017	2022	2023

Джерело: складено за даними [7]

Таблиця 3

Умови розміщення облігацій зовнішніх державних позик у 2015 р.

Номер серії	Загальна сума	Дохідність	Дата погашення
1	1 154 939 000 дол. США	7,75 %	01.09.2019
2	1 530 997 000 дол. США	7,75%	01.09.2020
3	1 377 761 000 дол. США	7,75%	01.09.2021
4	1 354 820 000 дол. США	7,75%	01.09.2022
5	1 330 114 000 дол. США	7,75%	01.09.2023
6	1 315 072 000 дол. США	7,75%	01.09.2024
7	1 306 032 000 дол. США	7,75%	01.09.2025
8	1 295 404 000 дол. США	7,75%	01.09.2026
9	1 286 228 000 дол. США	7,75%	01.09.2027

Джерело: складено за даними [7]

Таблиця 4

Виплати за інструментами компенсаційної вартості – державними деривативами

Приріст ВВП	Сума виплат
до 3%	проведення виплат здійснюватися не буде
від 3% до 4%	виплати становитимуть 15% від різниці фактичного зростання і порогу в 3%
понад 4%	до виплат, які розраховані для зростання ВВП на 3–4 %, додається 40% від перевищення порогу в 4%

*Умовами випуску передбачено, що протягом 2021–2025 рр. сума виплат не може перевищувати 1% ВВП, проте лише до 2025 р.

Джерело: складено за даними [7]

Проблема виконання зовнішніх боргових зобов'язань для України загострюється переважно через брак валютних коштів, що є також причиною виникнення зовнішніх поточних неплатежів країни. Саме нестача іноземної валюти призводить до реструктуризації державних боргових зобов'язань. Причому всі реструктуризації здійснені на невідгідних для України фінансових умовах, збільшуючи обсяги її зобов'язань за рахунок відсотків [8, с. 25].

Висновки. Протягом досліджуваного періоду реструктуризація боргових зобов'язань здійснювалася шляхом пролонгації боргових виплат, що дає

зможу перенести строки платежів та перетворити короткотермінові та середньотермінові зобов'язання у довготермінові. Однак недоліком такої схеми є зростання вартості боргових зобов'язань, що спричиняє зниження кредитоспроможності держави. Наявна в Україні система управління боргами дає змогу вирішувати поточні завдання з реструктуризації зобов'язань, але її ефективність як повноцінного інструменту макроекономічного управління залишається низькою. Передусім істотним недоліком управління борговими зобов'язаннями є відсутність законодавчо закріплених цілей державних запозичень.

Список літератури:

1. Аналіз стану реструктуризації державних зовнішніх боргових зобов'язань / Рахункова плата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/index>.
2. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.
3. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
4. Про випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року : Постанова Кабінету Міністрів України від 25 серпня 1998 р. № 1343 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1343-98-п>.
5. Постанова Кабінету міністрів України «Про схвалення Концепції державної боргової політики на 2001 – 2004 роки» від 28.09.2000 № 1483 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1483-2000-%D0%BF>.
6. Лондар С. Вплив реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань перед приватними кредиторами на боргову стійкість України / С. Лондар, К. Кузнецов, І. Верещака // Фінанси України. – 2016. – № 1. – С. 39–56.
7. Постанова Кабінету міністрів України «Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання» № 912 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/cardnpd?docid=248623211>.
8. Барановський О. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку / О. Барановський // Фінанси України. – 2016. – № 1. – С. 20–38.
9. Рибак О. Оптимізація структури фінансування державних запозичень за рахунок облігацій внутрішніх державних позик / О. Рибак, Х. Парацій // Інноваційна економіка. – 2015. – № 3. – С. 208–212.