

ДЕЯКІ АСПЕКТИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Олександр Бец,
аспірант кафедри
фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет імені
Вадима Гетьмана»

Стаття присвячена важливим і актуальним, як з точки зору економічної теорії, так і фінансової прагматики, питанням боргової політики держави. В центрі матеріалу аналіз складу та структури державного боргу України, зрушень в русі боргових потоків в контексті ОВДП. Метою публікації є визначення впливу боргової політики на основні інтеграційні процеси України, з врахуванням досвіду розвинутих країн світу.

Глобальна фінансова криза, впливаючи на економічну рецесію в Україні, викликала зростання потреб держави у позикових ресурсах. У зв'язку з цим, а також через значну девальвацію національної валюти, протягом 2008-2011 років сума державного і гарантованого державою боргу зросла більше, ніж у три рази.

За останні роки динаміка зростання державного боргу набула загрозливих темпів. У світовому рейтингу країн з найбільшим приростом запозичень Україна займає 13-е місце.

Допоки існувала сприятлива зовнішня кон'юнктура, негативні прояви від неадекватності фіскальної політики обмежувались лише високою інфляцією. Однак із зміною зовнішньої кон'юнктури проявились усі хиби політики, що проводилась. Інфляція що галопувала протягом останніх 5 років врешті - решт призвела до закономірного результату - різкого падіння курсу національної грошової одиниці у 2008 році на 50%, та збільшення вартості обслуговування та повернення зовнішніх запозичень на відповідний відсоток.

Одним із важливих показників, який характеризує ефективність боргової політики країни та її спроможність виконувати боргові зобов'язання, є співвідношення платежів з погашення та обслуговування державного боргу до доходів та видатків загального фонду державного бюджету. Після боргової кризи 1998 року, коли сумарні боргові виплати сягнули 71,4 відсотка річного обсягу дохідної частини держбюджету, здійснення упродовж 1999-2002 років реструктуризації боргових зобов'язань дало змогу суттєво знизити навантаження на державний бюджет.

Протягом 2006-2008 років спостерігалось поступове зниження обсягів платежів за державним боргом, але у 2009 році внаслідок впливу світової фінансово-економічної кризи бюджетні витрати на погашення та обслуговування державного боргу зросли більш як у 4 рази, з 0,98 відсотка у 2008 році до 4,33 відсотка ВВП на кінець 2009 року, що є найвищим рівнем показника з 1999 року.

Основною рисою проведення вітчизняної боргової стратегії протягом 2000 - 2008 було фінансування бюджетних дефіцитів переважно за рахунок зовнішніх запозичень, недооцінюючи роль та значення внутрішніх державних запозичень для розвитку внутрішнього фінансового ринку. Керуючись нижчою поточною вартістю запозичень в іноземній валюті, Міністерство фінансів надавало перевагу зовнішнім запозиченням. При цьому, проблема валютно-курсних ризиків ігнорувалась.

Валюта, що надходила із зовнішніх джерел¹, викупувалась Національним банком, провокуючи інфляційні процеси. У відповідь Національний банк змушений був здійснювати стерилізаційні операції. Тобто, з одного боку, уряд для фінансування дефіциту бюджету залучав зовнішні кошти, обмінював їх на гривню у НБУ, а той, щоб обмежити зростання грошової бази, змушений був вилучати надлишкову ліквідність шляхом випуску депозитних сертифікатів. Це призводило до подвійних втрат для держави - уряд сплачував відсотки за користування коштами зовнішніх кредиторів, а НБУ - банківській системі за депозитними сертифікатами [9].

Низький обсяг запозичень на внутрішньому ринку, був не єдиною причи-

¹ Зовнішні запозичення СЗДУ та приватизаційні надходження, які переважно мали зовнішнє походження.

ною низької їх ліквідності та оборотності. Незважаючи на те, що внутрішній ринок ДЦП був запроваджений у 1996 році, не були здійснені кроки щодо підвищення ефективності його функціонування. Зокрема не запроваджений інститут первинних дилерів, відсутні похідні та інші фінансові інструменти та механізми призначені для підвищення ліквідності, зменшення вартості та ризиків державних запозичень.

Відповідно, виконання функцій ОВДП, подібних до тих, які здійснюють гроші, практично не здійснювалися. Відсутність ефективного вторинного ринку ОВДП не дозволила комерційним банкам швидко оперувати своєю ліквідністю, через що ОВДП купувалися здебільшого з інвестиційною метою (і відповідною для інвестицій дохідністю)², або в умовах надлишкової ліквідності. Оборотність ОВДП на вторинному ринку хоча й підвищилась до 6,4 разів у 2007 році з мінімальних 0,1% у 2003 році, однак все ще залишається низькою. Про відсутність зацікавленості комерційних банків в інвестуванні в ОВДП з метою потенційного рефінансування іншими фінансовими установами, крім Національного банку, свідчить зниження частки ОВДП у структурі їх активів із 3,5 % у 2002 році до 0,9 % у 2007 році. Якщо ж від цієї статистики відняти долю Ощадного банку, участь у фінансуванні дефіциту бюджету якого обумовлена залежністю від уряду, ця частка знизиться до рівня 0,5 - 0,8%.

Крім низької ліквідності, внутрішні ДЦП також не відповідають статусу без

ризикових активів, що в умовах нестабільної роботи фінансових ринків, не дає змоги використовувати їх для акумулювання внутрішніх та зовнішніх заощаджень з метою стимулювання внутрішнього попиту за рахунок цих коштів. Ризиковість внутрішніх державних запозичень обумовлюється:

- Низьким кредитним рейтингом держави, що зумовлений високою залежністю стану державних фінансів від зовнішньої кон'юнктури на світових фінансових та товарних ринках. Тому, навіть при незначних обсягах державного боргу, внутрішні суб'єкти заощаджень не розглядають вкладення в ОВДП, як найбільш без ризикову форму збереження вартості своїх активів (Табл. 1.)

- Середньозважена відсоткова ставка ОВДП з терміном обігу до 1 року у 2009-2010 роках, переважно, була вищою за відсоткові ставки на міжбанківському ринку за кредитами, що надавались депозитним установам - резидентам, з терміном обігу від 6 до 12 міс. (рис. 1.). Тобто, перебирати на себе функцію акумулювання внутрішніх заощаджень в умовах недовіри до банківської системи, держава не може, оскільки не володіє достатнім рівнем довіри, не лише порівняно із закордонними емітентами фінансових інструментів, а й з деякими вітчизняними корпоративними фінансовими установами. Зниження залежності стану державних фінансів від зовнішньої кон'юнктури є необхідною умовою для підвищення статусу ДЦП до без ризикових фінансових активів.

Таблиця 1

Кредитні рейтинги уряду України станом на 2011 рік

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань в національній валюті		Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання		
«Fitch Ratings» (Fitch)	B	B	B	-	Позитивний	21 липня 2011 р. – переглянуто прогноз
«Standard and Poor's» (S&P)	B+	B	BB-	B	Стабільний	29 липня 2010 р. – переглянуто прогноз та підвищено рейтинги
«Rating and Investment Information, Inc.» (R&I)	B+	-	-	-	Стабільний	31 березня 2011р. – підтверджено прогноз та рейтинг
«Moody's Investors Service» (Moody's)	B2	-	B2	-	Стабільний	11 жовтня 2010 р. – переглянуто прогноз

Джерело: Міністерство фінансів України

² Варто також наголосити і на існуванні зворотного зв'язку між депозитними сертифікатами та ОВДП. Використання перших із стерилізаційною метою призводить до конкуренції між цими двома видами цінних паперів, і гальмує розвиток вторинного ринку ОВДП, оскільки депозитні сертифікати мають короткостроковий характер, а тому є більш конкурентними в якості інструменту регулювання ліквідності комерційних банків, оскільки навіть високоліквідний ринок за ступенем ліквідності не зрівняється із ними чи справжніми гріншми.

- Недовіра до стабільності вітчизняної валюти відносно інших іноземних валют. Навіть якщо існує повна довіра до уряду та його спроможності розраховуватись за борговими зобов'язаннями, цього не достатньо для збереження реальної вартості вкладених в ОВДП активів, оскільки це ще не забезпечує позитивної або принаймні невід'ємної реальної доходності. Тут, дається взнаки також орієнтація ринкових суб'єктів переважно на реальну доходність в перерахунку в іноземній валюті, яка обумовлюється тим, що національна грошова одиниця так і не стала повноцінним засобом накопичення, внаслідок чого левову частку позикових та боргових ресурсів було надано у іноземній валюті. Тому, здатність центрального банку забезпечити цінову та валютно-курсову стабільність, є настільки ж важливою, як і високий довіра кредиторів до уряду.

- Невдалий графік погашення та обслуговування державного боргу. Непос-

лідовна політика запозичень була причиною нерівномірного розподілу боргового навантаження у часовій перспективі. Ситуативний підхід до формування строкової структури боргу і дискретність запозичень на різних умовах спричиняють «пікові» перевантаження платежів, які, в свою чергу, провокують боргову кризу. При цьому навіть прийнятні умови окремих нових позик не виключають негативного сукупного впливу на загальний графік управління і обслуговування боргу (рис.2.)

Розрахунок нетто-боргових виплат дозволяє оцінити рівень фактичного навантаження на державний бюджет України. Негативне сальдо залучень-виплат свідчить про те, що упродовж останніх п'яти років позичкові кошти майже повністю спрямовувалися на погашення і обслуговування існуючих боргових зобов'язань.

Важливо також зауважити, що реальне навантаження боргових виплат на



Рис. 1. Вартість запозичень для комерційних банків та уряду 2010 р.

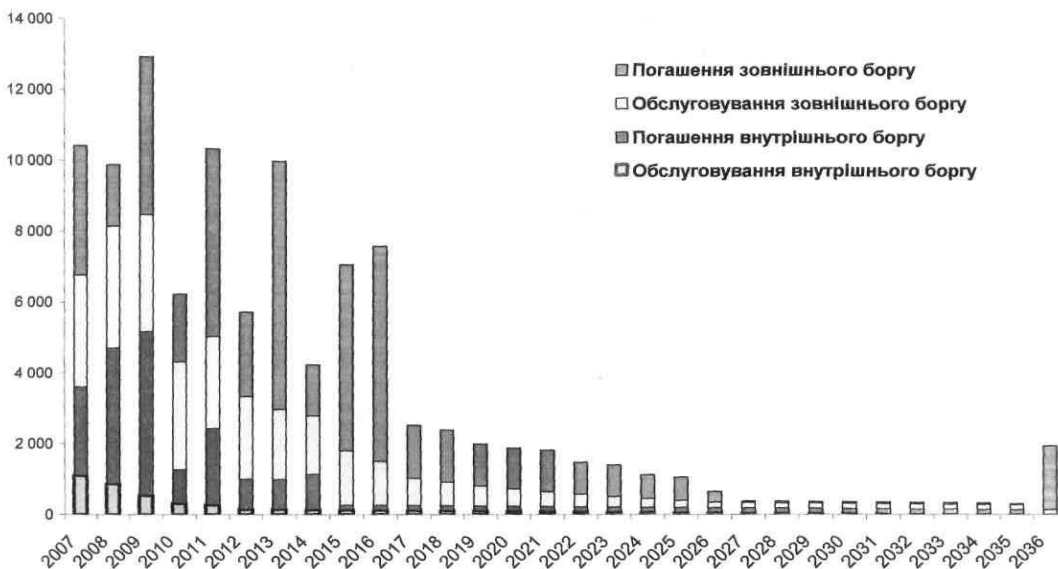


Рис. 2. Планові платежі з погашення та обслуговування державного боргу до 2036 року (за діючими угодами з урахуванням очікуваних запозичень 2010 року млн.грн.) (2)

державний бюджет є значно більшим, оскільки за існуючої методології обрахунку державного боргу до складу останнього не включається низка внутрішніх та зовнішніх зобов'язань уряду, виплати за якими здійснюються з державного бюджету. Зокрема, йдеться про виплати знецінених заощаджень громадян, нереструктуризовану заборгованість із відшкодування ПДВ, погашення та обслуговування боргу перед комерційними банками, погашення кредиторської заборгованості бюджетних організацій, що накопичилась у минулі роки, реструктуризовану заборгованість за внесками до міжнародних організацій тощо.

- Грошово-кредитна та валютно-курсова політика НБУ є дуже залежною від зовнішньої кон'юнктури та надходжень іноземної валюти в країну. В періоди нестабільності на фінансових ринках, що супроводжується від'ємним сальдо зовнішніх надходжень капіталу та більшою схильністю до заощаджень у готівковій іноземній валюті, національна валюта девальвує, позбавляючи інвесторів в ОВДП можливості зберегти реальну вартість своїх активів в перерахунку в іноземних валютах.

- Відсутність довіри до національної грошової одиниці також не дає змоги використовувати емісійні кошти, як це відбувається в країнах, із більш незалежним від зовнішніх умов фінансовим ринком, в тому числі і на фінансування дефіциту бюджету. Як показала практика кінця 2008 року, емісійні кошти відразу потрапляють на валютний ринок, що ще більше дестабілізує ситуацію на валютному ринку та підриває довіру до національної грошової одиниці.

Незадовільний фінансовий стан державних фінансів, низька довіра до національної грошової одиниці та низька ліквідність внутрішнього ринку ДЦП не дають змоги на даному етапі використовувати їх для усунення недосконалості функціонування внутрішнього фінансового ринку. Високі інфляційні ризики та недовіра до наявних фінансових інструментів змушує ринкових суб'єктів зберігати свої заощадження в іноземній валюті, до того ж, в неорганізованій формі, виводити їх закордон, або віддати перевагу поточному споживанню. У кризових умовах, це

негативно впливає на курс національної валюти та призводить до відповідних дій НБУ щодо обмеження пропозиції грошової бази, що призводить до зменшення обсягів кредитування економіки.

Слід зазначити, що Міністерство фінансів зіштовхнулося зі значними труднощами, які були пов'язані з неможливістю залучення достатніх позичень за прийнятною вартістю на внутрішньому ринку через низький рівень його розвитку та з відсутністю доступу до світових ринків капіталу. Через таку ситуацію було активізовано заходи щодо розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Зростання частки державного (безумовного) боргу з 71,4 відсотка в 2009 році до 74,8 відсотка в 2010 році в основному відбулося через необхідність випуску ОВДП на вирішення проблемних питань, таких як погашення заборгованості минулих років з відшкодування ПДВ, збільшення статутного капіталу Державної іпотечної установи, НАК «Нафтогаз України», ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України».

У структурі державного боргу України найбільшу частку (42,8 відсотка) становить борг за облігаціями внутрішньої державної позики. Зовнішній борг за позиками, наданими міжнародними фінансовими організаціями, становить 25,7 відсотка загальної суми державного боргу України, за облігаціями зовнішньої державної позики - 22,1 відсотка.

2010 рік став непересічним досягненням на ринку державних цінних паперів: при рекордних обсягах випуску облігацій внутрішньої державної позики процентна ставка за цими випусками суттєво зменшилась. Частка внутрішнього боргу у структурі державного боргу за 2010 рік зросла з 40,1 відсотка до 43,8 відсотка.

Згідно з затвердженим графіком проведення розміщень облігацій внутрішніх державних позик у 2010 році Міністерством фінансів здійснювалось розміщення короткострокових та середньострокових державних облігацій.

Зокрема, за III квартал 2010 року було проведено 54 розміщення облігацій внутрішньої державної позики,

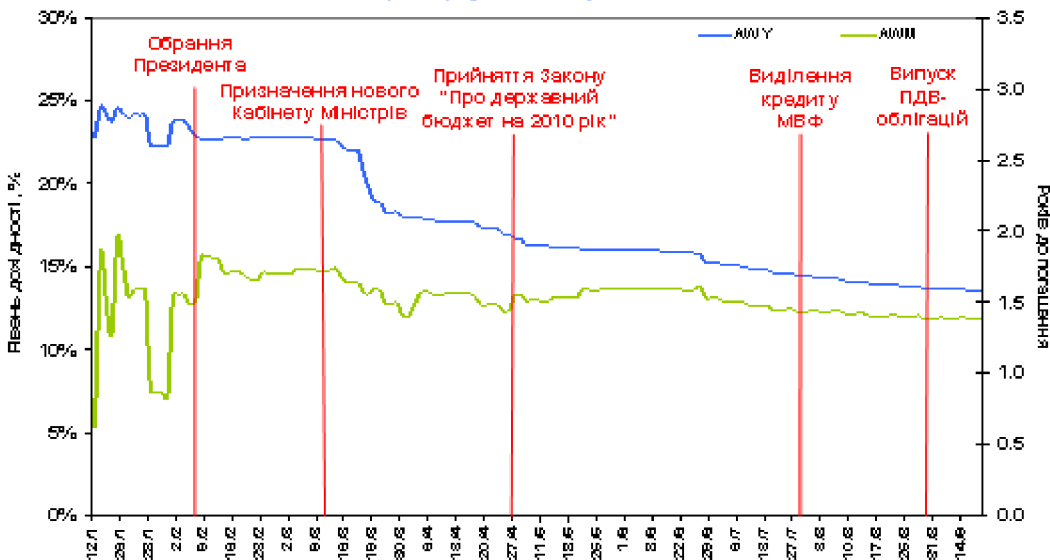
з яких відбулось 42 розміщення. В результаті проведених розміщень, було реалізовано 11 606 165 шт. облігацій внутрішньої державної позики зі строком обігу від 3 місяців до п'яти років, від продажу яких до бюджету надійшло близько 11 053 349,9 тис. грн. Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики в III кварталі 2010 року склала 9,90 % (Рис. 3.)

Незважаючи на великий обсяг зобов'язань, у 2010 році вжито дієвих заходів щодо обмеження зростання державного боргу та збільшення доходів бюджету, що дало змогу зменшити співвідношення платежів з погашення та обслуговування державного боргу до доходів загального фонду державного бюджету до 19,7 відсотка проти 25,3 відсотків на кінець 2009 року. (Рис 4.)

Протягом червня-вересня Міністерство фінансів активно працювало над випуском ОЗДП 2010 року у доларах США і 23 вересня поточного року за підтримки управляючих лід-менеджерів здійснило успішний випуск цих облігацій на суму 2 млрд. дол. США (500 млн. дол. США за фіксованою ставкою 6,875% річних з терміном погашення у 2015 році та 1,5 млрд. дол. США за фіксованою ставкою 7,750% річних з терміном погашення у 2020 році) з комісією у розмірі 0%. З точки зору іноземних інвесторів це був найуспішніший випуск ОЗДП за всю історію існування незалежної України (Табл. 2.)

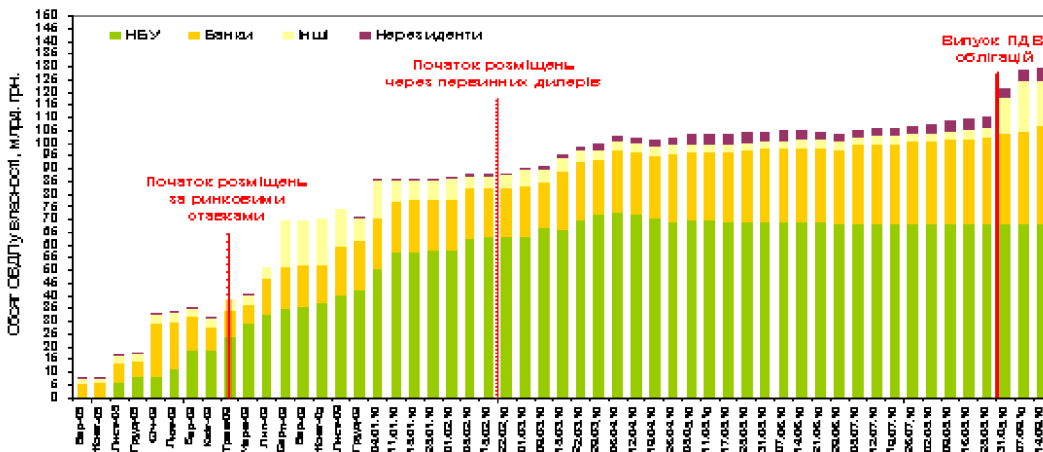
Початок 2011 року на первинному ринку ОВДП характеризувався поступовим нарощенням обсягів та зростанням середньозваженої дохідності, що, однак, була на значно нижчому рівні,

Середньозважений рівень дохідності (AWY) та середньозважений строк до погашення (AWM) аукціонів з розміщення ОВДП



Джерело: Міністерство фінансів України.

Динаміка власників ОВДП



Джерело: Міністерство фінансів України.

ОЗДП за всю історію існування незалежної України.

Випуск	Купон	Валюта	Купон	Динаміка, %
ОЗДП 2003	2013 рік	USD	7,65%	5,11 – 7,66
ОЗДП 2004	2011 рік	USD	6,875%	5,02 – 7,77
ОЗДП 2005	2015 рік	EUR	4,95%	7,76 – 8,50
ОЗДП 2006	2016 рік	USD	6,58%	6,18 – 8,41
ОЗДП 2007	2012 рік	USD	6,385%	5,17 – 7,28
ОЗДП 2007	2017 рік	USD	6,75%	6,38 – 8,36
ОЗДП 2010	2015 рік	USD	6,875%	6,87 – 7,02
ОЗДП 2011	2020 рік	USD	7,75%	7,69 – 7,81

Джерело: Міністерство фінансів України.

аніж на початку 2010 року. Так, у січні 2011 року Міністерство фінансів України розмістило ОВДП на загальну суму 2 805,45 млн. грн. з середньозваженою дохідністю 7,85%, у лютому 2011 року - на суму 3 032,18 млн. грн. з середньозваженою дохідністю 8,24%, у березні 2011 року - 9 665,08 млн. грн. з середньозваженою дохідністю 9,35%. Для порівняння: у січні 2010 року - 1 166,82 млн. грн., середньозважена дохідність - 22,32% річних; у лютому 2010 року - 5 665,27 млн. грн., середньозважена дохідність - 18,64% річних; у березні - 13 199,7 млн. грн., середньозважена дохідність - 12,08% річних. За I квартал 2011 року розміщено ОВДП на суму 15 502,70 млн. грн.

В цілому, найвищою привабливістю протягом останніх років характеризувались короткострокові ОВДП.

У I кварталі 2011 року було залучено шляхом випуску ОВДП зі строком обігу до 1 року коли у сумі 5 967,2

млн. грн. з середньозваженою дохідністю 7,2%, шляхом випуску ОВДП зі строком обігу до 2 років - на суму 962,6 млн. грн. з середньозваженою дохідністю 9,9%, шляхом випуску ОВДП зі строком обігу до 3 років - на суму 2 868,3 млн. грн. з середньозваженою дохідністю 10,8%.

Збільшення обсягів торгів ОВДП на вторинному ринку пов'язано насамперед зі зростанням первинного ринку ОВДП, їх меншою ризиковістю порівняно з цінними паперами приватних емітентів, привабливим рівнем дохідності та стабілізацією валютного курсу гривні. Ще однією причиною активізації вторинного ринку ОВДП стало те, що з 19 лютого 2010 року доступ до участі в аукціонах з їх первинного розміщення мають лише 16 банків - первинних дилерів. Решта бажаючих вкласти кошти в державні цінні папери змушена купувати їх на вторинному ринку (Табл. 3.)

Таблиця 3

Рейтинг первинних дилерів станом на 29.12.2011 рік.

Місце	Назва банку
1	ПАТ «Укресім банк»
2	ПАТ «Ерсте Банк»
3	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»
4	АТ «УкрСиббанк»
5	ПАТ «ОТП Банк»
6	ПАТ «Сітібанк»
7	ВАТ «УніКредит Банк»
8	АТ «СБЕРБАНК РОСІЇ»
9	ВАТ «Державний ощадний банк України»
10	ПАТ «ІНГ Банк Україна»
11	ПАТ «АКБ «Київ»
12	ПАТ «Укргазбанк»
13	ПАТ «ВТБ Банк»
14	ПАТ «Дельта Банк»
15	ПАТ КБ «Хрещатик»
16	ПАТ «КБ НАДРА»

Джерело: Міністерство фінансів України.

Починаючи з третього кварталу поточного року дохідність українських ОЗДП знизилась. Це говорить про те, що інвестори почали більше довіряти українським цінним паперам, що й характеризується підвищенням їх інвестиційного рейтингу.

Зважаючи на вищезазначене, для побудови високоліквідного розвинутого внутрішнього ринку ДЦП, який би надавав можливість усувати недоліки функціонування фінансових ринків у середньо та довгостроковій перспективі необхідно здійснити такі заходи:

1. забезпечити автономність внутрішнього фінансового ринку від потрясінь на зовнішніх фінансових ринках;

2. відновити довіру до цінової та валютно-курсової стабільності національної грошової одиниці;

3. вжиття заходів НБУ щодо зменшення мінливості надходжень зовнішніх капіталів, в тому числі і через обмеження надходжень зовнішніх капіталів та збільшення золотовалютних резервів;

4. проведення урядом більш чіткої анти циклічної фіскальної політики;

5. зміни структури державного боргу на користь внутрішньої його частини та обмеження спекулятивної участі нерезидентів на ринку ОВДП;

6. збільшити ліквідність ДЦП;

7. залучити заощадження домогосподарств до фінансування дефіциту бюджету.

Формування сучасної системи управління державним боргом в Україні потребує наукового обґрунтування, оскільки необхідно враховувати нові реалії ринкової економіки, ринкову природу сфери фінансів, а також зміни, що відбуваються на ринку боргових зобов'язань. На сьогодні український уряд зіткнувся з проблемою збільшення вартості обслуговування державного боргу та різкого подорожання вартості залучення зовнішніх кредитів із-за реалізації ризиків зміни курсової різниці. Залучення внутрішніх заощаджень для підвищення ефективності управління державним боргом утруднене відсутністю сформованого внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань. Зазначене свідчить про необхідність комплексного дослідження можливостей формування нових інститутів та фінансових інструментів на внутрішньому ринку боргових зобов'язань для виправлення зазначеної ситуації.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Проект закону України про державний борг України // <http://khomutynnyk.com.ua/zakon.php?zak=1>

2. United Kingdom Debt Management Office. Executive Agency Framework Document 1996. Strategic objectives. - P. 4.

3. United Kingdom Debt Management Office Business Plan 2008-2009. - P. 7.

4. UKDMO, Executive Agency Document, Annual Report and Accounts.

5. United Kingdom Debt Management Office. Executive Agency Framework Document 2006. - P. 3.

6. Про положення про Міністерство фінансів України: Указ Президента України від 13 листоп. 2002 // http://minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=27159&cat_id=2809

7. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>

8. Башко В. Міжнародний досвід управління бюджетними касовими залишками / В. Башко // Наукові праці НДФІ. - 2008. - № 4. - С. 30-36.

9. Лондар С. Методологічні основи управління фінансовими активами єдиного казначейського рахунку в Україні / С. Лондар С., В. Башко // Фінанси України. - 2008. - № 12. - С. 53-66.

10. Про випуск казначейських зобов'язань: постанова Кабінету Міністрів України від 14 квітня 2009 р. №362

11. Башко В. Ефект витіснення: аналіз причинно-наслідкових зв'язків / В. Башко // Економіка і прогнозування. - 2008. - №4. - С. 82-96