



УКРАЇНА: ВИБІР СТРАТЕГІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

Олександр ШАРОВ

Розкрито взаємозв'язок стратегії управління державним боргом із макроекономічною політикою держави. Висвітлено основні недоліки діючої системи управління державним боргом в Україні окреслено основні вектори і завдання боргової стратегії держави.

The interrelation between state debt management strategy and macroeconomic state policy is studied. The core drawbacks of the current state debt management system in Ukraine are revealed. The main directions and the tasks of state debt strategy are outlined.

Ще кілька десятиліть тому економіки державного боргу у якості самостійного напрямку економічної науки не існувало, але латиноамериканська «боргова хвороба» (боргова криза у Мексиці, Аргентині, Бразилії) у другій половині сімдесятих років минулого століття зумовила необхідність не тільки пошуку ефективних «ліків», але і розробку «терапевтичних заходів» («ініціатива Бейкера», «план Бреді» тощо), якими тепер доводиться користуватися повсякчасно. Питання запобігання фінансовим кризам, які викликаються надмірною заборгованістю та необхідність вирішення боргової проблеми найбільш розвинутих країн постійно знаходяться на порядку денному роботи не лише спеціалізованих структур («Парижський клуб», «Лондонський клуб»), але і основних міжнародних фінансових установ – МВФ та МБРР. Довелося зіштовхнутися з цією проблемою і Україні, коли у 1998 році саме агресивна політика розміщення ОВДП серед нерезидентів відіграла роль «спускового крючка» фінансової кризи.

Дуже важливу роль при вирішенні питань державного боргу відіграє здорова макроекономічна

політика. Адже необґрунтовані кроки у бюджетно-податковій, грошово-кредитній або валютно-курсовій політиці викликають занепокоєність фінансового ринку, невпевненість інвесторів щодо їх майбутніх доходів. Як наслідок, останні вимагають вищих премій за ризик. Крім того, вимушене утримання від прийняття довгострокових рішень не сприяє формуванню національного ринку капіталів, що підвищує залежність економіки країни від зовнішніх запозичень і, відповідно, ризиків глобального характеру. Таким чином, можна стверджувати, що навіть розвинута система управління державним боргом не може запобігти виникненню кризи при слабкій макроекономічній політиці.

Уряд повинен намагатися досягти економічної прийнятності та обґрунтованості рівня і темпів зростання державного боргу та можливості його обслуговування, не відступаючи від цільових орієнтирів щодо вартості й ступеню ризиків, незалежно від розвитку подій на ринку в межах своєї макроекономічної політики.

Звертає на себе увагу поступове збільшення частки зовнішнього боргу в сумі загальної де-

ржавної заборгованості. В принципі, це зрозуміле і логічно обґрунтоване явище, оскільки саме чистий притік іноземного капіталу (у тому числі, позичкового) дозволяє нівелювати дію т. зв. «закона Денісона» (Denison's Law), який засвідчує, що зростання попиту на запозичення з боку держави придушує внутрішні інвестиції і тоді єдиним виходом стає використання зовнішніх джерел фінансування. При чому слід пам'ятати, що такі «капітальні інвестиції можуть призвести до економічного зростання, але плоди такого росту достануться іноземним інвесторам, які зробили його можливим» [1]. Тому стратегія управління державним боргом повинна виходити з далекосяжних намірів та цілей державної економічної політики, враховуючи усі взаємозв'язки між різними економічними процесами.

У кожній країні-боржника існують свої особливі потреби в розширенні та зміцненні потенціалу у царині управління державним боргом, які обумовлюються механізмом державного регулювання економічних процесів, рівнем розвитку ринку капіталу, валютним режимом, кредитним рейтингом тощо. Україна не стала виключенням з цього загального правила. Відтак, «питання державного боргу переросли в одну з самих болючих проблем держави» [2] в міру зростання самого боргу, починаючи з 1992 року.

Серед існуючих недоліків діючої системи управління державним боргом експерти давно вже вказують на недосконалість нормативно-правової бази, відсутність в уряді системної боргової політики, а також єдиної цілісної державної стратегії управління боргом.

Управління державним боргом – це процес розробки та виконання стратегії управління заборгованістю органів державного управління, яка дозволяє залучити необхідну суму фінансування, виконати цільові установки уряду щодо ступеня ризиків та витрат, а також вирішити будь-які інші завдання у царині управління державним боргом. Для України таким «понадзавданням» є створення ефективно працюючого ринку державних цінних паперів.

Розвиток внутрішнього фінансового ринку потребує також створення відповідної техніч-

ної інфраструктури, в якій особливо важлива роль відводиться центральному реєстру та платіжній і розрахунковій системі. В Україні ця проблема поглиблена багаторічним протистоянням між Національним депозитарієм України (НДУ) та комерційним депозитарієм МФС (який обслуговує позабіржову площадку ПФТС). І хоча у відповідності до закону функції центрального депозитарію цінних паперів повинні виконуватися НДУ, як нам здається, єдиним компромісним рішенням цього довготривалого конфлікту інтересів може бути створення центрального депозитарію на основі НДУ та депозитарію Національного банку України (який обслуговує операції з облігаціями внутрішньої державної позики – ОВДП). Тим більше, що це вирішить одночасно і питання про ефективну розрахункову систему (адже міжбанківська платіжна система виконує операції в режимі Т+0).

Вартість державного боргу складається з двох компонентів:

- фінансових витрат, які дорівнюють вартості обслуговування боргу;
- вартості потенційних економічних збитків, які можуть виникнути внаслідок фінансової кризи, якщо уряд не зможе забезпечити пролонгації боргу або оголосить дефолт.

Звісно, економія бюджетних коштів – одне з головних завдань уряду. Але, перш за все, видатки існують не для того, щоб при їх здійсненні забезпечувалася економія коштів, а для того, щоб забезпечити досягнення певних цілей. Іншими словами «цільове» використання та фінансування в межах кошторису (бюджету) – не може розглядатися як дійсно цільове, якщо при цьому сама ціль не досягнута. Зокрема йдеться, наприклад, про те, що надмірна увага уряду щодо потенційної економії коштів при залученні короткотермінових позик (особливо, з плаваючою ставкою, частка яких у нашому випадку складає третину усіх запозичень) може призвести до втрати можливості пролонгації або рефінансування існуючого боргу та виникнення боргової кризи, негативні наслідки якої будуть набагато масштабніші за будь-яку економію.

У зв'язку з цим, слід зауважити про те, що важливим фактором виникнення кризи може бути неефективна структура боргу в розрізі строків погашення, валют платежу та процентних ставок. Ризики, які характерні структурі державного боргу повинні систематично і ґрунтовно оцінюватися та контролюватися.

В структурі державного боргу України частка зобов'язань, деномінованих у доларах США складає близько 60 відсотків, а тому фактична прив'язка курсу гривні до американської валюти відіграє роль додаткового «запобіжника», який зменшує курсовий ризик для уряду. Проте при довгостроковій тенденції до зниження реального курсу долара це фактично збільшує витрати на обслуговування боргу в гривнях. Звісно, прив'язка гривні до долара викликана цілою низкою причин і перехід на вільне плавання може мати неоднозначні (різноспрямовані) наслідки на економічні процеси в країні. Втім, валютно-курсова політики повинна координуватися з політикою управління державним боргом.

Остання повинна передбачати шляхи виходу з ситуації, коли можуть виникнути проблеми з обслуговуванням боргу. В принципі, існує чотири варіанти дій:

- країна може просто відмовитися сплачувати борг, зіштовхнувшись з перспективою втрати доступу на світовий ринок капіталу у майбутньому;
- країна може просто де-факто призупинити сплату боргу, не оголошуючи себе офіційно банкрутом, що на практиці все одно не вирішує проблему, а лише відтягує її вирішення;
- країна може спробувати виконувати свої зобов'язання за будь-яку ціну, що вимагає певних соціальних та економічних жертв (якщо уряд може таке собі дозволити);
- країна може спробувати реструктуризувати борг, тобто провести переговори щодо зміни умов його погашення (як основної суми, так і процентів – разом або окремо, в залежності від глибини проблеми).

Останній варіант (варіант реструктуризації) є найбільш поширеним і прийнятним у світо-

вій практиці. Зокрема, йдеться про прямі переговори з урядами, банками або міжнародними фінансовими організаціями, що досить добре знайоме і для українських урядовців. Але слід звернути увагу на те, що такі переговори при будь-якому їх результаті підривають довіру до країни-позичальника і негативно впливають на її міжнародний кредитний рейтинг (що позначається на подальших запозиченнях).

Тому, необхідно намагатися, перш за все, використовувати ринкові методи реструктуризації, що передбачають, наприклад, боргові свопи (debt-for-debt swaps), на які припадає близько 75 відсотків усіх операцій на вторинному ринку капіталів [3]. Такі свопи дозволяють здійснювати обмін боргових зобов'язань різних країн або різних емітентів-позичальників з однієї країни. Саме поступовий вихід на світовий ринок українських позичальників (банків, корпорацій, муніципалітетів) дозволяє поступово опанувати цей інструмент реструктуризації.

Користуючись загальним падінням світового фінансового ринку можна було б здійснювати і операції «зворотного викупу» (direct cash buyback).

Проте, така, більш «просунута» політика управління державним боргом вимагає більшої автономії для органу її здійснення (зокрема, зменшення залежності від фіскальних інтересів, а збільшення орієнтації на довготермінові, структурні інтереси національної економіки). Тому, на нашу думку, бажано розглянути можливість створення окремої державної агенції з питань управління державним боргом.

Література

1. Fraser D. R., Rose P. S. *Financial Institutions and Markets in a Changing World*. – Homewood, Illinois, 1987, p. 585.
2. Симоненко В. *Проблеми державного боргу в контексті фінансової безпеки України* / Зб. «Глобалізація інвестиційних процесів та фінансова безпека України». К., 2004. – С. 24.
3. Kim T. *International Money and Banking* – L. & N.Y., 1993, p. 402.