



## УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ: ВІД ТЕОРЕТИЧНИХ КОНЦЕПЦІЙ ДО ПРАКТИЧНИХ КРОКІВ В УКРАЇНІ

Володимир ВИСОЦЬКИЙ



Василь КАЛИТЧУК



Юрій ДРАЧУК



Тарас КОТОВИЧ

*Обґрунтовано сутність ризиків, пов'язаних з державним боргом. Ідентифіковано види та проведено класифікацію таких ризиків. Проаналізовано чинники та наслідки деструктивного впливу ризиків державного боргу, що зумовлюють збільшення витрат державного бюджету на його обслуговування і погашення та зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок боргових джерел.*

*The essence of risks connected with the national debt is proved. Such risks types are identified and the classification is conducted. It is analyzed factors and consequences of destructive influence of national debt risks which predetermine expenses increasing of the state budget on its maintenance and redemption, and diminishing of budget financing possibilities due to debt sources.*

Управління державним боргом у більшості країн є окремим напрямом фінансової політики, орієнтованим на забезпечення потреб у додаткових фінансових ресурсах з дотриманням вимог фінансової безпеки і стабільності держави. Світовий досвід показує, що часто значне нагромадження зобов'язань окремих держав або ж негативні явища на фінансових ринках

спричиняли виникнення великих витрат і, навіть, боргових криз у цих державах. Зважаючи на необхідність уникнення негативних наслідків боргу для фінансової системи та економіки в цілому в більшості країн з розвиненими ринками (а також в деяких країнах з ринками, що формуються) почали приділяти значну увагу управлінню ризиками державних боргових

зобов'язань, яке з часом виділилося в окрему сферу управління державним боргом.

В Україні наразі показники боргового навантаження знаходяться в межах, що визначені міжнародними фінансовими організаціями як безпечні. Однак у вітчизняній фінансовій літературі набула поширення думка про те, що безпечний рівень показників боргового навантаження для України знаходиться на значно нижчому рівні. Така думка підтверджується також іноземними дослідниками, які стверджують, що країни з ринками, які формуються ("emerging markets"), є більш вразливими до дії зовнішніх і внутрішніх шоків, а тому безпечний рівень боргу в цих країнах має бути нижчим.

Джерелом ризиковості боргу, окрім створення ним навантаження на бюджет, є також нерациональна структура зобов'язань у розрізі валют погашення, відсоткових ставок і термінів їх погашення. Це пов'язано з тим, що за певних обставин зобов'язання з такою структурою можуть викликати втрати, пов'язані з девальвацією національної валюти, зростанням плаваючих відсоткових ставок і необхідністю частих нових запозичень для погашення боргу за запозиченнями, здійсненими раніше.

В Україні станом на 31 грудня 2007 року структура державного прямого і гарантованого боргу характеризувалася такими показниками: 15,3% зобов'язань номіновано в національній валюті і 84,7% – в іноземній; до 63,6% державного боргу застосовувалася фіксована відсоткова ставка і до 36,4% – плаваюча; терміни погашення 53,0% боргу припадають на наступні п'ять років, а 47% – на тридцять три роки після 2012 року.

Такі показники свідчать про високий рівень ризиків, тому дослідження порушеного питання є досить актуальним. Особливої гостроти воно набуло в умовах суттєвого зростання плаваючої ставки LIBOR з кінця 2004 року до 2007 року, а останнім часом – за умов нестабільності світових валютних ринків.

Державний борг та управління ним є предметом досліджень багатьох науковців як за кордоном, так і в Україні. Зокрема, в західній економічній науці цим питанням присвячені

праці представників класичної і кейнсіанської економічної школи, прихильників теорії рациональних очікувань та монетаристської концепції М. Фрідмена. На основі їхніх напрацювань свої дослідження у напрямі розширення практичної бази щодо управління державним боргом здійснювали А. Лернер, А. Харт, М. Карлберг, Ф. Модільяні, Р. Масгрейв, Р. Барро, К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю, Дж. Бьюкенен та інші. В Україні питання державного боргу досліджували О. Василик, О. Романенко, В. Діденко, І. Заверуха, Н. Зражевська, В. Асадчев та інші. Основи управління державним боргом досліджено Г. Кучер, В. Корнеевим, О. Башинською, І. Лютим, Ю. Іваненком, Т. Бондарук, Я. Онищук, З. Луцишин, А. Бортніком, та ін. Дослідженням впливу запозичень та державного боргу на економіку займалися Т. Вахненко, В. Козюк, О. Рожко, О. Горобець, І. Малий, М. Галабурда, Б. Мізюк, В. Шевчук, Д. Гладких, Л. Симоненко. В Україні серед дослідників концептуальних основ управління державним боргом Лісовенко В. і Смоляр Ю. одними з перших звернули увагу на необхідність управління ризиками боргових зобов'язань держави, а згодом Колот О. визначила основи ризик-менеджменту державного боргу, обґрунтувала підходи до його реалізації і запропонувала модель оптимізації валютної структури боргу. Іноземна наукова література щодо управління ризиками державного боргу представлена публікаціями Світового банку, Міжнародного валютного фонду і Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Зокрема, ґрунтовною працею, яка узагальнює основи ризик-менеджменту в багатьох країнах, є книга під редакцією Х. Бломештайна «Досягнення в ризик-менеджменті державного боргу». Цінність складають також періодичні звіти та публікації боргових офісів (міністерств фінансів, казначейських органів або центральних банків) різних країн, що презентують свої досягнення в управлінні ризиками державного боргу.

Метою цієї статті є визначення суті ризиків, пов'язаних з державним боргом України, (далі – ризики) і видів цих ризиків.

З урахуванням наявних проблем та з метою вдосконалення системи управління державним

боргом України і зменшення пов'язаних з ним витрат Міністерством фінансів України розроблено загальне визначення ризиків, здійснено їх класифікацію, а також розпочато роботу над можливістю практичного використання методів і методичного інструментарію управління ними.

За результатами обговорення порушених питань було зроблено висновок, що несприятливі події можуть призводити не тільки до збільшення витрат за державним боргом, а й до зменшення можливостей здійснення запозичень. Тут мова йде про можливість здійснення запозичень і здатність залучити урядом необхідний обсяг коштів без збільшення середньозваженої вартості боргу. Адже як відомо, практично завжди можна здійснити запозичення (навіть, при несприятливих ситуаціях), однак на гірших умовах. Зменшення можливостей для фінансування бюджету за рахунок боргових джерел може бути спричинено зниженням кредитного рейтингу України (що викликане певними внутрішніми фінансовими, економічними чи політичними чинниками) або ж кризовими явищами на світових ринках капіталу (незалежними від України).

Міністерство фінансів України має справу не тільки із запозиченнями держави та виконанням нею боргових зобов'язань, що виникли внаслідок цих запозичень. Окрім зазначеного, об'єктом управління є також надання кредитів за рахунок залучених державою коштів<sup>1</sup> і надання державних гарантій. Внаслідок таких операцій існує можливість виникнення витрат бюджетних коштів при виконанні державою гарантійних зобов'язань у разі настання гарантійних випадків<sup>2</sup>. Крім того, можливим є понесення державою витрат при виконанні зобов'язань за залученими нею коштами, які надавалися в кредит, у разі несвоєчасного виконання позичальниками своїх зобов'язань перед державою<sup>3</sup>. Останнє призво-

дить до виникнення перед державою заборгованості, яка підлягає відшкодуванню. Разом з тим, в українській практиці набуло поширення явище ухилення боржниками від відшкодування державі її витрат при одночасній неефективності заходів, здійснюваних державою для компенсації цих витрат.

З урахуванням викладеного, ризик, визначено, як можливість настання події (обставини) імовірного характеру, що призведе до:

1. Збільшення витрат державного бюджету, зумовлених:

- збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу;
- вступом в силу гарантійних зобов'язань;
- невідшкодуванням витрат бюджету, здійснених на виконання гарантійних зобов'язань;
- неповерненням позичальниками кредитів, наданих державою;
- визнанням деякої суми державним боргом.

2. Зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень.

Таке визначення охоплює поділ наслідків несприятливих подій, що впливають на збільшення витрат при виконанні боргових зобов'язань і на зменшення можливостей фінансування бюджету.

Однією з початкових стадій ризик-менеджменту є класифікація ризиків. Це пов'язується з необхідністю використання різних методів управління окремими ризиками, що, в свою чергу, пов'язано з різними джерелами ризику.

У результаті аналізу науково-теоретичних підходів та на основі діючої практики можна виділити такі види ризиків: ринкові ризики (включають відсотковий, валютний і ціновий), ризик рефінансування, кредитні ризики (включають прямий кредитний, гарантійний, країнний і ризик при здійсненні активного управління), ризик ліквідності, а також управлінський, судовий і операційний ризики (див. рис. 1).

Ринкові ризики передбачають можливість змін ринкових умов, що призводять до негативних наслідків, описаних вище. До ринкових ри-

<sup>1</sup> Для фінансування окремих проектів практикується залучення урядом коштів і надання їх у кредит на таких самих умовах виконавцям цих проектів (субкредитування).

<sup>2</sup> Гарантійний випадок – невиконання позичальниками зобов'язань за кредитами, в забезпечення яких надавалася державна гарантія.

<sup>3</sup> В субкредитних угодах зазвичай передбачається положення про необхідність здійснення платежів державі позичальниками у дати, що передують датам, у які держава має здійснювати платежі перед кредитором.

Вид ризику	Чинник ризику	Наслідки впливу чинників ризику
Ринкові ризики	збільшення обсягу боргових зобов'язань внаслідок змін ринкових умов	
Відсотковий	зростання плаваючих відсоткових ставок	
Валютний	коливання курсів валют державного запозичення	
Ціновий	зростання цін на товари, роботи і послуги, які використовуються при розрахунках за державним боргом	
Ризик рефінансування	виникнення ситуації, коли залучення нових позик для здійснення платежів за державним боргом (рефінансування) без збільшення середньозваженої вартості боргу є неможливим	<ul style="list-style-type: none"> <li>• збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних із:</li> <li>- збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу;</li> <li>- вступом в силу гарантійних зобов'язань;</li> <li>- невідшкодуванням витрат бюджету, здійснених на виконання гарантійних зобов'язань;</li> <li>- неповерненням позичальниками кредитів, наданих державою;</li> <li>- визнанням деякої суми державним боргом;</li> <li>• зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок боргових джерел</li> </ul>
Кредитні ризики	невиконання контрагентом своїх зобов'язань	
Прямий кредитний	невиконання позичальником зобов'язань за позиками, наданими державою за рахунок залучених нею коштів	
Гарантійний	невиконання зобов'язань позичальниками перед кредиторами за гарантованими державою запозиченнями	
Крайній	невиконання зобов'язань перед Україною у зв'язку з суттєвим погіршенням загальної економічної і політичної ситуації в країні контрагента	
Ризик при здійсненні активного управління	невиконання зобов'язань контрагентами при проведенні урядом деривативних трансакцій (свопів, опціонів, ф'ючерсів (форвардів) і ін.), операцій репо, депозитно-інвестиційних трансакцій)	
Ризик ліквідності	нестача коштів державного бюджету на виконання зобов'язань за державним боргом	
Управлінський ризик	здійснення правочину, який не є обов'язковим чи необхідним за ситуації, що існує на ринку	
Судовий ризик	винесення судового рішення, яке призводить до збільшення державного боргу або до зменшення зобов'язань перед державою по відшкодуванню витрат на виконання нею кредитних та гарантійних зобов'язань	
Операційний ризик	негативний вплив дії людського, технічного факторів і обставин непереборної сили	

Рис. 1. Види ризиків, їх чинники та наслідки впливу

зиків відносять відсотковий, валютний і ціновий. Чинником відсоткового ризику є коливання плаваючих ставок, які застосовуються до зобов'язань уряду, а валютного – коливання курсів валют державного запозичення. Результатом деструктивного впливу чинника валютного ризику є здійснення додаткових платежів з бюджету за облігаціями 2000 року. Загальна сума переплати внаслідок зростання курсу євро за період 2003-2007 роки складає близько 1,4 млрд. грн. (див. рис. 2).

Внаслідок зростання курсу євро Україна здійснила додаткові платежі за облігаціями 2000 року, які займають близько 30 % від суми усіх платежів за ними.

Не менш важливо врахувати дію відсоткового ризику, зумовленого коливаннями ринкової кон'юнктури та зростанням відсоткової ставки LIBOR, починаючи з 2004 року. У результаті таких тенденцій зростала відстокова ставка за облігаціями зовнішньої державної позики (з 5,33% при їх випуску до 8,9% у 2006 році) та, відповідно, сума платежів з обслуговування боргу зросла на 352,9 млн. дол. США.

Ціновий ризик має місце у разі існування боргових зобов'язань, виконання яких передбачається здійснювати поставками товарів, робіт або послуг. Дія чинників цього ризику проявляється у зростанні їхніх ринкових цін, що означає понесення додаткових витрат бюджету у порівнянні із ситуацією, коли погашення боргу здійснюється грошовими коштами.

Ризик рефінансування необхідно розглядати як можливість настання ситуації, коли здійснення рефінансування боргу є неможливим без збільшення середньозваженої вартості боргу. Під рефінансуванням у даному випадку варто розуміти здійснення нових запозичень з метою погашення боргу, що утворився внаслідок здійснених раніше запозичень. Цей вид ризику реалізується у разі, коли нові запозичення здійснюються із застосуванням вищих відсоткових ставок у порівнянні із ставками, що застосовувалися при попередніх запозиченнях. Ризик рефінансування тісно пов'язаний із розвитком і ступенем ліквідності внутрішнього ринку державних цінних паперів, а також із стабільністю зовнішніх ринків капіталу. Працівники Світового банку і Міжнародного валютного фонду вказують на те, що цей ризик є різновидом відсоткового ризику, однак вони виділяють його окремо. Це пов'язано з тим, що за необхідності здійснювати часте рефінансування боргу відбуватиметься зростання відсоткових ставок, що може призвести до значного збільшення витрат державних коштів і викликати боргову кризу.

Події 1998 року є наочним прикладом важливості врахування ризику рефінансування. На той час середньозважений термін обігу облігацій складав не більше одного року, а середньозважена ставка за 1998 рік склала понад 55% річних. В результаті таких запозичень



**Рис. 2. Порівняння фактичних платежів за облігаціями 2000 року з платежами за незмінного курсу євро**

та за умов неможливості залучити кошти на внутрішньому ринку для забезпечення рефінансування платежів за боргом, уряд був змушений піти на конверсію цих облігацій, основна мета якої полягала в обміні цінних паперів, що знаходились в обігу, на облігації з довшим строком погашення. В результаті такої конверсії виплати за боргом знизилися на суму близько 2,9 млрд. грн. у 1998–1999 роках.

Наявність державного боргу зумовлює можливість виникнення кредитного ризику, що є окремою сферою управління. Кредитний ризик передбачає можливість понесення витрат бюджету внаслідок невиконання контрагентами своїх зобов'язань. Кредитні ризики, пов'язані з державним боргом, включають в себе прямий кредитний ризик, гарантійний, крайній і ризик при здійсненні активного управління.

Прямий кредитний ризик виникає при наданні державою кредитів за рахунок залучених нею коштів. Він пов'язаний з можливістю витрат держави при здійсненні нею платежів за запозиченими коштами, що надані нею в кредит третім особам, за умови невчасного виконання (або невиконання зовсім) цими особами зобов'язань перед державою. Наразі Україною укладено угоди щодо здійснення двох субкредитних операцій: 29 березня 2005 року підписано угоду з Японським банком міжнародного співробітництва щодо залучення коштів для проекту розвитку Державного підприємства «Міжнародний аеропорт Бориспіль», а 18 вересня 2006 року укладено угоду з Кредитною Установою для Відбудови (ФРН) для фінансування проекту «Програма рефінансування заходів підтримки системи кредитування у сільській місцевості». Залучені кошти передано у формі кредиту виконавцям проектів.

Гарантійний ризик пов'язується з двома аспектами надання державних гарантій. Перший з них – це ймовірність настання гарантійного випадку, обумовленого відповідною гарантійною угодою, при якому держава зобов'язана виконувати боргові зобов'язання суб'єктів господарювання. Другим аспектом гарантійного ризику є те, що витрати бюдже-

ту на виконання гарантійних зобов'язань можуть бути невідшкодовані позичальниками. Україною було здійснено платежі в рахунок виконання гарантійних зобов'язань на суму, еквівалентну близько 85% від усіх зобов'язань, гарантованих державою за період 1992–1999 років. Станом на 1 листопада 2007 року сума боргу перед державою за виконаними нею гарантійними зобов'язаннями склала близько 2,0 млрд. дол. США.

Крайній ризик означає втрати держави, що пов'язані з невиконанням вчасно і в повному обсязі зобов'язань інших держав та їх резидентів перед Україною. Ми не акцентуємо уваги на цій складовій кредитного ризику, оскільки така заборгованість (заборгованість інших країн та їх резидентів перед Україною) відсутня.

В більшості країн з розвинутими ринками під кредитним ризиком розуміють ризик, що виникає при здійсненні активного управління державним боргом. Активне управління передбачає проведення урядом деривативних трансакцій, операцій зворотного викупу і дострокового погашення, розміщення (інвестування) тимчасово вільних залишків бюджетних коштів, укладання угод РЕПО тощо. При здійсненні деривативних та інвестиційних трансакцій виникають права і зобов'язання між державою і іншими суб'єктами – контрагентами. У зв'язку з тим, що вони можуть з певних причин не виконати власні зобов'язання перед державою, виникає кредитний ризик. В Україні поки що активне управління державним боргом у визначеному вище розумінні практично не здійснюється. Однак слід зазначити, що Міністерством фінансів розроблено проект Положення про порядок здійснення Міністерством фінансів операцій з державним боргом. З огляду на вищезазначене, зауважимо, що кредитний ризик активного управління боргом наразі відсутній, проте його вивчення та напрацювання відповідного інструментарію управління ним має важливе значення через наміри започаткування проведення подібних трансакцій у майбутньому.

Ризик ліквідності передбачає ймовірність нестачі бюджетних коштів для вчасного і в повному обсязі виконання державою власних боргових зобов'язань. Він може бути пов'язаний як з тимчасовою нестачею коштів на єдиному казначейському рахунку, так і з ненадходженнями доходів бюджету внаслідок негативних фінансових і економічних явищ (зокрема, недосконалості податкової системи, значного ступеня тінізації економіки, падіння темпів приросту валового внутрішнього продукту). Крім того, джерелом ризику ліквідності також може бути політика, орієнтована на нарощування боргу у обсягах, які не дозволяють здійснити його погашення і обслуговування належним чином. Так, неспроможність виконання зобов'язань за облігаціями внутрішньої державної позики у 1998–1999 роках та за зовнішнім державним боргом у 1999–2001 роках, що призвело до необхідності проведення Україною заходів з реструктуризації є влучним прикладом дії чинників ризику ліквідності з одночасною дією чинників ризику рефінансування.

Управлінський ризик означає можливість здійснення правочину, який не є обов'язковим чи необхідним за існуючих умов. Чинниками цього ризику є прийняття неефективних управлінських рішень з причин відсутності повної інформації, її недостовірності, некомпетенції працівників або ж здійснення на них тиску, а також з інших причин. Зокрема, НАК «Нафтогаз України» отримав від Міністерства фінансів погодження на здійснення довгострокового запозичення для покриття тимчасових касових розривів в той час, як з цією метою слід здійснювати запозичення строком до одного року.

Судовий ризик означає можливість винесення судового рішення, яке призводить до збільшення державного боргу або до зменшення зобов'язань перед державою з відшкодування витрат, пов'язаних з виконанням нею кредитних та гарантійних зобов'язань. Існують випадки ініціювання судових проваджень в іноземних юрисдикціях проти України щодо визнання нею певної суми претензій державним

боргом. Крім того на сьогодні мають місце судові провадження в Україні, пов'язані з вимогами держави щодо відшкодування витрат бюджету на виконання гарантійних зобов'язань. Наочним прикладом дії чинника судового ризику є рішення Господарського суду м. Києва про розірвання кредитної угоди, відповідно до якої відкритим акціонерним товариством «Запорізький виробничий алюмінієвий комбінат» в минулому було отримано кредитні кошти під державні гарантії. Внаслідок винесення такого рішення держава втратила можливість стягнення заборгованості перед бюджетом, що утворилася внаслідок виконання державою гарантійних зобов'язань, на суму близько 78,3 млн. дол. США.

Операційний ризик призводить до можливості понесення втрат внаслідок дії людського і технічного факторів, а також дії обставин непереборної сили. Цей ризик пов'язаний зі збоями в роботі інформаційних систем і технологій, комп'ютерної техніки, помилками чи умисними діями персоналу, природними або техногенними катастрофами, масовими заворушеннями і суспільними безпорядками тощо.

*Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків та узагальнень*

1. Ризик державного боргу детермінує наслідки деструктивного впливу конкретних факторів і умов та передбачає можливість збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних з обслуговуванням і погашенням державного боргу, та зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок боргових джерел.

2. Ризики державного боргу характеризуються значною кількістю видів. Тому з метою їх повної ідентифікації при розробці технологій управління ними вважаємо за доцільне з практичної точки зору виділити такі види ризиків: ринкові ризики (відсотковий, валютний і ціновий), ризик рефінансування, кредитні ризики (прямий кредитний, гарантійний, країнний і ризик при здійсненні активного управління), ризик ліквідності, а також управлінський, судовий і операційний ризики.

Визначення суті ризику, що притаманний державному боргу, ідентифікація і систематизація його видів є вихідною передумовою і початковою стадією управління ризиками. Наступним важливим кроком у забезпеченні мінімізації деструктивних впливів ризиків (мова йде про такі негативні наслідки ризиків як безпосереднє збільшення витрат державного бюджету, упущену вигоду та зниження кредитної

репутації держави) є визначення підходів до формування оптимальної структури боргу у розрізі валют запозичення, відсоткових ставок і термінів виконання зобов'язань. Також подальшого опрацювання потребують питання методів оцінки ризиків та інструментів їх мінімізації, і зокрема, використання похідних фінансових інструментів.