

УДК 336.1(477)

Т.О. КОРОЛЮК, кандидат економічних наук, доцент
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

СТРУКТУРНІ РИЗИКИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ПОЛІТИКА ЗАПОБІГАННЯ ДЕФОЛТУ В УКРАЇНІ

Здійснено аналіз показників державного боргу в Україні та оцінку його структурних ризиків. Відзначено, що зростання боргових ризиків створює передумови дефолту та потребує оптимізації структури портфеля боргових зобов'язань держави. На основі SWOT-аналізу структури та системи управління державним боргом обґрунтовано напрями мінімізації боргових ризиків і підвищення боргової стійкості національної економіки.

Ключові слова: державний борг, боргова стійкість, структурні ризики боргу, дефолт, боргова політика.

Постановка проблеми. Зростання дефіциту державного бюджету протягом останніх років, пов'язане з економічним спадом та необхідністю фінансування оборони країни, а також неефективним менеджментом державних фінансів, обумовило рекордне збільшення державного боргу в Україні. Водночас чергові транші МВФ мало відчутно впливають на відновлення економіки та підвищення добробуту населення, створюючи загрози політичній самостійності та залежності від кон'юнктури світового ринку, підвищуючи соціальну напругу в країні у зв'язку із непопулярними вимогами міжнародних кредиторів. Зовнішній державний борг перетворюється в інструмент контролю міжнародними кредиторами національної економіки.

Зростання державного боргу становить загрозу фінансово-економічній безпеці країни та ускладнює завдання уряду щодо стабілізації економіки в середньостроковій перспективі. Із стимулятора борг може перетворитись на дестабілізатор економічного розвитку та фактор соціального зубожіння, якщо не створює джерел його погашення та передумов зменшення фіскальних розривів. Водночас на стан розвитку економіки впливає не лише обсяг, а й структура боргу, від оптимізації якої залежить платоспроможність держави.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідженню екстерналій державного боргу, боргової безпеки та особливостей управління державними запозиченнями присвячено низку наукових праць українських (З. Варналія, Т. Ковальчука, В. Козюка, В. Лагутіна, С. Лондара, О. Прутської, В. Шевчука) та зарубіжних (Е. Абеля, Б. Бернанке, Г. Манківа) вчених.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, яким присвячується стаття. Стрімко зростаюча динаміка державного боргу та актуалізація проблеми дефолту в Україні обумовлює необхідність додаткових досліджень структурних ризиків державного боргу та обґрунтування напрямів мінімізації боргових ризиків та підвищення боргової стійкості держави.

Метою статті є оцінка структурних ризиків державного боргу в Україні та обґрунтування напрямів підвищення боргової стійкості держави з метою запобігання дефолту та забезпечення макроекономічної стабільності.

Виклад основного матеріалу дослідження. Зростання державного боргу стало характерною тенденцією розвитку світової економіки. Його обсяг в окремих розвинутих країн давно перетнув

гранично допустимі значення, і при цьому вони комфортно себе почувають, для інших – це гостра проблема та постійна загроза дефолту, що пов'язано зі структурою боргового портфеля та особливостями боргової політики національних урядів.

Державний борг – це сукупність боргових зобов'язань держави, які охоплюють прямий і гарантований державою борг, витрати на обслуговування. Залежно від класифікації він є внутрішнім та зовнішнім, коротко- та довгостроковим, у національній та іноземній валюті тощо (табл. 1). Від оптимізації структури боргового портфеля залежить рівень ризиків державного боргу, які визначають можливість виконання державою боргових зобов'язань.

Ризики державного боргу варто розглядати з позицій макроекономічного підходу (зв'язок боргу із макроекономічними тенденціями розвитку) та з позиції структури державного боргу. Ризики державного боргу – це відхилення фактичних значень показників від планових, що ускладнює виконання боргових зобов'язань державою та призводить до зростання бюджетних витрат внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування боргу [3, с. 6]. Збільшення ризиків боргового портфеля загрожує дефолтом, тобто невиконанням або порушенням умов договору позики. Незважаючи на те, що він нікому не вигідний, ситуація дефолту передбачає закриття зовнішніх кредитних ринків, арешт закордонних активів, скорочення інвестицій, «заморожування» соціальних виплат, економічний спад тощо.

Таблиця 1

Класифікація державного боргу

Критерії класифікації	Види державного боргу	Особливості
За типом боргового зобов'язання (резидентністю кредитора)	Внутрішній	Боргові зобов'язання держави перед резидентами країни в національній або іноземній валюті
	Зовнішній	Боргові зобов'язання держави перед нерезидентами країнами в іноземній валюті
За типом кредитора	Внутрішній	Перед бюджетами різних рівнів та державними фондами, органами управління, банками й іншими фінансовими установами, заборгованість за випущеними цінними паперами; заборгованість, не віднесена до інших категорій
	Зовнішній	Перед міжнародними фінансовими організаціями, іноземними органами управління, комерційними банками та фінансовими установами, заборгованість за випущеними цінними паперами, заборгованість, не віднесена до інших категорій
За строком залучення	Короткостроковий	Менше 1 року
	Середньостроковий	1–5 років
	Довгостроковий	Від 5 років
За терміном погашення	Поточний	Боргові зобов'язання, які потрібно погасити у звітному році
	Капітальний	Усі боргові зобов'язання держави на певну дату
Залежно від одержувача позики	Прямий	Обсяг позик, що надійшов у розпорядження уряду
	Гарантований	Обсяг позик, що надійшов у розпорядження господарюючих суб'єктів (резидентів) під гарантію уряду
За валютою погашення	В національній	Внутрішній борг уряду
	В іноземній	Зовнішній та внутрішній
За методом встановлення доходності	З фіксованою	Доходність залежить від фіксованої відсоткової ставки
	З плаваючою	Доходність залежить від динаміки відсоткової ставки
	З індексованою	Доходність залежить від інфляції

Критерії класифікації	Види державного боргу	Особливості
Залежно від позиції уряду держави щодо накопичення державного боргу	Активний	Мета – інвестування та стимулювання економічного зростання
	Пасивний	Спрямування коштів на поточне споживання, зокрема покриття дефіциту державного бюджету та платіжного балансу, обслуговування зовнішнього боргу
	«Мертвий»	Використовується для фінансування поточних витрат і не забезпечений реальними активами (утворений під час війни)
Залежно від оформлення боргу	Облігаційний	Здійснюється за допомогою впуску і продажу облігацій
	Необлігаційний	Оформлюється угодою

Джерело: складено за [5; 8, с. 14–16].

Для оцінки структурних ризиків державного боргу використовують такі показники: частка зовнішнього боргу та боргу в іноземній валюті, що свідчать про валютні ризики; частка гарантованого боргу, середній термін боргових зобов'язань, що характеризують ризик рефінансування; частка боргу із плаваючою та фіксованою ставкою, що обумовлює відсоткові ризики.

Важливу роль у політиці оптимізації боргового портфеля держави відіграє дотримання граничних меж показників боргової безпеки. Однак динаміка співвідношення державного боргу та ВВП демонструє зростання залеж-

ності української економіки від світової кон'юнктури та зростання ризику спроможності держави виконувати боргові зобов'язання. На кінець 2015 р. частка сукупного державного боргу у ВВП склала 79,4%, прямого державного боргу у ВВП – 67,4%, що вище гранично допустимого рівня (рис. 1).

Різне зростання частки державного боргу у відношенні до ВВП у 2008–2010 та 2013–2015 рр. обумовлено скороченням ВВП, зростанням запозичень і курсовою переоцінкою боргу. Причинами зростання боргу стали кризові явища в економіці, необхідність фінансування оборони, обслуговування боргу, збалансування

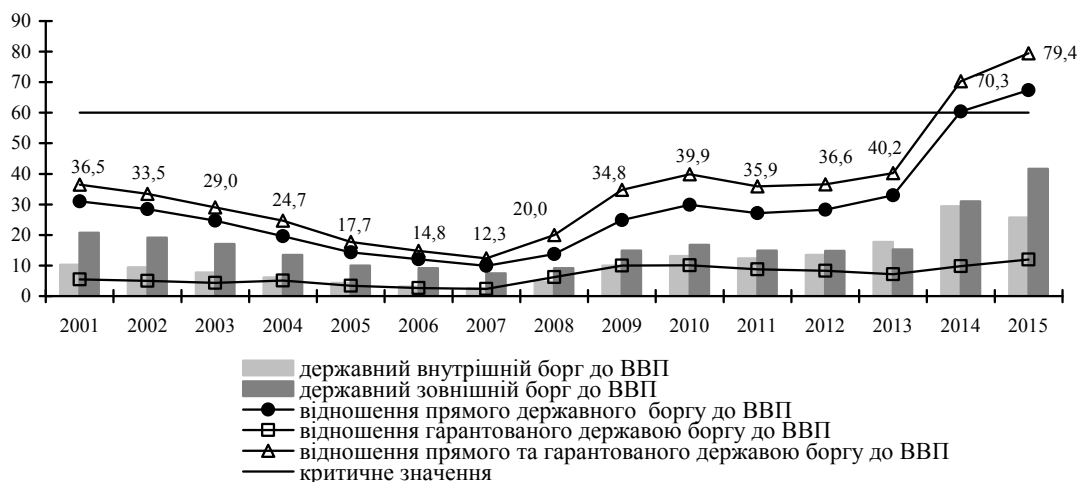


Рис. 1. Динаміка співвідношення обсягу державного боргу та ВВП в Україні протягом 2001–2015 років, %

Джерело: побудовано автором за [6].

платіжного балансу та поповнення валютних резервів країни.

Критичний рівень державного боргу негативно впливає на інвестиційні очікування, що пов'язано з можливим зростанням інфляції, відсоткових ставок, податкового тиску, загрозою дефолту. Країна все глибше входить у «боргову пастку», а вчені розглядають борг як зашморг на ший економіки України, що визначає долю держави [2, с. 30].

Зростання зовнішнього державного боргу відбулося як за рахунок прямого, так і гарантованого, який у 2015 р. склав 15,1% у загальній структурі (табл. 2). Якщо у 2015 р. темпи зростання прямого боргу склали 140,9% порівняно з попереднім роком, то гарантованого – 154,7%.

Державні гарантії виступають інструментом акумулювання фінансових ресурсів задля розвитку певних сегментів економіки без використання безпосередньо бюджетних коштів. Однак, як показує практика, вони виступають альтернативною формою фінансування бюджетних витрат, адже із самого початку умовно збільшують боргові зобов'язання держави, формуючи ризики, пов'язані з невиконанням зобов'язань позичальником. А тому більш ефективним є розподіл відповідальності за гарантійними зобов'язаннями між державою, комерційними банками та безпосередньо позичальником. Це дозволяє уникнути проблем несприятливого вибору (неповернення по-

зики) та морального ризику (діяльність, яка робить малоімовірним повернення позики) [4, с. 214]. Необхідно чітко визначити умови отримання державних боргових гарантій та механізм обслуговування гарантованого боргу. У цьому контексті пропонується процедура оформлення переходу прав власності на майно позичальника на користь держави у випадку простроченої заборгованості перед державним бюджетом понад три роки [1, с. 246].

У структурі сукупного державного боргу залежно від резидентності кредитора переважає зовнішній борг, частка якого протягом 2014–2015 рр. зростає і склала 66,4% (табл. 2), що створює передумови вразливості української економіки до дій негативних екстерналій розвитку. Для порівняння, у розвинутих країнах цей показник в середньому складає близько 25%.

У 2008–2013 рр. темпи зростання внутрішнього державного боргу перевищували аналогічний показник зовнішнього, що пов'язано із закритістю світового фінансового ринку під час криз. Основними покупцями ОВДП є НБУ і банки. Така політика центрального банку значною мірою вплинула на динаміку цін та обмінного курсу в 2014–2015 рр. В останні роки темпи зростання зовнішнього боргу суттєво перевищують темпи зростання внутрішнього, що пов'язано із недовірою українського інвестора та непривабливістю вкладання коштів у дер-

Таблиця 2

Структура державного боргу України залежно від одержувача позик у 2001–2015 рр., %

Показник	Рік														
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прямий	84,9	85,1	85,3	79,3	80,8	82,1	80,4	69,0	71,4	74,8	75,5	77,4	82,1	86,0	84,9
1. Внутрішній	28,2	28,2	26,5	24,6	24,5	20,6	20,1	23,6	28,7	32,7	34,1	36,9	43,9	41,9	32,3
2. Зовнішній	56,7	56,9	58,8	54,7	56,3	61,5	60,3	45,4	42,7	42,1	41,4	40,5	38,2	44,1	52,6
Гарантований	15,1	14,9	14,7	20,7	19,2	17,9	19,6	31,0	28,6	25,2	24,5	22,6	17,9	14,0	15,1
1. Внутрішній	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,1	4,4	3,2	2,6	3,2	4,6	2,5	1,4
2. Зовнішній	15,1	14,9	14,7	20,7	19,2	17,9	18,4	29,9	24,2	22,0	21,9	19,4	13,3	11,5	13,8
Разом	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Джерело: розраховано автором за [6].

жавні боргові цінні папери через постійні флуктуації на валютному ринку, високі темпи інфляції, економічну кризу та загрозу дефолту.

З одного боку, на зовнішньому ринку можна залучити фінансові ресурси під нижчі відсотки та довший термін погашення, що є додатковим джерелом сукупних витрат у національній економіці. Натомість внутрішні позики обумовлюють ефект витіснення приватних інвестицій, і, якщо вони спрямовуються на поточні державні видатки, скорочується обсяг національних інвестицій в країні, що мультиплікативно зменшує ВВП.

З іншого боку, зовнішній борг чинить тиск на обмінний курс, і в умовах девальвації національної валюти збільшується борговий тягар на державний бюджет. Зовнішній борг обумовлює втрату частини ВВП у зв'язку із витратами на його обслуговування, обтяжує платіжний баланс, стримує розвиток фондового ринку країни, погіршує інвестиційний клімат, обумовлює залежність від зовнішньої політики і кон'юнктури ринку. Натомість внутрішній борг є менш загрозливим, він перерозподіляє фінансові ресурси у часі, адже витрати на його обслуговування залишаються в країні і виступають стимулюючим фактором економічного зростання. Внутрішній борг в умовах стабільності цін зменшує валютні ризики, сприяє розвитку ринку цінних паперів та є альтернативою іноземній валюті для збереження заощаджень суб'єктів.

Аналіз державного боргу в розрізі валют погашення демонструє його зменшення в національній валюті в 2014–2015 рр. (якщо у 2014 р. частка боргу в національній валюті склала 38,3%, то у 2015 – 29,8%), що також свідчить про зростання валютних ризиків держави, рівня залежності економічного розвитку від країни-емітента валюти запозичень та стану платіжного балансу. Станом на 31.07.2016 р. частка сукупного державного боргу в доларах США займала 45,1%, в євро – 5,8%, канадських доларах – 0,4%, СПЗ – 18,7%, японській єні – 0,92%, гривні – 28,9% [6].

Ключову роль у виборі між зовнішніми та внутрішніми позиками відіграє їхня вартість. На кінець 2015 р. середня вартість сукупного боргу держави складала 6,7%, натомість у національній валюті – 12,7, в іноземній – 2,1%. Проте у 2016 р. середня вартість позик в іноземній валюті зросла і в липні склала 4,2%. Якщо у 2014 р. боргові інструменти з фіксованою ставкою склали 82,7, з плаваючою – 17,3%, у т. ч. за ставками МВФ – 11,1, LIBOR – 6,2%, то станом на 31.07.2016 р. боргові інструменти з фіксованою ставкою склали 67,9, з плаваючою – 32,1%, у т. ч. за ставками МВФ – 18,7, LIBOR – 13,3% [6]. Вважається, що чим вищі відсоткові ставки за боргом, тим вищий рівень дефолту країни, при цьому критичною вважається ставка, вища за 7% [1]. Таким чином, ми спостерігаємо погіршення кредитних умов України, зростання ризиків боргового портфеля держави, а отже, дефолту.

Оптимальність структури державного боргу залежить також від термінів його погашення та уникнення піків платежів. У 2016 р. питома вага довгострокових боргових інструментів передбачається на рівні 61,3%, середньострокових – 35,1, короткострокових – 3,6%; середній термін погашення становитиме не менше 5,4 роки [7]. У зв'язку з проведеною реструктуризацією державного боргу у 2015 р. терміни його погашення перенесено на 2019–2027 рр., а також списано 20% державного боргу. Натомість зросла середньозважена вартість боргу, а уряд зобов'язався випустити цінні папери, прив'язані до показників зростання ВВП.

Висновки з проведеного дослідження і перспективи подальших розвідок. Державні запозичення необхідно розглядати як тимчасовий захід вирішення проблеми дефіциту бюджету. Структура державного боргу є результатом боргової політики уряду. Як засвідчує аналіз, в останні роки зростають ризики державного боргу, що зменшує боргову стійкість та потребує стратегічного підходу до управління державними позиками (табл. 3).

SWOT-аналіз структури та системи управління державними борговими зобов'язаннями в Україні

Переваги (Strengths)	Недоліки (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> – планування бюджету та обсягу державних запозичень; – використання у борговій політиці європейських вимог щодо дотримання параметрів боргової стійкості держави; – переважання у борговому портфелі довгострокових та з фіксованою ставкою боргових інструментів; – списання 20% державного боргу та відтермінування його погашення на 2019–2027 рр. завдяки проведеній реструктуризації у 2015 р. 	<ul style="list-style-type: none"> – відсутність закону про державний борг, довгострокової стратегії управління боргом; – законодавча неврегульованість гарантійних боргових зобов'язань держави; – використання позик на споживчі витрати та виконання попередніх боргових зобов'язань; – відсутність прозорості боргової політики; – недостатність досвіду роботи на міжнародному ринку капіталу; – зростання диспропорцій структури боргового портфеля
Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> – реструктуризація та сек'юритизація боргу; – стабілізація економіки, розвиток вітчизняного виробництва і джерел доходів державного бюджету; – забезпечення можливостей доступу усіх резидентів країни до ринку державних боргових цінних паперів; – заходи консолідації державних фінансів; – розвиток фондового ринку та фінансових інструментів 	<ul style="list-style-type: none"> – високий рівень залежності від зовнішніх позик, політики та кон'юнктури ринку; – зростання боргових ризиків, зниження боргової стійкості держави та загроза дефолту; – прив'язка випуску нових державних боргових цінних паперів до темпів зростання ВВП; – зростання інфляції та девальвація національної валюти; – економічна криза та військові дії на сході країни

З метою підвищення боргової стійкості, запобігання дефолту в Україні та підвищення ефективності управління державними запозиченнями необхідно оптимізувати борговий портфель держави в напрямі мінімізації ризиків боргу. Для цього необхідно: 1) удосконалити законодавче поле регулювання державних боргових відносин шляхом прийняття закону про державний борг, схвалення довгострокової стратегії управління державним боргом, які б чітко визначали умови формування та обслуговування державного боргу, оптимальність його обсягу та структури, відповідальність та контроль за витрачанням позик; 2) провести повторну реструктуризацію державного боргу з метою мінімізації боргових ризиків шляхом

зменшення вартості позик та скасування її прив'язки до темпів зростання ВВП, частки зовнішнього боргу, конвертувавши його частину у внутрішній завдяки випуску похідних цінних паперів у національній валюті; збільшення середнього терміну погашення боргових зобов'язань; надання пріоритету випуску облігацій із фіксованими відсотковими ставками; 3) здійснити заходи консолідації державних фінансів та втриматися від нових позик або хоча б забезпечити оптимальне співвідношення між темпами зростання державного боргу і ВВП, раціонально використовувати позики задля створення джерел їх повернення; 4) забезпечити економічну та політичну стабільність в країні, стимулювати розвиток фондового ринку.

Список використаних джерел

1. Державне фінансове регулювання економічних перетворень: монографія / І.Я. Чугунов [та ін.]; за заг. ред. А.А. Мазаракі. – Київ: КНТЕУ, 2015. – 376 с.
2. Ковальчук Т. Актуалітети політики розвитку: монографія / Т. Ковальчук, В. Черняк, В. Шевчук. – К.: Знання, 2009. – 326 с.
3. Лондар С.Л. Підходи до систематизації й контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом в Україні / С.Л. Лондар, В.Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 6. – С. 3–14.

4. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Фредерік С. Мишкін; пер. з англ. С. Панчишин, А. Сташишин, Г. Стеблій. – К.: Основи, 1999. – 963 с.

5. Наказ МФУ «Про бюджетну класифікацію» № 11 від 14.01.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua>

6. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>

7. Програма управління державним боргом на 2016 рік / Наказ МФУ № 27 від 29.01.2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>

8. Управління державним боргом: навч. посіб. / за загал. ред. О.О. Прутської. – К.: ЦУЛ, 2010. – 216 с.

References

1. Mazaraki A.A. (ed.) (2015). *Derzhavne finansove rehulivannia ekonomichnykh peretvoren'* [State financial regulation of economic reforms]. Kyiv, KNTEU Publ., 376 p.

2. Koval'chuk T., Cherniak V., Shevchuk V. (2009). *Aktualitety polityky rozvytku* [Actuality development policy]. / Kyiv, Znannia Publ., 326 p.

3. Londar S.L., Bashko V.J. (2012). *Pidkhody do systematyzatsii j kontroliu ryzykiv, pov'iazanykh iz upravlinniam derzhavnym borhom v Ukraini* [Approaches to systematization and control the risks associated with debt management in Ukraine]. *Finansy Ukrainy*, no. 6, pp. 3-14.

4. Myshkin Frederik S. (1999). *Ekonomika hroshej, bankivs'koi spravy i finansovykh rynkiv* [Economics of Money, Banking and Financial Markets]. Kyiv, Osnovy Publ., 963 p.

5. *Nakaz Ministerstva finansiv Ukrainy "Pro biudzhettu klasyfikatsiiu"* [Order of the Ministry of Finance of Ukraine "On Budget Classification"]. No. 11, 14.01.2011. Available at: <http://www.ac-rada.gov.ua> (Accessed 30 September 2016).

6. *Ofitsijnyj sajt Ministerstva finansiv Ukrainy* [Official site of the Ministry of Finance of Ukraine]. Available at: <http://www.minfin.gov.ua> (Accessed 30 September 2016).

7. *Prohrama upravlinnia derzhavnym borhom na 2016 rik* [Program on Public Debt Management in 2016]. Available at: <http://www.minfin.gov.ua> (Accessed 30 September 2016).

8. Pruts'ka O.O. (2010). *Upravlinnia derzhavnym borhom* [Public Debt Management]. Kyiv, TsUL Publ., 216 p.

Проведен анализ показателей государственного долга в Украине и дана оценка его структурных рисков. Отмечено, что рост долговых рисков создает предпосылки дефолта и требует оптимизации структуры портфеля долговых обязательств государства. На основе SWOT-анализа структуры и системы управления государственным долгом обоснованы направления минимизации долговых рисков и повышения долговой устойчивости национальной экономики.

Ключевые слова: *государственный долг, долговая устойчивость, структурные риски долга, дефолт, долговая политика.*

Public debt indicators are analyzed in Ukraine and of its structural risks are assessed. It is noted that the increase in the debt risk creates preconditions of default and requires optimization of the structure of the debt portfolio of the state. On the basis of the SWOT-analysis the structure and management system of public debt the directions to minimize debt risks and improve the debt sustainability of the national economy are reasonable.

Key words: *public debt, structural risks of debt, default, debt policy.*

Одержано 14.10.2016.