**Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні**
**Німецька Консультативна Група з Питань Економічних Реформ**

01034 Київ, вул. Рейтарська, 8/5-А, тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua

**V14**

# Регулювання заборгованості державного сектору в Україні: актуальні проблеми та шляхи їх розв'язання

**Резюме**

Традиційно українські політики і експерти головним чином приділяли увагу прямому державному боргу. І сьогодні **цей борг знаходиться в прийнятних межах** і не створює якоїсь загрози. Але сьогодні **Україна зіткнулася з принципово новим феноменом** – швидкого накопичення муніципальних боргів та стрімкого збільшення зовнішніх запозичень державних підприємств. Фактично це означає, що уряду слід здійснювати відповідну політику щодо трьох ризиків, які можуть загрожувати фіскальній стабільності, зумовлених заборгованістю державного сектору. Ми вважаємо, що в нинішніх умовах уряду варто застосовувати комплексний підхід для управління заборгованістю державного сектору.

З цією метою ми пропонуємо такі стратегічні орієнтири та інструменти їх реалізації:

1) Для утримання боргу центрального уряду на стабільному рівні і запобігання зростанню витрат на обслуговування боргу уряду слід:

- не допускати дефіциту бюджету, рівень якого перевищує 2% ВВП;
- зменшити обсяг державних гарантій у процесі складання бюджету на наступні роки;
- збільшити поступово частку внутрішніх запозичень у структурі фінансування дефіциту бюджету.

2) З метою адекватного контролю випуску місцевих позик в Україні і підвищення їх ефективності уряду варто:

- встановити ліміт на боргові виплати з місцевого бюджету (погашення основної суми і виплату відсотків) на рівні 15% доходів бюджету за виключенням міжбюджетних трансфертів;
- вимагати цільового використання місцевих запозичень на фінансування інвестиційних проектів, які генерують певний рівень доходності;
- чітко визначити процедуру врегулювання дефолтів місцевих органів і передбачити можливість введення режиму зовнішнього фінансового управління.

3) Для мінімізації ризиків, пов'язаних із зовнішніми запозиченнями державних підприємств, уряду слід:

- встановити максимальний термін на погодження кредитних договорів підприємств з нерезидентами;
- ініціювати погодження головним чином довгострокових позик, залучення яких на внутрішньому ринку є проблематичним;

- забезпечити погодження позик, які мають виключно інвестиційне призначення;
- обмежити зовнішні запозичення державних підприємств, які не мають надходжень в іноземній валюті від основного виду діяльності;
- погоджувати зовнішні позики виключно для підприємств, які характеризуються високим ступенем платоспроможності.

**Зміст**

1.Вступ

2. Актуальні проблеми, пов'язані із заборгованістю центрального уряду.

3. Рекомендації щодо зваженого управління державним боргом.

4 Низький рівень управління місцевими боргами і необхідність їх регулювання.

5. Шляхи підвищення ефективності регулювання місцевих запозичень.

6. Зовнішні запозичення державних підприємств: переваги та потенційні ризики.

7. Вдосконалення механізмів регулювання зовнішніх запозичень державних підприємств.

Додаток I. Методика розрахунку граничного рівня дефіциту Державного бюджету України

## 1. Вступ

Упродовж останніх років прямий державний борг залишався майже стабільним у номінальному вираженні і знизився у відносному вираженні, що сприяло зміцненню державних фінансів України. Проте, наміри уряду мати дефіцит бюджету на рівні 2,55% ВВП у 2007 році і підвищити його до 3% ВВП у 2008-2010 рр. можуть порушити зазначену позитивну тенденцію.

Останнім часом місцеві борги швидко зростали, в той час як бюджетна система України продовжувала залишатися високоцентралізованою, а місцеві позики характеризувалися низьким ступенем ефективності. Така ситуація створює загрози для стабільності державних фінансів і потребує вжиття відповідних заходів з боку центрального уряду.

Державні підприємства і банки за 2,5 роки збільшили власну заборгованість перед нерезидентами на 4 млрд. дол.. Така тенденція має викликати занепокоєння з огляду на існування проблеми «невідповідності валютної структури», що робить корпоративні фінанси надмірно вразливими до ризиків змін обмінного курсу.

Міжнародний досвід свідчить про те, що місцеві борги і борги державних підприємств за низького рівня управління і відсутності контролю з боку центрального уряду генерують значні ризики для макрофінансової стабільності у країні. Крім того, такі борги являють собою непрямі умовні зобов'язання для центрального уряду, які породжують тиск на Державний бюджет у випадку погіршення економічної ситуації.

У даній роботі ми детально зупинимося на проблемах, породжуваних боргами центрального уряду, місцевих органів влади та державних підприємств, і запропонуємо заходи для їх врегулювання. У розділі 1 ми визначимо найбільш актуальні проблеми, пов'язані із заборгованістю центрального уряду. Для утримання даного боргу на постійному рівні і запобігання зростанню витрат на обслуговування боргу ми запропонуємо ряд конкретних заходів у розділі 2. У розділах 3 і 4 ми покажемо небезпеку швидкого накопичення місцевого боргу і зробимо пропозиції щодо законодавчого регулювання місцевих запозичень в Україні. Ми оцінимо переваги і потенційні втрати від масштабних зовнішніх запозичень державних підприємств у розділі 5. У останньому розділі ми запропонуємо економічні критерії і механізми погодження кредитних договорів державних підприємств у Міністерстві фінансів, Міністерстві економіки і Фонді держмайна України.

## 2. Актуальні проблеми, пов'язані із заборгованістю центрального уряду.

Необхідно підкреслити, що протягом останніх років прямий державний борг залишався майже стабільним у номінальному вираженні і не виходив за прийнятні межі. І такий підхід має бути збережений в майбутньому. В цьому зв'язку ми звертаємо увагу політиків на необхідність постійно тримати в полі зору три наступні проблеми та здійснювати відповідні кроки з метою поліпшення управління прямим державним боргом.

### *А) Високий дефіцит бюджету*

Державні бюджети на 2006 р. і 2007 р. (представлений у вересні 2006) передбачають доволі високий бюджетний дефіцит – 2,6% ВВП – і зростання державного боргу у номінальному виразі. У бюджетній стратегії на 2008-2010 рр. уряд проголошує наміри утримувати постійну величину державного боргу в номінальному вираженні і зводити бюджет із дефіцитом, який не перевищує 3% ВВП. Поряд з цим, уряд зобов'язується не допускати зростання державного боргу понад рівень 20% ВВП.

На нашу думку, збереження фінансової стабільності у середньостроковій перспективі і утримання розміру зовнішнього національного боргу на керованому рівні вимагають стабільного рівня державного боргу (включаючи гарантований борг) відносно ВВП і помірного розміру дефіциту бюджету, який узгоджується із цільовим значенням державного боргу.

Наші розрахунки вказують на те, що співвідношення державного боргу і ВВП не зростатиме у тому випадку, коли дефіцит бюджету не перевищуватиме рівень 2,1% ВВП (див. додаток 1). Тобто критерій фіскальної стійкості для України є більш жорстким, порівняно з політикою, яка закладається урядом у бюджеті наступного року і в бюджетній стратегії на середньостроковий термін. Але ми повинні враховувати таку особливість: обмеження на рівні 2,1% ВВП має застосовуватися лише по відношенню до частини дефіциту бюджету, фінансованого через запозичення. Надходження доходів від приватизації державного майна надаватиме уряду можливість допускати дещо вищий дефіцит бюджету.

### *Б) Зростання гарантованого боргу*

У 2006 році уряд істотно збільшив обсяги надання державних гарантій. У Державному бюджеті на 2006 рік передбачено надання урядом державних гарантій за позиками міжнародних фінансових організацій у сумі 2,04 млрд. грн., за зобов'язаннями Державної іпотечної установи в сумі 1 млрд. грн. та іноземними кредитами Державній службі автомобільних доріг України в сумі 1,8 млрд. грн..

Враховуючи високу ймовірність перекладення на гаранта фінансових зобов'язань за кредитами, наданими Державній іпотечній установі та Державній службі автомобільних доріг України, борговий тиск на Державний бюджет може бути доволі значним. Крім того, нарощування державного боргу через прямі запозичення і надання державних гарантій не є економічно обґрунтованим у період економічного зростання.

### *В) Незбалансована структура боргу*

До теперішнього часу політика державних запозичень в Україні не повною мірою узгоджувалася із основним принципом зваженого управління державним боргом: мінімізації витрат на обслуговування боргу при збереженні розумного ступеню ризику. Домінування зовнішньої заборгованості у загальній сумі державного боргу може суттєво збільшити вартість обслуговування зовнішнього боргу у випадку несприятливої динаміки макроекономічних показників.

У минулі роки частка зовнішнього запозичення у структурі валового фінансування дефіциту Державного бюджету перевищувала 80%. У січні-серпні 2006 року уряд залучав виключно зовнішні позики, а у бюджеті на 2006 рік частка зовнішнього фінансування передбачена на рівні 60%. У 2007 році уряд планує збільшити частку зовнішнього фінансування до 67%. У бюджетній стратегії на 2008-2010 рр. також зроблено наголос на залученні зовнішніх позик. У попередньому дослідженні ми показали, що покладання уряду переважно на зовнішні джерела фінансування породжує високі валютні ризики і

ризики рефінансування боргу, що робить структуру боргу надмірно вразливою до кризових подій.[1]

У частині валютної структури зовнішнього боргу чітко простежуються уподобання уряду на користь зобов'язань із найнижчою відсотковою ставкою. Євро-облігаційна позика 2005 р. була деномінована у євро, а позика 2006 р. – у швейцарських франках. На нашу думку, такий вибір навряд чи сприятиме економії бюджетних коштів. Якщо валюта деномінації зовнішніх боргових зобов'язань України ревальвуватиме, витрати на їх погашення суттєво збільшаться (відсоток ревальвації обмінного курсу може набагато перевищити різницю номінальних відсоткових ставок). Вибір валюти деномінації зовнішніх зобов'язань уряду має ґрунтуватися на надійних прогнозах обмінних курсів.

**2. Рекомендації для зваженого управління державним боргом.**

Для утримання державного на стабільному рівні і запобігання зростанню витрат на обслуговування боргу, пов'язаних з використанням ризикових форм запозичень і значними обсягами державних гарантій, ми пропонуємо проведення наступних заходів:
1. ***Зводити Державний бюджет із дефіцитом, обсяг якого не перевищує 2% ВВП***. Реалізація даної пропозиції стримуватиме нарощування державного боргу і сприятиме зниженню витрат на обслуговування боргу, що позитивно відображатиметься на темпах економічного зростання і гарантуватиме збереження фінансової стабільності в Україні
2. ***Скоротити обсяг державних гарантій при плануванні бюджету*** на наступні роки, що дозволить уникнути стрімкого зростання умовних зобов'язань держави і зменшуватиме тиск даних зобов'язань на Державний бюджет.
3. ***Збільшити частку внутрішніх запозичень*** у структурі фінансування дефіциту бюджету. Зміна структури державних запозичень і боргу на користь внутрішніх джерел зменшуватиме вразливість боргової позиції уряду до дії несприятливих чинників внутрішнього чи зовнішнього характеру. Так, зменшення зовнішнього боргу держави знижуватиме валюті ризики і ризики рефінансування боргу, а також усуватиме тиск боргового навантаження на рівень обмінного курсу і сприятиме підвищенню кредитних рейтингів держави, що позитивно впливатиме на вартість обслуговування боргу.

**3. Низький рівень управління місцевими боргами і необхідність їх регулювання.**

У міжнародному контексті розмір місцевого боргу України не є високим. Однак, темпи його зростання викликають занепокоєння. На початку 2003 р. борг муніципалітетів України був майже на нульовій позначці, а за станом на 01.09.2006 він досяг величини 650 млн. грн. і 600 млн. дол. США.[2]

У 2004-2006 рр. облігації місцевої позики випустили Черкаси (на 5 млн. грн.), Донецьк (115 млн. дол.), Івано-Франківськ (5,5 млн. грн.), Харків (100 млн. грн.), Київ (450 млн. дол. США), Комсомольськ (8 млн. грн.), Одеса (150 млн. грн.), Вінниця (20 млн. грн.), Запоріжжя (100 млн. грн.).

Основні проблеми місцевих запозичень в Україні полягають у наступному:

- *швидке зростання місцевого боргу в умовах високої централізації бюджетно-податкової системи України і низької відповідальності місцевих органів* за виконання покладених на них функцій; за таких інституційних умов феномен "кредитної ілюзії" є особливо небезпечним;

- *відсутність чітко визначених інвестиційних цілей місцевих запозичень*: міські органи Вінниці та Івано-Франківська розмістили запозичені кошти на банківських депозитах та оголосили про те, що випускали позики для формування кредитної історії; Київська міська влада спрямувала надходження від зовнішніх позик на підтримку банку "Хрещатик" і використовувала їх на фінансування капітальних вкладень лише частково (на момент розміщення зовнішньої позики 2005 року обсягом 250 млн. дол., не було використано 65 млн. дол. від позики 2004 року). У інших випадках інвестиційні

[1] Див. докладно: Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. На шляху до оптимальної структури фінансування дефіциту бюджету / Аналітична робота А05/2006. – Травень 2006.
[2] Борги субнаціональних органів влади складали 2,25% ВВП у Чехії, 2,09% ВВП у Естонії, 1,29 % ВВП у Словаччині (за станом на кінець 2001 року).

проекти, які фінансувалися за рахунок запозичень, не були пріоритетними для місцевих громад, оскільки вони навіть не розглядалися у період планування бюджету.

На нашу думку, неконтрольоване нарощування місцевих боргів породжує серйозні ризики для збалансованого соціально-економічного розвитку регіонів та стабільності державних фінансів України:

- високої заборгованості місцевих органів і необхідності залучати позики для погашення минулих боргів, внаслідок непродуктивного використання запозичених коштів і високої вартості запозичень;
- неспроможності місцевих органів вирішувати проблеми місцевого значення, внаслідок відволікання коштів місцевого бюджету на боргові виплати;
- масових дефолтів місцевих органів, що погіршуватиме інвестиційний клімат у країні;
- перекладення боргових зобов'язань місцевих органів на центральний бюджет.

Небезпеку неконтрольованого нарощування місцевих боргів підтверджує міжнародний досвід. Так, наприкінці 1980-х рр. основним чинником розгортання фінансової кризи у Бразилії стали масові дефолти Бразильських штатів, які накопичили надмірні обсяги заборгованості. Встановлення жорсткого контролю федерального уряду над субнаціональними боргами і надання фінансової допомоги неплатоспроможним штатам принесли лише тимчасове полегшення. За десятиріччя до кінця 1990-х рр. кризи місцевих боргів повторювалася у Бразилії тричі.

У Бюджетному кодексі України зафіксоване положення про невідповідальність центрального уряду за місцевими боргами, однак його повне застосування в умовах низької фінансової автономії місцевих органів і їх слабкої відповідальності за виконання покладених зобов'язань є сумнівним. Зазначені факти свідчать про можливість перекладення зобов'язань за місцевими боргами на центральний бюджет у випадку неплатоспроможності місцевих органів.

**4. Шляхи підвищення ефективності регулювання місцевих запозичень.**

Високі ризики місцевих запозичень в Україні вимагають накладення на позичкові операції місцевих органів законодавчих обмежень. На нашу думку, центральному уряд слід обмежувати розміри місцевого боргу, вимагати цільового спрямування запозичених коштів на самоокупні інвестиційні проекти і регламентувати процедуру врегулювання дефолтів місцевих органів.

У даний час у Міністерстві фінансів України розглядається проект Закону України "Про місцеві запозичення і місцеві гарантії". В даному законопроекті передбачено такі обмеження: а) на суму місцевого боргу, яка не повинна перевищувати річних доходів місцевого бюджету за вирахуванням між бюджетних трансфертів; б) на погашення і обслуговування місцевого боргу, яке не повинно перевищувати середньорічної суми доходів бюджету розвитку за останні 5 років.

На нашу думку, такі обмеження є занадто м'якими і не створюватимуть надійних засад для збереження фінансової стабільності у країні. Якщо допустити, що величина місцевого боргу досягла максимально дозволеної суми, весь борг має погашатися в один рік, а ринки позичкових капіталів виявилися тимчасово закритими для місцевих органів, то всі надходження до місцевого бюджету, за виключенням між бюджетних трансфертів, мають бути спрямовані на погашення боргу (не говорячи вже про його обслуговування). Але як місцеві органи зможуть у такій ситуації фінансувати покладені на них завдання і виконувати свої функції?

Обмеження на розмір боргових виплат також економічно не обґрунтовані. Якщо весь бюджет розвитку може бути використаний на боргові виплати, з яких джерел мають фінансуватися інвестиції?

Такі обмеження не створюватимуть умов для відповідального фінансового управління на місцевому рівні і породжуватимуть значні ризики для Державного бюджету.

Ми пропонуємо ***встановити ліміт на погашення і обслуговування місцевого боргу на рівні 15% доходів місцевого бюджету за виключенням міжбюджетних***

***трансфертів.*** Такий критерій має гарантувати, що темпи накопичення боргу не перевищуватимуть темпів зростання доходів, які будуть використовуватися для боргових виплат. Застосування додаткових обмежень на розмір місцевого боргу є недоцільним, оскільки вони виконуватимуть таку ж роль, як і обмеженя на розмір боргових виплат. Обидва критерії націлені на забезпечення платоспроможності позичальників і їх одночасне застосування не є достатньо обґрунтованим.[3]

Положення Бюджетного кодексу України і проекту Закону "Про місцеві запозичення і місцеві гарантії" надають можливість місцевим органам використовувати запозичені кошти на фінансування інвестицій, які безпосередньо не генерують будь-яких надходжень до місцевого бюджету. В таких умовах ризик дефолтів місцевих органів є достатньо високими.

Ми пропонуємо відобразити у проекті закону положення, згідно з яким ***місцеві запозичення можуть проводитися лише з метою фінансування самоокупних інвестиційних проектів***. Тобто надходження від місцевих позик мають спрямовуватися на фінансування конкретних інвестиційних проектів, які створюватимуть фінансову основу для погашення накопичених боргів. У цьому контексті Х. Циммерманн писав: "Єдиний аргумент на користь боргового фінансування пов'язаний з існуванням самоокупних об'єктів,… у такому випадку кредитне фінансування не лише можливе, але й бажане". [4]

Міністерству фінансів слід надавати дозвіл на залучення позичкових коштів лише у випадку, коли розроблений інвестиційний проект передбачає певний потік надходжень і схвалений місцевою радою. Надходження від місцевих позик для збереження їх цільового спрямування варто зараховувати до спеціального фонду місцевого бюджету. У процесі погодження місцевих позик місцеві органи повинні надавати повний пакет документації на інвестиційні проекти, фінансовані із позичкових джерел, включаючи розрахунок доходності і термін окупності проекту, прогнозовані боргові платежі та ін.. Голови місцевих рад і керівники фінансових управлінь повинні нести персональну відповідальність за цільове спрямування запозичених коштів на інвестиції.

Що стосується інвестиційних проектів, які не передбачають надходжень від споживачів послуг, для їх фінансування місцеві органи повинні накопичувати необхідні ресурси (формувати резерви) за рахунок регулярних доходів місцевих бюджетів. У такому випадку жителі місцевих громад будуть позбавлені додаткових витрат на обслуговування місцевих боргів, які в умовах України можуть бути доволі значними.

Для посилення відповідальності місцевих органів за прийняття рішень щодо запозичень і захисту прав кредиторів законом має бути обумовлено чіткий і ***ефективний механізм врегулювання дефолтів, складовою якого має стати режим зовнішнього фінансового управління***. Проект закону, підготований Міністерством фінансів України, не містить чітких процедур врегулювання боргових вимог кредиторів у випадку місцевих дефолтів.

Положення закону в частині неплатоспроможності місцевих органів повинні обумовлювати кілька стадій врегулювання їх заборгованості. Спершу, боргові зобов'язання мають виконуватися за рахунок реалізації об'єктів застави. Далі, за наявності згоди кредиторів позичальник може провести реструктуризацію своїх зобов'язань. Якщо ж вимоги кредиторів все ще залишаються незадоволеними, вони повинні бути наділені правом звертатися до Міністерства фінансів України з метою призначення зовнішнього фінансового керуючого і введення режиму зовнішнього фінансового управління для проблемного позичальника. Законом мають чітко визначатися як права, так і обов'язки зовнішнього фінансового керуючого.5

Таким чином, для збереження умов фінансової стабільності у країні і зваженого управління місцевими запозиченнями в Україні ми пропонуємо:

---

[3] Див. докладно: Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. Становлення системи регулювання місцевих запозичень і місцевого боргу в Україні / Консультативна робота Т39. – червень 2004.

[4] Х. Циммерманн. Муниципальные финансы. – М.: Дело и сервис, 2003. – С. 223-224.

[5] Див. докладно: Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. Становлення системи регулювання місцевих запозичень і місцевого боргу в Україні / Консультативна робота Т39. – червень 2004.

- встановити верхній ліміт обслуговування місцевого боргу (включаючи основну суму та виплату відсотків) на рівні 15% річних доходів місцевих бюджетів за виключенням міжбюджетних трансфертів, а також відмінити обмеження на розмір місцевого боргу;

- гарантувати цільове спрямування надходжень від місцевих запозичень на фінансування самоокупних інвестиційних проектів і забезпечити їх спрямування до спеціального фонду місцевого бюджету;

- чітко регламентувати процедури врегулювання дефолтів місцевих органів (реалізації предметів застави, реструктуризації боргу, введення режиму зовнішнього фінансового управління).

Система регулювання місцевих запозичень з боку центрального уряду може бути модифікована у процесі реформування системи міжбюджетних відносин. При підвищенні фінансової автономності місцевих органів і зростанні ступеню їх відповідальності за виконання покладених на них завдань вони можуть бути наділені більшими повноваженнями і володіти більшим ступенем свободи у сфері залучення місцевих позик, спрямування запозичених коштів і погашення місцевих боргів.

**5. Зовнішні запозичення державних підприємств: переваги та потенційні ризики.**

Зовнішні позики державних підприємств (ДП) являють собою непрямі умовні зобов'язання центрального уряду. Хоча не гарантовані державою позики і не передбачають договірних зобов'язань уряду щодо їх погашення, уряд у деяких випадках (якщо економічні і соціальні втрати неплатоспроможності ДП є високими) може надавати фінансову допомогу підприємствам-позичальникам.

Наприклад, у Греції незадовільні результати діяльності ДП потребували фінансових вливань з боку центрального уряду на загальну суму, що дорівнювала половині державного боргу Греції (який досягав 110% ВВП). У період 1984-1997 рр. щорічні фінансові потреби 50 ДП у середньому становили 4% ВВП, а фактичні капітальні трансферти з центрального бюджету дорівнювали 2% ВВП.[6]

МВФ і Світовий банк рекомендують борговим менеджерам враховувати вплив умовних зобов'язань на фінансову позицію уряду і його загальну ліквідність.[7] Вони доводять, що умовні зобов'язання фактично являють собою потенційні фінансові вимоги до центрального уряду.

У цьому контексті слід відзначити, що міжнародні кредитні агентства надають державним підприємствам більш високі кредитні рейтинги (порівняно з приватними підприємствами, які мають такі ж економічні і фінансові показники), завдяки можливості надання урядової допомоги даним підприємствам.

Таким чином, уряду слід контролювати загальну суму боргів ДП і відслідковувати вплив факторів, які визначають суму його непрямих умовних зобов'язань.

Останнім часом процес накопичення зовнішніх боргів державними підприємствами прискорився. Якщо на початок 2004 р. зовнішня заборгованість ДП знаходилася на нульовому рівні, то на середину 2006 р. довгостроковий негарантований державою зовнішній борг ДП і державних банків сягнув 4,7 млрд. дол. США, у тому числі: 0,5 млрд. дол. – єврооблігації НАК "Нафтогаз України"; 0,6 млрд. дол. – єврооблігації "Укрексімбанку"; 0,3 млрд. дол. – кредити іноземних банків "Укрексімбанку"; 3,3 млрд. дол. - кредити іноземних банків нефінансовим державним підприємствам.

Зовнішні борги ДП суттєво перевищують їх заборгованість за кредитами українських банків. Так, за станом на 31.06.2006 заборгованість ДП перед банками-нерезидентами становила 3,27 млрд. дол., а перед українськими банками – лише 1,35 млрд. дол..

Зростання зовнішніх боргів ДП є найбільш вагомою складовою зростання зовнішньої заборгованості державного сектору, що може загрожувати фінансовій стабільності у країні і уповільнюватиме темпи зростання національної економіки. У міжнародному вимірі

[6] P. Mylonas, I. Joumard. Greek Public Enterprises: Challenges for Reform. Economic Department Working Paper. – 1999. – N 214. – p. 5.

[7] IMF, World Bank. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document. – November 21, 2002. – http://www.imf.org.

зовнішня заборгованість державного сектору не є надмірно високою, але вона швидко зростає і може набути загрозливих масштабів.

Згідно з нашими оцінками, на початку 2004 р. зовнішній борг державного сектору становив близько 12 млрд. дол. США. Однак, вже на середину 2006 року його рівень перевищив 16 млрд. дол. США і сягнув 19,5% ВВП (див. табл. 1). Тобто за 2,5 роки зовнішній борг державного сектору збільшився на 4 млрд. дол. США, що свідчить про суттєвий зовнішній дефіцит державного сектору. З огляду на те, що сумарна величина позитивного сальдо поточного рахунку за цей період досягла 8,54 млрд. дол. США, а уряд отримав значні доходи від приватизації державного майна, така політика є ірраціональною.

**Таблиця 1**
Зовнішній борг державного сектору України, за станом на 01.07.2006

| **Вид зовнішньої заборгованості** | **Млн. дол.** |
|---|---|
| Прямий і гарантований борг центрального уряду | 11058 |
| Борг місцевих органів влади | 600 |
| Борг нефінансових державних підприємств | 3769 |
| Борг державних банків | 945 |
| Зовнішній борг державного сектору в цілому | 16372 |

Джерело: оцінки IER

Зовнішній борг ДП і державних банків, не гарантований державою, являє собою частину зовнішнього корпоративного боргу України, розмір якого має викликати занепокоєння.

В Україні довгостроковий зовнішній борг корпоративного сектору економіки становив 12,3 млрд. дол. за станом на кінець 2005 року (з врахуванням боргів приватних підприємств). Вказана величина була еквівалентною 14,6% ВВП і 27,6%експорту. Відносний розмір зовнішнього довгострокового корпоративного боргу України на той час майже зрівнявся із середніми показниками для країн з перехідною економікою за станом на кінець 2003 року (14,4% ВВП і 30,2% експорту).[8] За 2005 рік зовнішня заборгованість комерційних банків зросла на 3,56 млрд. дол. і за станом на 1 січня 2006 р. досягла 6,22 млрд. дол., а заборгованість нефінансових підприємств збільшилася на 3,58 млрд. дол. і сягнула 18,11 млрд. дол..[9]

Внаслідок швидкого накопичення зовнішніх боргів підприємствами і банками України зовнішній національний борг України досяг рівня 35,3% ВВП за станом на 01.01.2006.[10] Як ми показали у попередньому дослідженні, для гарантування фінансової стабільності і стимулювання економічного зростання зовнішній борг країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою не повинен перевищувати рівня 35% ВВП.[11]

Такі порівняння не вказують на необхідність повного припинення зовнішніх запозичень, оскільки номінальне зростання зовнішнього боргу українських корпорацій може нівелюватися збільшенням валової доданої вартості. Вони говорять лише про те, що зовнішньо-боргова позиція України наближається до критичного рівня, і, що уряд повинен відслідковувати розмір зовнішньої заборгованості українських корпорацій та зважено управляти макрофінансовими ризиками, пов'язаними з їх зовнішніми позиками.

Довгострокові ресурси міжнародного ринку капіталів стали для українських позичальників важливим джерелом фінансування інвестицій. Вдаючись до зовнішніх запозичень,

[8] Розрахунки IER на основі даних "Global Development Finance 2005".
[9] Дані НБУ, що ґрунтуються на методології МВФ.
[10] Оцінки IER за методологією МБРР, що відрізняється від методології МВФ .
[11] Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. На шляху до оптимальної структури фінансування дефіциту бюджету / Аналітична робота А05/2006. – Травень 2006..

корпоративні позичальники отримують можливості для зниження вартості капіталу, розширення бази інвесторів і підвищення ліквідності боргових зобов'язань.[12]

Однак, зовнішнім корпоративним позикам властиві високі валютні ризики і ризики пролонгації боргу, що підвищують вразливість національної економіки до дії зовнішніх шоків. Високий зовнішній борг приватних позичальників відігравав центральну роль у фінансових кризах наприкінці XX – на початку XXI ст. у країнах з ринками, що формуються.

Девальвація впливає на економічні показники діяльності підприємницького сектору за такими каналами: зростання вартості імпортованої сировини і матеріалів, підвищення вартості обслуговування зовнішнього боргу і звуження доступу до міжнародного ринку капіталів. Фінансовий стан підприємства є високо вразливим до змін обмінного курсу при існуванні значних обсягів зовнішньої заборгованості. Валютні ризики і ризики пролонгації боргу тісно пов'язані один з одним: некерована девальвація часто супроводжується зниженням кредитних рейтингів, що закриває доступ до міжнародного ринку позичкових капіталів.

Міжнародний досвід вказує на те, що у випадку стрімкої девальвації позичальники країн з ринками, що формуються, втрачають доступ до міжнародного ринку капіталів на термін від кількох місяців до п'яти років і більше.[13]

Девальвація національної валюти і раптове припинення надходження іноземного капіталу є особливо небезпечними за наявності проблем невідповідності валюти активів і валюти зобов'язань. Голдштайн і Тюрнер довели, що "валютна невідповідність" є основною проблемою, пов'язаною із накопиченням зовнішніх боргів. Країни, які мають зовнішньо-боргові зобов'язання, що не компенсуються зовнішніми активами, з більшою вірогідністю стикаються із труднощами у процесі обслуговування зовнішніх боргів при зниженні курсу національної валюти. За результатами дослідження, проведеного М. Бордо і Ч. Майснера, величина розриву між зовнішніми активами і зобов'язаннями безпосередньо пов'язана із ймовірністю настання фінансових криз.[14]

Згідно з даними міжнародної інвестиційної позиції, за станом на початок 2006 року різниця між зовнішніми активами і зобов'язаннями резидентів України становила -28,8 млрд. дол.. Значні нетто-зобов'язання резидентів України перед рештою світу доповнювалися доларизацією внутрішніх зобов'язань. Вітчизняні нефінансові підприємства заборгували 10,1 млрд. дол. комерційним банкам України за кредитами в іноземній валюті. При врахуванні заборгованості нефінансових підприємств перед нерезидентами сумарна заборгованість в іноземній валюті даних підприємств становитиме 29,8 млрд. дол. США. Зазначена сума є еквівалентною 35,4% ВВП і 27% оборотних активів підприємств України (за станом на 01.07.2006).

Таким чином, наявність проблеми невідповідності валюти активів і зобов'язань посилює вразливість фінансової системи України до валютних ризиків і ризиків пролонгації боргу. Вона може призвести до масових банкрутств корпоративних позичальників і викликати стрімке падіння виробництва у випадку девальвації національної валюти чи зміни настроїв іноземних інвесторів.

### 6. Вдосконалення механізмів регулювання зовнішніх запозичень державних підприємств.

Для управління фінансовими ризиками, пов'язаними із зовнішніми корпоративними позиками, уряд слід застосовувати переважно непрямі ринкові методи, оскільки державні інтервенції, засновані на ринкових принципах, є більш ефективними і генерують менше негативних ефектів, у порівнянні з прямим адміністративним контролем.[15]

---

[12] S. Schmukler. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. – October 2003. – http://www.worldbank.org.

[13] The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises // IMF Working Paper. – 2006. – N186. – p. 15.

[14] M. Bordo, Ch. Meissner. The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises // NBER Working Paper. – N11897. - December 2005.

[15] M. Mussa. A. Swoboda. Moderating Fluctuations in Capital Flows to Emerging Market Economies // Finance and Development. – 1999. - September.

З метою гарантування фінансової стабільності у довгостроковій перспективі і зваженого управління ризиками зовнішніх приватних запозичень ми рекомендуємо:

- збільшити розмір міжнародних резервів України до рівня 22-22,5 млрд. дол. США, що створить надійний запас міцності для задоволення потреб резидентів України в іноземній валюті у випадку порушення позитивної динаміки надходження іноземних позик та інвестицій;
- посилити банківський нагляд та встановити більш жорсткі вимоги до формування резервів банків під кредитні ризики за кредитними операціями в іноземній валюті.[16]

Зазначені непрямі методи мають застосовуватися, в основному, по відношенню до приватних запозичень. Що ж стосується зовнішніх позик ДП, тут уряд варто вдаватися до прямих методів регулювання обсягів і структури боргу. В умовах діючої системи корпоративного управління державними підприємствами в Україні, менеджмент державних підприємств зацікавлений у максимізації обсягів зовнішніх запозичень, оскільки позитивні результати від їх проведення стануть надбанням компанії чи її керівництва, а можливі втрати можуть бути перекладені на уряд.

Надмірна експансія державних підприємств на міжнародних ринках є відображенням зорієнтованості вищого керівництва даних підприємств на досягнення короткострокових цілей та нехтування ними цілей забезпечення стабільного фінансового становища у довгостроковому періоді. Причинами зазначених негативних явищ виступають недосконалості як діючого в Україні інституційного середовища загалом, так і системи управління державною власністю, зокрема.

Такий феномен є типовим для інших постсоціалістичних країн, зокрема – Росії (у цій країні підприємства державної власності мають борг перед іноземними кредиторами в сумі близько 20 млрд. дол. США).

Для врегулювання зазначених проблем Кабінет Міністрів України прийняв рішення про посилення контролю за зовнішніми запозиченнями ДП шляхом запровадження обов'язкового погодження зовнішніх позик із органами центральної влади. Розпорядженням №334-р від 15.06.2006 керівники державних підприємств зобов'язані погоджувати проекти кредитних договорів ДП з нерезидентами у Міністерстві фінансів України, Міністерстві економіки і Фонді державного майна. До прийняття даного розпорядження ДП погоджували зовнішні позики лише з галузевими міністерствами, у підпорядкуванні яких вони знаходилися.

З метою підвищення ефективності позичкових операцій ДП і створення перешкод для пошуку ренти уряду слід застосовувати єдиний підхід до всіх ДП – кандидатів на залучення зовнішніх позик. На нашу думку, існує гостра потреба у розробці уніфікованої процедури для погодження зовнішніх позик ДП із визначенням конкретних правил і критеріїв. Зокрема, ми рекомендуємо:

А) ***Запровадити одночасне погодження зовнішніх позик з усіма відповідальними міністерствами і встановити максимальний термін для погодження кредитних договорів***. Такий термін не повинен перевищувати 1 місяця, а кінцеве рішення щодо схвалення чи відхилення позики має прийматися колективно посадовими особами різних міністерств.

Без встановлення такого ліміту працівники міністерств будуть зацікавлені затягувати процес розгляду документації і прийняття рішення з метою отримання неофіційних платежів від менеджерів ДП. Крім того, ринкова ситуація і потреби у залученні позичкових коштів швидко змінюються, внаслідок чого (у випадку тривалого погодження) ефективність роботи підприємства та рівень його конкурентоспроможності знижуватимуться.

Б) ***Забезпечити погодження переважно довгострокових позик, які проблематично залучити на внутрішньому фінансовому ринку***. ДП можуть отримувати короткострокові позики у вітчизняних фінансових установах; відсоткові ставки за такими

[16]Докладно див.: Вахненко Т. П. Міжнародний кредит у світовій валютно-фінансовій системі // Фінанси України. – 2006. - №11.

позиками є співставними із ставками за зовнішніми позиками, з урахуванням всіх непрямих витрат.

В) ***Надавати згоду виключно на залучення тих зовнішніх позик, що мають інвестиційне спрямування***; запровадити відповідальність керівників ДП за цільове спрямування запозичених коштів на інвестиції.

Якщо підприємства використовують запозичені кошти для фінансування продуктивних капіталовкладень, вони будуть в змозі отримувати доходи, які забезпечуватимуть погашення накопиченого боргу. Д. Франкель і С. Вай вказували на те, що позичальник із більшою ймовірністю матиме труднощі із обслуговуванням боргів, якщо надходження капіталу використовується на фінансування споживчих витрат або непродуктивних інвестицій. Країни Південно-Східної Азії опинилися у кризовому стані саме тому, що суттєва частина інвестицій спрямовувалася до збиткової важкої промисловості і на будівництво об'єктів нерухомості.[17]

Г) ***Обмежити можливості здійснення зовнішніх запозичень для ДП, які не мають надходжень у іноземній валюті від основного виду діяльності***. Зовнішня заборгованість окремого підприємства, як правило, не повинна перевищувати суму щорічних надходжень у іноземній валюті. Підприємства, які мають зобов'язання у іноземній валюті, а отримують доходи у національній валюті, стикаються з проблемою невідповідності валюти активів і зобов'язань, і у деяких випадках можуть виявитися неплатоспроможними (див. обґрунтування, подані вище).

Д) ***Забезпечити погодження зовнішніх позик виключно для підприємств, що характеризуються високим ступенем платоспроможності.*** Посадові особи міністерств повинні ретельно оцінювати фінансовий стан ДП, які претендують на отримання зовнішніх кредитів. Якщо фінансовий аналіз рівня платоспроможності і ліквідності підприємства (з використанням стандартних коефіцієнтів, скоригованих на галузеву специфіку підприємства-позичальника) вказує на його низьку спроможність вчасно і у повному обсязі задовольнити фінансові вимоги кредиторів, зовнішні позики для таких підприємств слід заборонити.

У такій ситуації уряд має розробити комплекс економічних і фінансових заходів для підвищення рівня платоспроможності ДП. У деяких випадках уряд може надавати бюджетні позики. Механізм надання бюджетних позик має бути побудований таким чином, щоб проблема морального ризику була мінімізована (платоспроможні підприємства розраховувалися за бюджетними позиками).

Регулювання зовнішніх запозичень ДП має передбачати елементи *відповідальності* керівників ДП і державних службовців (які надали згоду на залучення зовнішньої позики) за реалізацію *збиткових капіталовкладень*, фінансованих із зовнішніх джерел, та *невиконання зобов'язань за зовнішніми позиками*.

Звичайно фінансові ризики, пов'язані із непрямими умовними зобов'язаннями уряду, можуть бути знижені при покращенні корпоративного управління ДП, вдосконаленні регуляторної політики та приватизації деяких ДП. У довгостроковому періоді вказані реформи (при належному їх впровадженні) можуть генерувати позитивні економічні наслідки. Однак, вже на сьогодні уряду слід вживати відповідних заходів для забезпечення керованістю зовнішньо-борговими процесами у рамках державного сектору і відвернення небезпеки фінансової кризи.

І. Б., Т. В.

Рецензент: жовтень 2006

[17] J. Frankel, S. Wei. Managing Macroeconomic Crises // NBER Working Paper 10907. – November 2004.

**ANNEX I**

**Методика розрахунку граничного рівня дефіциту Державного бюджету України**

Для обчислення розміру дефіциту бюджету, який забезпечуватиме досягнення цільового орієнтиру величини державного боргу, скористаємося рівнянням боргової динаміки:

$$\mathbf{B1 = B0 + D} \qquad (1)$$

B1 – розмір державного боргу на кінець року,

B0 – розмір державного боргу на початок року,

D – обсяг дефіциту бюджету, фінансованого через запозичення.

Рівняння (1) вказує на те, що розмір дефіциту бюджету дорівнює приросту абсолютної суми боргу за рік.

Для перетворення даного рівняння у відносний вигляд поділимо обидві його частини на номінальний ВВП (Y):

$$\mathbf{B1 / Y1 = B0 / Y1 + D / Y1} \qquad (2)$$

Позначимо відношення державного боргу до ВВП на кінець року як b1, а відношення дефіциту бюджету до ВВП як d1. Тоді ми отримаємо таку рівність:

$$\mathbf{b1 = B0 / (Y0\ (1+n) \cdot\ (1+p)) + d1,} \qquad (3)$$

де n – темпи зростання реального ВВП, а p – темпи інфляції. Враховуючи, що B0 / Y0 = b0, ми отримаємо таку рівність:

$$\mathbf{b1 = b0 / ((1+n) \cdot (1+p)) + d1,} \qquad (4)$$

З метою отримання співвідношення між розміром дефіциту бюджету і державного боргу віднімемо від обох частин рівняння b0:

$$\mathbf{\Delta\, b = b\ 0\ \cdot (-n - p - np) / (1 + n + p + np) + d1,} \qquad (5)$$

Провівши прості перетворення тотожності (5), ми отримаємо рівняння для дефіциту бюджету:

$$\mathbf{d = \Delta\, b\ + b\ 0\ \cdot (n + p + np) / (1 + n + p + np)} \qquad (6)$$

Якщо уряд має намір утримувати відношення державного боргу до ВВП на незмінному рівні ($\Delta$ b = 0), тоді дефіцит бюджету має дорівнювати:

$$\mathbf{d = b\ 0\ \cdot (n + p + np) / (1 + n + p + np)} \qquad (7)$$

Таким чином, рівняння (7) надає можливість розрахувати величину дефіциту бюджету, що гарантуватиме утримання стабільного співвідношення державного боргу і ВВП.

Якщо допустити, що середньорічні темпи зростання реального ВВП у середньостроковій перспективі становитимуть 7%, а середньорічний темп інфляції дорівнюватиме 6% (згідно з прогнозами уряду), тоді розмір дефіциту бюджету, розрахований на основі рівняння (7), становитиме 2,1% ВВП. Такий же результат буде отримано при використанні будь-якої комбінації темпів зростання реального ВВП і темпів інфляції, сума яких дорівнюватиме 13%.

Отже, якщо дефіцит бюджету (фінансований через запозичення) не перевищуватиме 2,1% ВВП, співвідношення державного боргу і ВВП не буде зростати.[18]

[18] Ці результати ґрунтуються на допущенні стабільного рівня реального обмінного курсу.