

Ивахненко И. С.

Зыкова С. И.

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

ПРОБЛЕМЫ ВНЕДРЕНИЯ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ КАК ЭФФЕКТИВНОГО МОНЕТАРНОГО РЕЖИМА

Резюме

В статье определены ключевые аспекты механизма практического применения инфляционного таргетирования как режима монетарной политики, отмечено основные макроэкономические предпосылки введения инфляционного таргетирования, а также его главные преимущества и недостатки для стран с переходной экономикой.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, режим монетарной политики, фискальное доминирование.

Ivakhnenko I. S.

Zykova S. I.

Taras Shevchenko National University of Kyiv

THE PROBLEMS OF IMPLEMENTATION OF INFLATION TARGETING AS AN EFFECTIVE MONETARY REGIME

Summary

The article outlines the key aspects of the mechanism of practical application of inflation targeting as a monetary policy regime. Key macroeconomic prerequisites for the introduction of inflation targeting regime as well as its main advantages and disadvantages for the transition economies are defined and examined in the article.

Key words: inflation targeting, monetary policy regime, fiscal dominance.

УДК 336.1

Онуфрійчук О. П.

Академія фінансового управління

ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ОБМЕЖЕННЯ ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ У КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

У статті проведено аналіз причин зростання державного боргу України за 2012–2016 рр., розглянуто його структуру та динаміку. Згруповано боргові ризики держави, серед яких – валютний, відсотковий, фінансування та ліквідності, а також встановлено їх причину та наслідки. Запропоновано ключові завдання, що можуть бути використані для формування стратегії оптимізації державного боргу та мінімізації ризиків.

Ключові слова: сукупний державний борг, зовнішній державний борг, внутрішній державний борг, боргові ризики, боргова політика.

Постановка проблеми. У системі управління державним боргом України підвищується актуальність проблематики оцінки та мінімізації ризиків державних боргових зобов'язань. Це пояснюється зростанням активності використання запозичень для фінансування бюджету. Також здійснюється великий обсяг зовнішніх запозичень за одночасного низького рівня розвитку внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань, значно збільшуються явні та неявні умовні зобов'язання уряду, поширюються кризові явища на світовому фінансовому ринку тощо.

У даній статті державний борг розглядається як єдина сума боргових запозичень держави щодо отриманих та непогашених кредитів (позик). Своєю чергою, у процесі зростання державного боргу виникають різноманітні ризики, які мають вплив на стійкість державних фінансів.

З огляду на те, що шляхи оптимізації державного боргу та скорочення валютних ризиків слід аналізувати через призму управління державними фінансами, дії розглянемо з позицій державних

органів управління, таких як Кабінет Міністрів України, Міністерство фінансів України, Національний банк України та Державна казначейська служба України. Вищеназвані органи несуть відповідальність за розроблення та реалізацію ефективної боргової стратегії держави, мета якої – забезпечення фінансової стабільності та боргової стійкості країни. Водночас важливою стороною регулювання державного боргу та скорочення валютних ризиків є чинне законодавство.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у проблему дослідження державного боргу та його оптимізації зробила Н.В. Кукіна [12], провівши макроекономічний огляд державного боргу як фактору ризику безпеки України. Пов'язані з державним боргом ризики та особливості управління ними свого часу розглянули та класифікували В. Висоцький [7], В.М. Калитчук [9; 10], О.В. Квасниця [11]. Вагомий внесок було зроблено Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіною та Т.П. Богдан у монографії «Боргова стійкість державних фінансів» [11], в якій проаналізовано стан

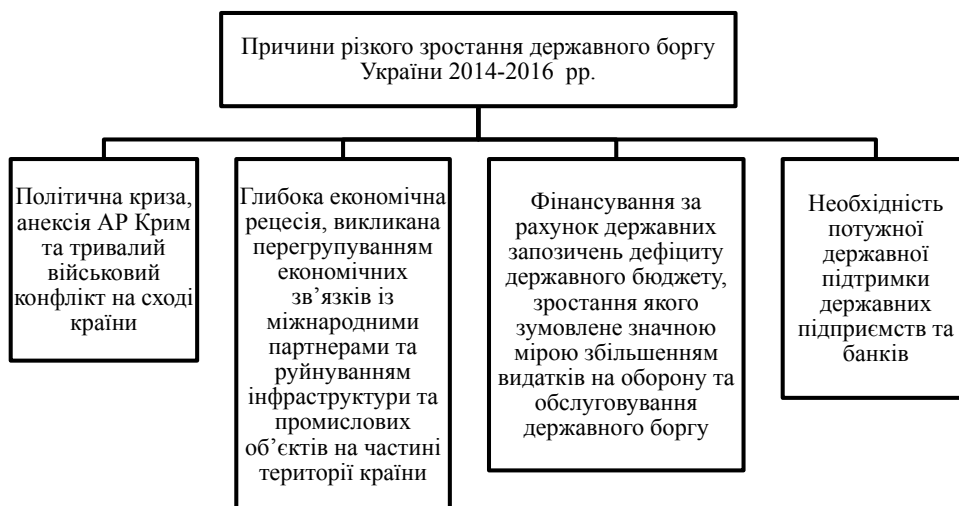


Рис. 1. Причини зростання державного боргу в Україні

Джерело: [1]

і перспективи середньострокового прогнозування доходів бюджету для підвищення ефективності реалізації боргової політики. Слід окремо відзначити численні наукові доробки В.Й. Башко [2; 3] та Т.П. Богдан [4; 5] у дослідженні проблеми пошуку шляхів оптимізації державного боргу та управління державними ризиками.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Загалом окремо досліджено можливості управління державним боргом та валютними ризиками, але не запропоновано спільних шляхів оптимізації державного боргу та обмеження ризиків.

Мета статті полягає у встановленні ключових принципів стратегії оптимізації державного боргу України та скорочення валютних ризиків.

Виклад основного матеріалу дослідження. У 2008–2010 рр. Україні вдалося уникнути масштабної економічної кризи завдяки використанню позик, переважно зовнішніх, що призвело до надшвидкісного нарощування державного боргу. Але економічна ситуація в країні в 2013–2016 рр. знову погіршується та характеризується загрозливим зростанням боргового навантаження, що виступає одним із базових факторів гальмування розвитку економіки країни. Основні причини зростання обсягу державного боргу в 2014–2016 рр. відображено на рис. 1.

На рис. 1 представлено головні причини стрімкого зростання державного боргу України, серед яких – політична криза, економічна рецесія, зростання видатків на оборону, обслуговування боргу, підтримка державних підприємств та банків.

Згідно з даними НБУ, загальний обсяг державного боргу України і його компоненти зберігають тенденцію до зростання протягом досліджуваного періоду (рис. 2).

Згідно з даними рис. 2, сукупний державний борг у 2016 р. становить 1 661 361 млн. грн. порівняно з 515 511 млн. грн. у 2012 р. (зростання більше ніж на 200%). Зростання боргової залежності уряду спричинило погіршення фіскальної спроможності держави. Відношення обсягу держав-

ного та гарантованого державою боргу до доходів державного бюджету в 2016 р. становить 196,2%, тоді як максимально припустиме значення цього показника для країн із ринками, що формуються, становить 100%. Наслідком стрімкого зростання державного боргу (у поєднанні з високою вартістю запозичень) стало збільшення витрат на його погашення та обслуговування.

Варто звернути увагу на те, що боргове навантаження є одним із найважливіших чинників, що впливають на стійкість державних фінансів. Такий вплив спричинено тим, що накопичення надмірного обсягу державного боргу призводить до збільшення поточних зобов'язань та здійснення процентних виплат. Великий обсяг державного боргу, накопичений Україною, ускладнює проведення фіскальної та монетарної політики, а також спричиняє надмірну чутливість державних фінансів до зміни рівня міжнародних процентних ставок.

На рис. 3 зображено взаємозв'язок проблем, пов'язаних зі зростанням державного боргу.

Отже, зусилля з фіскальної консолідації можуть передбачити зменшення премії за ризик і реальних процентних ставок тією мірою, яка

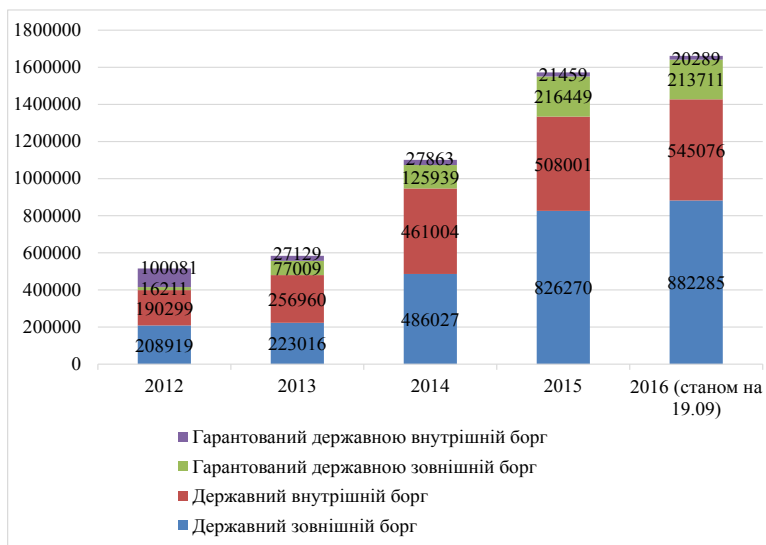


Рис. 2. Державний борг України за 2012–2016 рр., млн. грн.

Джерело: [8]



Рис. 3. Наслідки зростання державного боргу

Джерело: [12]

дасть змогу обмежити (або навіть із надлишком компенсувати) безпосереднє зниження ділової активності чистих непроцентних витрат.

Зважаючи на те, що державний борг на кожному етапі існування обтяжений певними ризиками, які сучасні фахівці часто прирівнюють до валютних, валютні ризики у даній статті хочемо розглянути з позицій дослідження боргових ризиків.

Зважаючи на необхідність уникнення негативних наслідків державного боргу для фінансової системи та економіки загалом у більшості країн із розвиненими ринками (а також у деяких країнах із ринками, що формуються) почали звертати значну увагу на управління ризиками державних боргових зобов'язань, яке з часом виокремлюється у відповідну сферу управління державним боргом – борговий ризик-менеджмент [11, с. 166].

Стосовно визначення поняття ризику державного боргу існують різні думки фахівців. Зокрема, В. Калитчук [10] зазначає, що під ризиком державних боргових зобов'язань слід розуміти: можливість неочікуваного збільшення у майбутньому величини витрат державних коштів, яка пов'язана з невизначеністю майбутніх подій, а також ситуацію, коли такі витрати мають бути здійснені для виконання урядом і державними суб'єктами (центральним банком, органами місцевої влади, державними підприємствами, установами, організаціями, органами державної влади та ін.) своїх боргових зобов'язань, які виникли внаслідок запозичень, та зобов'язань за офіційно визнаним державним боргом, а також можливість виникнення витрат для врегулювання заборгованості, щодо якої існує необхідність або висувуються пре-

тензії про визнання її державним боргом.

Окремі автори стверджують, що ризик державного боргу є можливістю настання події ймовірнісного характеру, що призведе до збільшення витрат бюджету внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування державного боргу, вступу в силу гарантійних зобов'язань, визнання деякої суми державним боргом або ж до зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень [7, с. 43].

Таким чином, ризик державного боргу можна визначити як можливість виникнення неочікуваних витрат державних коштів, яка пов'язана із невизначеністю майбутніх подій, коли такі витрати мають бути здійснені для виконання цих зобов'язань [9].

Загалом у сфері державного боргу ризики класифікують за такими ознаками: фактор (джерело) ризику; можливість їх кількісної оцінки; рівень ризику; суб'єкт ризику; суб'єкт управління ризиком; вияв дії ризику.

Найбільш поширеною та повною вважається класифікація ризиків державного боргу за фактором (джерелом) ризику. Відповідно до цієї ознаки, виокремлюють такі групи ризиків: відсотковий ризик, валютний ризик, ринковий ризик, ризик рефінансування, ризик ліквідності, кредитний ризик, бюджетний ризик, рейтинговий ризик, ризик певної країни, операційний ризик.

Ці ризики також містять різні підвиди залежно від диференціації причини кожного виду ризику (табл. 1).

Оптимізація державного боргу України нині можлива за умови перегляду боргової політики (рис. 4).

Завдання боргової політики, наведені на рис. 4, можуть уважатися комплексними шляхами оптимізації державного боргу та скорочення валютних ризиків, виконання яких неможливо без визначення питомої ваги зовнішнього і внутрішнього боргу в загальній структурі державного боргу та припустимої межі витрат з обслуговування у структурі державних витрат, а також раціонального поєднання ринкових та інституціональних механізмів регулювання державного боргу.

Таблиця 1

Боргові ризики держави та їх наслідки

Вид ризику	Зумовлюючий фактор	Наслідки
Валютний ризик	Коливання курсів валют державного запозичення	Загроза перевитрат державного бюджету, пов'язаних зі зміною курсу іноземних валют під час обслуговування державного боргу. Погіршення фінансової безпеки країни
Відсотковий ризик	Зростання плаваючих відсоткових ставок (відсоткові ставки по ОЗДП не повинні перевищувати 7% річних)	Перевищення відсоткових ставок, які сплачуються по боргових зобов'язаннях, над ставками по наданих кредитах, призводить до збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних зі збільшенням сум погашення державного боргу. Підвищення вартості державних запозичень. Порушення процесу залучення позик
Ризик рефінансування	Подорожчання запозичень у зв'язку зі застосуванням вищих відсоткових ставок	Зсув/деформація кривої дохідності країни, що зумовлює невідшкодування витрат бюджету. Нестабільність боргових виплат
Ризик ліквідності	Нестача коштів державного бюджету та неможливість оперативного конвертування фінансово-економічних ресурсів держави у грошовий засіб на виконання зобов'язань за державним боргом	Невиконання державою зобов'язань, відсутність платоспроможності, що зумовлює кризу зовнішньої та внутрішньої заборгованості

Джерело: складено автором на основі [10; 12]

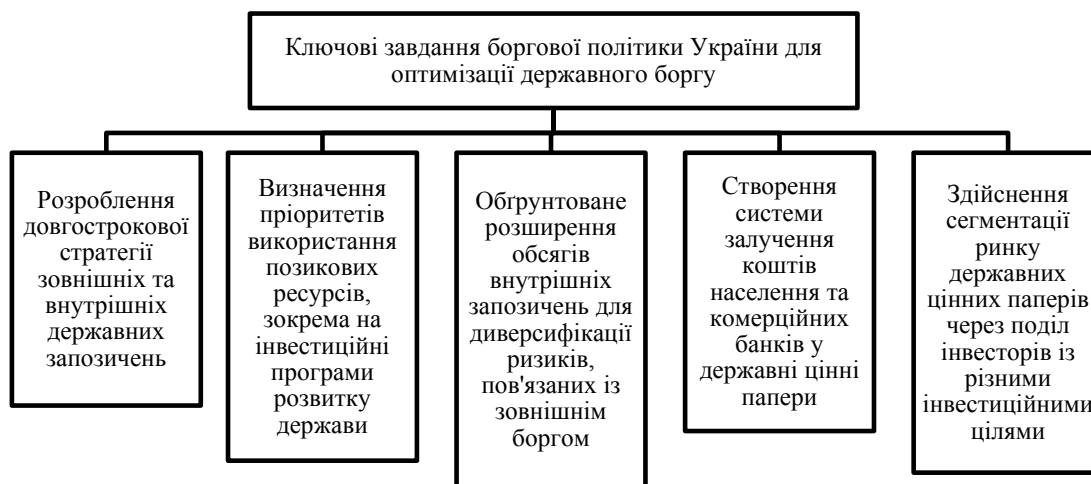


Рис. 4. Завдання боргової політики України для досягнення оптимізації державного боргу

Джерело: складено автором

У результаті проведеного дослідження встановлено, що дієвою можливістю оптимізації державного боргу та скорочення валютних ризиків є вдосконалення боргової безпеки України шляхом скорочення ризиків та розроблення стратегії державних запозичень, яка дасть змогу досягти оптимального співвідношення між витратами і ризиками. Моделювання вищезазначеної стратегії має включати в себе таке:

1. Забезпечення стабільності курсу гривні, що знижуватиме ризик девальвації. Даний крок дасть змогу досягти скорочення валютних ризиків в Україні.

2. Ефективне використання залучених коштів, зокрема для збільшення виробничих потужностей не лише для внутрішнього споживання, а й для збільшення обсягу експорту. Незважаючи на суворі вимоги МВФ, уряд країни має шукати найбільш ефективні напрями використання зовнішніх запозичень, які разом з економічними реформами дали б значне зростання.

3. Застосування заходів, спрямованих на зменшення дефіциту бюджету, зокрема скорочення витрат бюджету і збільшення доходної частини. Зміна бюджетного дефіциту є одним із факторів, що впливають на динаміку державного боргу, тому зазначений зв'язок необхідно враховувати під час визначення граничного розміру цих показників на наступні періоди.

4. Формування різних співвідношень обсягів внутрішніх і зовнішніх запозичень. Таке співвідношення (через вплив на зміни в сумі та частці боргу в іноземній валюті) визначає рівень валютних ризиків, з одного боку, але у разі дешевших зовнішніх запозичень має своїм результатом, за інших рівних умов, менший рівень витрат.

5. Формування різних співвідношень обсягів запозичень під фіксовані і плаваючі процентні ставки. Відсутність залучення коштів під плаваючі процентні ставки сприяє зменшенню обсягу і частки боргу з плаваючими ставками, через що зменшуються процентні ризики. Однак, з іншого боку, запозичення під фіксовані ставки передбачатимуть, за інших рівних умов, вищі витрати на обслуговування державного боргу.

6. Формування різних структур запозичення в розрізі строків запозичень. Різне співвідношення між строками здійснюваних запозичень має своїми результатами зміни в графіку по-

шення державного боргу, а отже, і зміни в рівнях ризику рефінансування. Слід брати до уваги також те, що короткі запозичення є дешевшими порівняно з довгими і генеруватимуть менші витрати на обслуговування державного боргу, однак містять у собі більші ризики рефінансування. Вплив запозичень із довгими термінами є, відповідно, протилежним. Для уникнення піків боргового навантаження в майбутньому рішення про строки залучень відповідного обсягу коштів слід приймати на основі графіка погашення поточного державного боргу. Якщо поточний профіль погашення державного боргу не має значних пікових навантажень, нові державні запозичення слід здійснювати рівними сумами протягом усього періоду стратегії (бюджетного року чи періоду, що його перевищує).

7. Формування різних графіків запозичень із зазначенням відповідних сум і строків запозичення. Вибір між різними датами запозичень насамперед впливає на рівень обслуговування державного боргу через дію двох факторів:

- чим пізніше здійснено запозичення, тим менші витрати на його обслуговування будуть здійснені у відповідному бюджетному періоді чи періоді стратегії, який перевищує бюджетний;

- у зв'язку з тим, що процентні ставки протягом бюджетного періоду чи періоду стратегії, який перевищує бюджетний, змінюються, запозичення у різні дати передбачатимуть різні рівні витрат на обслуговування. Крім того, вибір між різними датами запозичень у взаємозв'язку з вибором між різними строками запозичень визначають суму державного боргу станом на певні дати в майбутньому. Разом із тим графік запозичень у розрізі сум та строків має вплив на рівень ризиків рефінансування через розподіл строків виконання зобов'язань із погашення державного боргу.

8. Зменшення ризику, пов'язаного з наданням державних гарантій на отримання позик за умов використання коштів у високоефективні інвестиційні проекти, які матимуть мінімальні терміни окупності.

Висновки. Отже, встановивши причини та наслідки зростання державного боргу, виділено основні ризики та зумовлюючі його фактори. Це дало змогу сформулювати завдання боргової політики України для досягнення оптимізації державного боргу, серед яких – розроблення довгостроко-

вої стратегії, визначення пріоритетів, здійснення через поділ інвесторів із різними інвестиційними сегментації ринку державних цінних паперів цілями.

Список використаних джерел:

1. Аналітичний огляд стану державного боргу та його впливу на фінансовий ринок України // НРА «Рюрік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://rurik.com.ua/documents/research/REVIEW_debt.pdf.
2. Башко В.Й. Антициклічна фіскальна політика у країнах із сировиннозалежною економікою / В.Й. Башко // Економіка і прогнозування. – 2012. – № 2. – С. 47–59.
3. Башко В.Й. Оцінка валютних ризиків та вартості зовнішніх державних запозичень в Україні / В.Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 94–104.
4. Богдан Т.П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т.П. Богдан // Економіка України. – 2013. – № 2. – С. 4–17.
5. Богдан Т.П. Управління державним боргом і макрофінансові ризики в економіці України / Т.П. Богдан // Фінанси України. – 2011. – № 1. – С. 13–22.
6. Боргова стійкість державних фінансів : [монографія] / За ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан ; ДННУ «Академія фінансового управління». – К., 2014. – 712 с.
7. Висоцький В. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні / В. Висоцький, В. Калитчук, Ю. Драчук // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 41–48.
8. Державний борг / Ціна держави [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://costua.com/budget/debt/>.
9. Калитчук В.М. Ризики державних боргових зобов'язань та їх класифікація / В.М. Калитчук [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/12/>.
10. Калитчук В.М. Ризики державних боргових зобов'язань / В.М. Калитчук [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/09/>.
11. Квасниця О.В. Теоретичні підходи до обґрунтування ризиків державного боргу / О.В. Квасниця // Економічний аналіз ; редкол.: В.А. Дерій (гол. ред.) [та ін.]. – Тернопіль : Економічна думка, 2014. – Т. 18. – № 1. – С. 162–168.
12. Кукіна Н.В., Захарченко О.Г. Державний борг як фактор ризику безпеки України: макроекономічний огляд / Н.В. Кукіна, О.Г. Захарченко // Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2013. – № 3(23). – С. 116–122.

Онфурійчук А. П.

Академія фінансового управління

ПУТИ ОПТИМІЗАЦІЇ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА І ОГРАНИЧЕННЯ ВАЛЮТНИХ РИСКОВ В КОНТЕКСТЕ ОБЕСПЕЧЕННЯ УСТОЙЧИВОСТІ ГОСУДАРСТВЕННИХ ФИНАНСОВ УКРАИНЫ

Резюме

В статье проведен анализ причин роста государственного долга Украины в 2012–2016 гг., рассмотрены его структура и динамика. Определены виды рисков, связанные с долгом государства, среди которых – валютный, процентный, финансирования и ликвидности. Определены их причина и последствия. Предложены ключевые задачи, которые могут быть использованы для формирования стратегии оптимизации государственного долга и минимизации рисков.

Ключевые слова: совокупный государственный долг, внешний государственный долг, внутренний государственный долг, долговые риски, долговая политика.

Onufriichuk O. P.

Academy of Financial Management

PUBLIC DEBT OPTIMIZATIONS WAYS AND CURRENCY RISKS LIMITATION IN THE CONTEXT OF STABILITY OF THE STATE FINANCE OF UKRAINE

Summary

The article analyses the reasons of the Ukrainian public debt growth during 2012–2016 years, reviews its structure and dynamics. Grouped government debt risks including currency risk, interest risk, financing and liquidity risks, as well as set their causes and consequences. Key goals are set, which can be used for creation of public debt optimization strategy and risks minimization.

Key words: total public debt, external public debt, internal public debt, debt risks, debt policy.