

В. Й. Башко

ОЦІНКА ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ ТА ВАРТОСТІ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В УКРАЇНІ

Розглянуто структуру державних запозичень у розрізі валют і кредиторів. Проведено порівняльний аналіз вартості обслуговування облігацій внутрішньої державної позики із фіксованою дохідністю у гривнях та запозичень на зовнішніх фінансових ринках у перерахунку на гривні. Удосконалено методiku прогнозування валютного курсу та вартості зовнішніх державних запозичень.

The structure of government debt by currency and creditors is considered. Comparative analysis of the costs to service internal state bonds with fixed income in national currency and costs to service the borrowings in foreign financial markets calculated in national currency is conducted. Methodology of forecasting the exchange rate and external public debt costs is improved.

Ключові слова: державні запозичення, валютні ризики, РЕОК, дефлятор кінцевих споживчих витрат.

Наслідки здійснення державних запозичень для бюджету та економіки загалом великою мірою залежать від умов їх залучення і структури кредиторів. Якщо перед урядами розвинутих країн стоїть проблема вибору між ринковим та емісійним фінансуванням бюджету, а також терміну обігу боргових зобов'язань, розмішених серед ринкових кредиторів, то перед урядами країн із ринком, що формується, у т. ч. України, — врахування низки інших аспектів: валютних ризиків, можливого проциклічного впливу зовнішніх державних запозичень на фінансових ринках тощо.

Серед зарубіжних учених зазначеними проблемами займалися Т. Корделла, К. Рейнхарт, Л. Річчі, К. Рогоф, М. Руйц-Аранц. Актуальними для України є також дослідження ризиків, пов'язаних із залученням зовнішніх кредитів на прикладі Латинської Америки на початку 1980-х років, Р. Дорнбуша¹. Серед вітчизняних учених проблеми ефективності політики державних запозичень вивчали Т. Богдан, В. Козюк, В. Кудряшов, Г. Кучер, С. Марченко та ін.

Разом із тим недостатньо дослідженим залишається питання вибору валютної структури державних запозичень і кредиторів, від яких вони надходять, із урахуванням набутого Україною власного досвіду, а також нових підходів до оцінки валютних ризиків.

Український уряд тривалий час надавав перевагу зовнішнім запозиченням на фінансових ринках, обґрунтовуючи свої дії нижчою поточною вартістю таких запозичень. Залучення значних обсягів останніх на зовнішніх ринках капіталів у країнах із нерозвинутим внутрішнім фінансовим ринком може провокувати виникнення кризових явищ. Зовнішні запозичення доступні в умовах сприятливої кон'юнктури, коли в них немає гострої потреби.

¹ Dornbusch R. External debt, budget deficits and disequilibrium exchange rates / R. Dornbusch // NBER Working Paper. — 1984. — № 765.

У періоди значного економічного зростання, за умов досить легкого доступу до зовнішніх приватних ринків капіталів, уряди схильні приймати обсяг дефіциту бюджету, що перевищує об'єктивну потребу економіки в додатковому стимулюванні. Тобто зовнішні державні запозичення на фінансових ринках призводять до перегріву економіки, посилення інфляційних процесів, дефіциту торгового балансу та збільшення потенціалу девальвації національної валюти.

Натомість під час кризи, коли потреба в зовнішньому фінансуванні особливо велика, доступ до міжнародних фінансових ринків утруднюється й сальдо потоків між урядами таких країн і кредиторами на зовнішніх фінансових ринках стає від'ємним. Цей процес супроводжується зниженням цін на сировинні експортні товари та девальвацією національної валюти.

Як видно з табл. 1, частка запозичень на зовнішніх фінансових ринках була досить великою в періоди, коли спостерігалися високі темпи економічного зростання, та зменшувалась у кризові періоди. Коефіцієнт кореляції між темпом економічного зростання та часткою зовнішніх запозичень на фінансових ринках у 2003—2011 рр. становить 0,74².

Таблиця 1. Структура державних запозичень в Україні у 2003—2012 рр.

Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Січень — вересень 2012
Здійснено запозичень, усього, млрд грн	7,1	10,3	13,7	11,9	10,5	33,3	121,0	124,3	80,7	87,7
У т. ч. у іноземній валюті	5,9	6,2	6,9	10,3	6,9	6,2	58,2	54,2	30,5	54,4
зовнішні	5,9	6,2	6,9	10,3	6,9	6,2	58,2	54,2	27,3	31,9
на фінансовому ринку	5,3	5,9	4,1	9,6	6,1	0	0	35,7	22,7	28,8
від МФО, МВФ та офіційні позики	0,6	0,4	2,7	0,7	0,9	6,2	58,2	18,6	4,6	3,1
внутрішні	—	—	—	—	—	—	—	—	3,3	22,5
Частка запозичень у іноземній валюті від загального обсягу, %	83,0	60,1	49,8	86,7	66,0	18,6	48,1	43,6	37,9	62,1
У т. ч. від МФО, МВФ* та офіційні позики	8,2	3,5	19,8	5,5	8,3	18,6	48,1	15,0	5,7	3,5
на зовнішніх фінансових ринках	74,7	56,6	30,0	81,1	57,7	0,0	0,0	28,7	28,1	32,8
на внутрішньому фінансовому ринку	0	0	0	0	0	0	0	0	4,1	25,7

* У бюджетній звітності позики від МВФ у 2009 р. віднесено до статті “позики, не віднесені до інших категорій”.

Джерело: розраховано за даними Міністерства фінансів України.

Неоднозначним є також твердження щодо нижчої вартості таких запозичень. Унаслідок орієнтації на номінальну дохідність та недооцінки рівня

² Включення даних 2012 р. дещо погіршить цей взаємозв'язок, однак більший обсяг зовнішніх запозичень на фінансових ринках у кризовий період вдалося залучити за рахунок підвищення середньозваженої номінальної ставки в доларах США до 8,39 % проти 7,18 % у 2011 р.

девальвації національної валюти фактична вартість їх обслуговування у гривнях здебільшого перевищує вартість запозичень у національній валюті. Зокрема, проста ставка дохідності в перерахунку на гривні за облігаціями зовнішньої державної позики (ОЗДП) 2004 р. із плаваючою ставкою становила 16,4 %, за ОЗДП-2006 у швейцарських франках — 36,6 %, за ОЗДП-2006 у японських єнах — 34,1 %, за кредитом ВТБ Банку 2010 р. — 9,3 % (табл. 2).

Таблиця 2. Обсяги та умови державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках

Дата отримання	Сума, млн	Валюта	Термін обігу, років	Номінальна ставка, %	Назва позики	Дисконт, %	Проста дохідність у гривнях, %
Червень 2003 р.	800	USD	10	7,65	ОЗДП-2003	—	17,7*
Березень 2004 р.	600		10	6,88	ОЗДП-2004	—	17,6*
Липень 2004 р.	500		5	6-міс. LIBOR+3,375		—	16,4**
Жовтень 2005 р.	600	EURO	10	4,95	ОЗДП-2005	—	19,2*
Вересень і грудень 2006 р.	768	CHF	3	3,50	ОЗДП-2006	2,6	36,6**
Листопад 2006 р.	1 000	USD	10	6,58		—	21,5*
Грудень 2006 р.	35 100	YEN	4	3,20		1,2	34,1**
Червень 2007 р.	500	USD	5	6,39	ОЗДП-2007	—	21,9*
Листопад 2007 р.	700		10	6,75		—	23,0*
Червень 2010 р.	2 000		2	6,70	кредит ВТБ	—	9,3**
Вересень 2010 р.	500		5	6,88	ОЗДП-2010	—	13,7*
	1 500		10	7,75		—	14,7*
Грудень 2010 р.	600		1	6,70		—	7,20*
Червень 2011 р.	1 250		5	6,25	ОЗДП-2011	—	13,6*
Лютий 2011 р.	1 500		10	7,95		—	15,0*
Липень 2012 р.	2 000		5	9,25	ОЗДП-2012	—	17,0*
Серпень 2012 р.	1 000		2	7,95		—	20,6*
Вересень 2012 р.	600		5	7,46		—	16,3*
Листопад 2012 р.	1 250		10	7,80		—	16,1*

* Прогноз автора.

** Фактичний показник.

Джерело: розраховано за даними Міністерства фінансів України.

Високою може виявитися й вартість обслуговування ОЗДП, які ще перебувають у обігу. Згідно з розрахунками, річна середньозважена ставка дохідності за державними запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках у перерахунку на гривні може становити від 11,2 % у 2010 р. до 32,9 % у 2006 р.

Водночас протягом 2003—2012 рр., за винятком 2010 р., прогнозне значення ефективної ставки у гривнях за запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках перевищує процентну ставку за ОВДП із фіксованою дохідністю в національній валюті на первинному ринку (кошти від розміщення яких

залучені до бюджету). У 2011—2012 рр. такий результат може пояснюватися тим, що Національний банк України та банківські установи, підконтрольні уряду, брали активну участь у фінансуванні бюджету. Однак прогнозна ефективна ставка за державними запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках виявилася вищою й від процентної ставки за банківськими кредитами нефінансовим корпораціям (табл. 3).

Таблиця 3. Середньозважені ставки та строк до погашення окремих фінансових інструментів резидентів України

Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2010	2011	2012
Ефективна ставка державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках у перерахунку на гривні, %	17,7	17,1	19,2	32,9	22,6	11,2	14,4	17,4
Процентна ставка за ОВДП із фіксованою дохідністю в національній валюті на первинному ринку, кошти від розміщення котрих залучені до бюджету, %	9,8	11,2	7,3	9,3	6,7	20,1	8,8	14,1*
Процентні ставки за банківськими кредитами нефінансовим корпораціям у національній валюті на термін від одного до п'яти років, %	—	—	15,5	15,2	14,8	16,6	15,1	15,8*
Строк до погашення ОЗДП і кредитів, років	10,0	7,7	10,0	6,8	7,9	4,8	7,7	5,7

* Прогнозні дані.

Джерело: розраховано за даними Міністерства фінансів України.

Враховуючи вищезазначене, при здійсненні зовнішніх запозичень на фінансових ринках слід коректніше враховувати валютні ризики, що мають істотний вплив не лише на вартість обслуговування, а й на обсяг державного боргу.

Якщо виходити з такої передумови, як можливість прогнозування зміни валютних курсів, одним із методів такого прогнозування може бути визначення оптимального валютного курсу, необхідного для досягнення дефіциту торгового балансу в обсязі, що може бути профінансований за рахунок інших статей платіжного балансу. Збільшення дефіциту торгового балансу понад зазначені межі обумовлюється зміцненням реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) національної валюти та втратою цінової конкурентоспроможності. При визначенні динаміки РЕОК використано таку методику:

1. *Визначення ваги країн — основних торговельних партнерів України, показники яких використовуються при визначенні РЕОК.* У 1996—2011 рр. до десятки країн, із якими Україна мала найбільший товарооборот, входили Росія, Німеччина, Китай, Польща, Туреччина, Білорусь, США, Італія, Угорщина та Казахстан. На зазначені країни в цей період припадало від 55 до 68 % загального товарообороту, зокрема частка Росії коливалася від 23 до 45 %.

Утім, оскільки більша частина товарообороту з Росією припадає на імпорт природного газу та інші товари, ціни на які не залежать від динаміки внутрішніх цін, вагу Росії та Казахстану в загальному товарообороті зменшено на 80 %. Водночас на відповідну величину збільшено вагу США як країни — емітента валюти, що переважно використовується при зовнішньоторговельних

розрахунках. Після цього визначено частку товарообороту (з урахуванням коригувань для Росії, Казахстану та США) кожної з десяти країн у товарообороті України з десяткою вищезазначених країн (табл. 4).

2. *Визначення впливу різниці цін та зміни номінальних курсів валют в Україні та країнах, що є основними торговельними партнерами, на РЕОК.* Потрібно зазначити, що при порівнянні цін варто брати до уваги не індекс споживчих цін, як це робиться при визначенні РЕОК у переважній більшості досліджень, а дефлятор кінцевих споживчих витрат. Як видно з табл. 5, в Україні та інших країнах СНД індекс споживчих цін не відображає реального зростання цін за всіма групами товарів, що є предметом задоволення кінцевих споживчих витрат. Зокрема, кумулятивне значення дефлятора кінцевих споживчих витрат у Білорусі, Росії та Україні протягом 2000—2011 рр. перевищує кумулятивне значення індексу споживчих цін у 2,1 раза. Натомість у розвинутих країнах ці показники є практично однаковими.

Протягом 1996—2012 рр. існував високий взаємозв'язок між РЕОК і торговим балансом (рис. 1). Встановлено, що залежність показника відношення торгового балансу до ВВП (TB/GDP) від РЕОК (RECE), визначеного за вищевикладеною методикою, описується за такою формулою:

$$\frac{TB}{GDP} = 17,6 - 0,2RECE; \quad R^2 = 0,91.$$

Виходячи з цієї залежності, а також інших припущень, що подані нижче, можна визначити прогностичні значення курсу гривні до долара США.

По-перше, припускається, що дефлятор кінцевих споживчих витрат в Україні становитиме 11 % у 2013 р. (унаслідок очікуваної девальвації) та 8 % у 2014—2023 рр. У США він перебуватиме на рівні 3 % протягом усього прогностичного періоду.

По-друге, враховуючи зменшення ролі долара США як світової резервної валюти та необхідність вирівнювання торгового балансу цієї країни, припускається, що протягом 2013—2023 рр. РЕОК долара США відносно валют інших основних торговельних партнерів України девальвує на 22 %.

По-третє, існує три сценарії надходження зовнішніх фінансових потоків та встановлення валютного курсу: 1) базовий, коли чистих надходжень за іншими статтями поточного рахунку та за фінансовим рахунком достатньо для покриття дефіциту торгового балансу в розмірі 6 % ВВП; 2) оптимістичний, за якого чистих надходжень за іншими статтями платіжного балансу достатньо для покриття дефіциту торгового балансу в розмірі 9 % ВВП; 3) песимістичний, коли чистих надходжень за іншими статтями платіжного балансу достатньо для покриття дефіциту торгового балансу в розмірі 3,7 % ВВП (середнє значення за 1996—2012 рр.). Оптимістичний і песимістичний сценарії відображають можливу зміну фінансових потоків у окремі роки та верхню й нижню межі валютного курсу.

Найімовірніший сценарій розвитку подій передбачає, що обсяг надходжень за іншими статтями платіжного балансу, ніж експорт та імпорт товарів,

Таблиця 4. Ваги групи країн, показники яких враховуються при визначенні РЕОК гривні

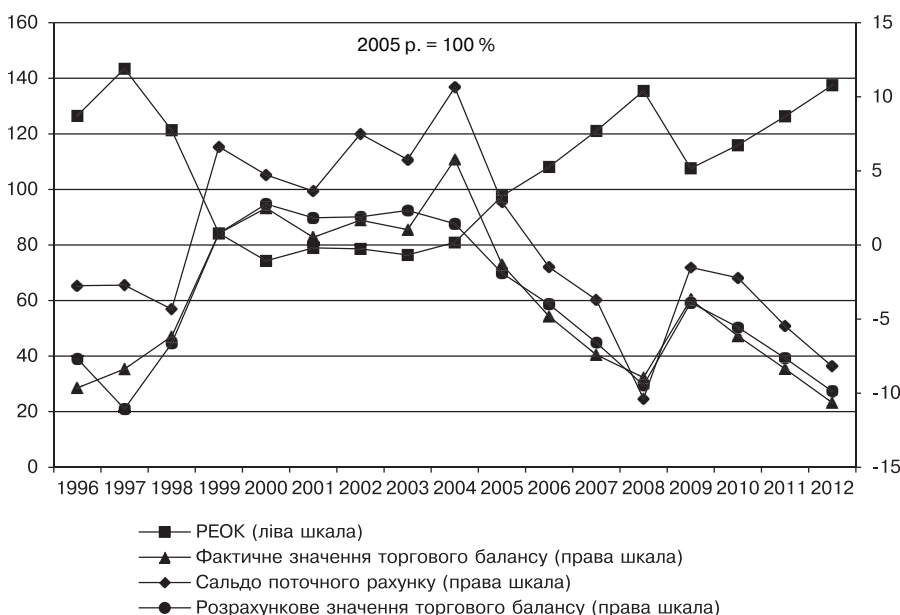
Країна	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
США	58,3	51,9	51,7	50,7	50,6	49,3	46,6	45,8	47,4	45,2	43,3	43,6	42,8	44,4	45,7	42,1
Німеччина	6,8	9,2	10,4	10,3	10,6	11,1	12,4	13,8	12,8	11,3	11,2	11,4	10,5	9,5	8,5	9,6
Росія	13,2	11,3	10,9	11,0	10,6	10,1	9,8	9,7	9,9	9,9	9,1	9,0	8,2	8,8	9,9	9,0
Китай	3,9	6,0	4,7	5,8	4,3	3,9	4,9	5,7	4,3	6,1	5,8	5,7	7,1	9,5	8,4	10,1
Італія	3,2	3,9	5,3	5,1	5,6	6,7	6,7	7,2	6,9	7,1	8,0	6,8	6,2	5,5	5,3	5,6
Туреччина	2,4	4,1	4,6	5,6	5,8	6,1	7,4	4,5	6,2	6,4	6,4	7,1	7,6	5,8	6,0	6,0
Польща	4,0	4,6	4,4	3,8	4,1	5,1	5,4	5,9	5,5	5,9	7,0	7,0	7,7	6,5	6,4	7,2
Білорусь	5,1	6,0	4,9	4,7	4,9	3,5	2,7	2,6	3,0	4,4	5,0	4,6	5,7	5,8	6,2	6,4
Угорщина	2,8	2,5	2,5	2,8	2,8	3,4	3,7	4,2	3,5	3,2	3,5	3,8	3,1	2,7	2,9	3,5
Казахстан	0,3	0,5	0,5	0,3	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	0,7	0,9	1,1	1,6	0,6	0,6

Джерело: розраховано за даними Міжнародного валютного фонду (<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=170921>).

Таблиця 5. Кумулятивні значення дефлятора кінцевих споживчих витрат та індексу споживчих цін за 2000—2011 рр. у окремих країнах світу, рази

Країна	Дефлятор кінцевих споживчих витрат	Індекс споживчих цін	Дефлятор кінцевих споживчих витрат до індексу споживчих цін
Середнє значення по вибірці країн СНД	13,83	5,39	2,10
Білорусь	31,53	9,55	3,30
Росія	5,32	3,53	1,51
Україна	4,63	3,10	1,49
Середнє значення по вибірці розвинутих країн	1,25	1,23	1,02
Великобританія	1,35	1,28	1,05
Німеччина	1,17	1,20	0,97
США	1,34	1,31	1,03
Франція	1,24	1,21	1,03

Джерело: розраховано за даними ООН (див.: National Accounts Official Country Data [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://data.un.org/Explorer.aspx?d=UNESCO&f=series%3aXUNIT_GDPCAP_23_FSGOV) та МВФ (див.: World Economic Outlook Databases [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>).



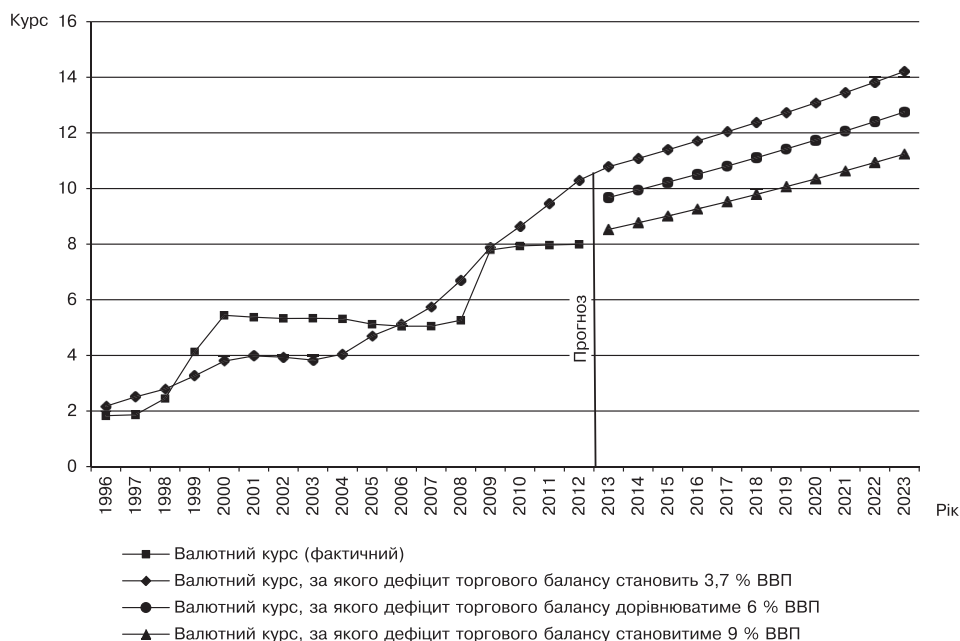
Джерело: розраховано автором.

Рис. 1. Вплив РЕОК на сальдо поточного рахунку й торговий баланс, % ВВП

у 2013—2023 рр. становитиме 6 % ВВП. У окремі роки, за сприятливої кон'юнктури та ефективної антиінфляційної політики Національного банку України, значні зовнішні надходження сприятимуть зміцненню курсу гривні до нижніх значень, відображених на рис. 2. Натомість під час можливих кризових подій вона девальвуватиме до верхніх значень.

За нашими оцінками, навіть за умови рефінансування кредиту МВФ у 2013 р. надходжень за фінансовим рахунком, а також за іншими статтями поточного рахунку буде недостатньо для фінансування дефіциту торгового балансу в розмірі 9 % ВВП (сальдо торгового балансу за валютного курсу 8,5 грн за 1 дол. США, затвердженого в державному бюджеті на 2013 р.). Щоб досягти поставлених цілей щодо стабілізації валютного курсу на відповідному рівні, уряд і НБУ можуть вжити адміністративних заходів або фінансувати дефіцит торгового балансу за рахунок зменшення золотовалютних резервів. Утім, за такої політики в середньо- й довгостроковому періодах дефіцит торгового балансу лише зростатиме, призводячи до збільшення потенціалу девальвації національної валюти. Хоча РЕОК і можна зменшити за рахунок нижчого, ніж у основних торговельних партнерів, рівня інфляції, політика жорсткого монетарного обмеження негативно впливатиме на темпи економічного зростання в Україні.

Таким чином, переоцінений РЕОК гривні, що призводить до значного дефіциту торгового балансу та кризових явищ на зовнішніх фінансових і товарних ринках, є передумовою девальвації національної валюти. За сприятливої



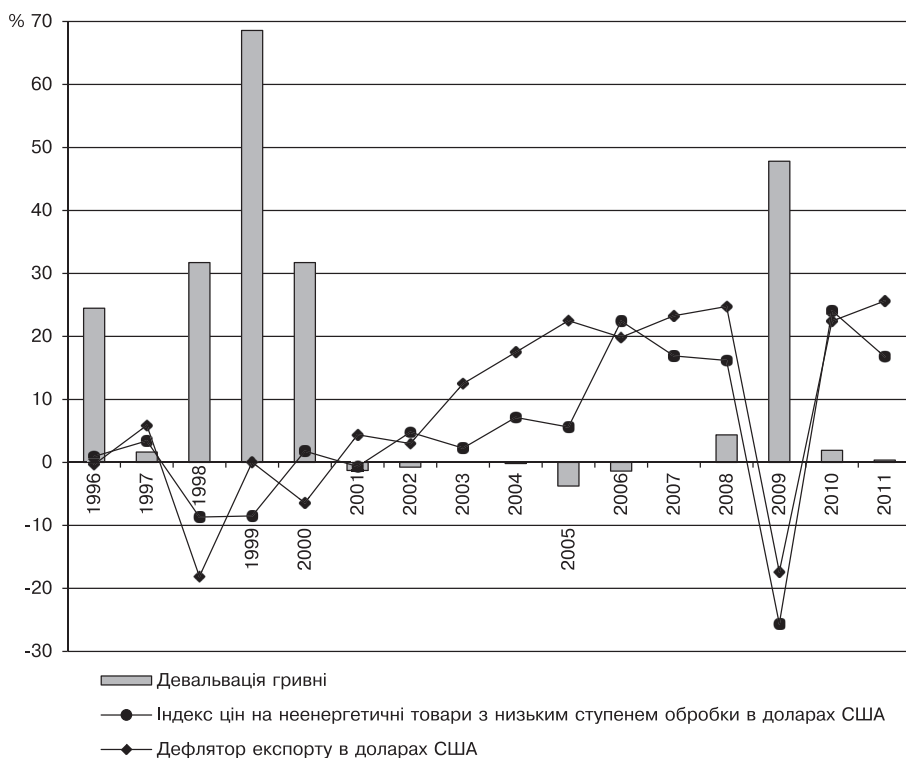
Джерело: розраховано автором (див.: Government borrowings [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/wp-content/uploads/2012/12/Government-borrowings-currency.xlsx>).

Рис. 2. Фактичне й прогнозовані значення курсу гривні до долара США в 1996–2023 рр.

кон'юнктури дефіцит торгового балансу може спостерігатися протягом тривалого періоду. Каталізатором реалізації накопиченого девальваційного потенціалу є зовнішні кризові явища. Одним із важливих індикаторів того, що девальваційний потенціал буде реалізований, тобто відбудеться підвищення валютного курсу до рівноважного стану, є динаміка індексу цін на неенергетичні товари з низьким ступенем обробки, розрахунок якого здійснює Світовий банк. У 1998 р. цей індекс знизився на 8,7 %, що призвело до знецінення середньорічного значення курсу гривні до долара США на 31,7 %, у 1999 р. таке зниження становило відповідно 8,5 і 68,5 %, у 2009 р. — 25,6 і 47,8 % (рис. 3).

При визначенні валютної структури державних запозичень потрібно враховувати торговий баланс для оцінки потенціалу девальвації національної валюти відносно валют основних торговельних партнерів. Зокрема, у табл. 6 визначено обсяг девальвації, необхідний для зменшення дефіциту торгового балансу до рівня, що може бути профінансований за рахунок інших статей платіжного балансу. При цьому варто враховувати фінансові показники не лише України, а й країни — емітента валюти, в якій здійснюються державні запозичення³.

³ Наприклад, як уже зазначалося, при прогнозуванні курсу долара США (див. рис. 2) передбачалося, що РЕОК цієї валюти щорічно девальвуватиме відносно валют основних торговельних партнерів України на 2 %.



Джерело: розраховано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>) та Світового банку (див.: GEM commodities [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://data.worldbank.org/data-catalog/commodity-price-data>).

Рис. 3. Середньорічний показник девальвації гривні відносно долара США та індекс цін на неенергетичні товари з низьким ступенем обробки, 1996—2011 рр.

На основі базового прогнозу курсу гривні відносно долара США (див. рис. 2) спрогнозовано вартість обслуговування за державними запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках, що будуть здійснені в 2013 р. Вихідними умовами запозичень є ставка дохідності на рівні 7,8 % річних у доларах США з терміном обігу п'ять років (табл. 7).

Від того, наскільки номінальний валютний курс на дату залучення позик буде близьким до рівноважного, залежить потенціал подальшої девальвації гривні відносно долара США, а отже й вартість обслуговування в перерахунку на гривні. Зокрема, при встановленні номінального валютного курсу на рівні 8,5 грн за 1 дол. США вартість обслуговування здійснюваних у 2013 р. зовнішніх державних запозичень у перерахунку на гривні становитиме 15,8 %. Як видно з табл. 3, при залученні позик за рахунок випуску ОВДП (із фіксованою дохідністю в гривнях) серед ринкових суб'єктів, що не підконтрольні уряду, ставки за такими запозиченнями також перебуватимуть на рівні 14—16 % річних.

Таблиця 6. Обсяг необхідної девальзації гривні відносно валют основних торговельних партнерів України для зведення торгового балансу з дефіцитом 3,7 і 6 % ВВП

Торговий баланс на початок кризових явищ, % ВВП	Обсяг необхідної девальзації, %	
	для зведення торгового балансу з дефіцитом 3,7 % ВВП	для зведення торгового балансу з дефіцитом 6 % ВВП
-4,0	1,5	—
-5,0	6,5	—
-6,0	11,5	—
-7,0	16,5	5,0
-8,0	21,5	10,0
-9,0	26,5	15,0
-10,0	31,5	20,0

Джерело: розраховано автором.

Таблиця 7. Прогноз вартості обслуговування зовнішніх запозичень у 2013 р. (7,8 % річних у доларах США терміном на п'ять років)

Номінальний курс гривні до долара США на дату залучення	Вартість обслуговування в перерахунку на гривні, %
8,0	18,0
8,5	15,8
9,0	13,8
9,5	12,0
10,0	10,4
10,5	9,0

Джерело: розраховано автором.

Викладене дає підстави для таких висновків. Збільшення обсягу внутрішніх запозичень замість зовнішніх у 2003—2008 рр. за інших рівних умов дає змогу державі вилучити надлишкові ліквідні засоби, які спрямовувалися на кредитування, споживання та спекулятивні операції з нерухомістю. Це також допомогло б зменшити обсяги зовнішніх запозичень, що стали визначальним фактором активізації інфляційних процесів, та знизити ефективну вартість зовнішніх державних запозичень у перерахунку на гривні.

Встановлено, що вартість державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках істотно перевищувала вартість запозичень на внутрішньому ринку. Тому при виборі валютної структури державних запозичень необхідно оцінювати потенціал девальзації національної валюти для досягнення дефіциту торгового балансу, що може бути профінансований у відповідному році за рахунок інших статей платіжного балансу.

Враховуючи проциклічний вплив державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках, а також відсутність очевидних переваг у вартості обслуговування, потрібно встановити обмеження частки запозичень у іноземній валюті в

загальному обсязі державних запозичень, яке може стосуватися державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках або в іноземній валюті: 1) граничний обсяг державних запозичень на зовнішніх фінансових ринках не повинен перевищувати 40 % загального обсягу державних запозичень на відповідний рік; 2) граничний обсяг державних запозичень у іноземній валюті має становити щонайбільше 55 % загального обсягу державних запозичень на відповідний рік.

За умови дії першого чи другого варіанта правила в 2003—2011 рр. можна було б обмежити зовнішні запозичення в іноземній валюті, зокрема, у 2003, 2004, 2006 і 2007 рр., що значно знизило б вартість обслуговування державних запозичень, а також сприяло би проведенню антициклічної фінансової політики⁴. Згідно із Законом України “Про Державний бюджет України на 2013 рік” від 06.12.2012 № 5515-VI, запланований обсяг державних запозичень становить 135,5 млрд грн, у т. ч. шляхом розміщення ОЗДП на 33,6 млрд грн, або 24,8 % загального обсягу державних запозичень. Тобто набрання чинності запропонованим правилом у першому варіанті не обмежить можливості здійснення запозичень на зовнішніх фінансових ринках у 2013 р.

Розглянемо можливі наслідки прийняття другого варіанта зазначеного правила. У 2013 р. зовнішні запозичення становитимуть 42,7 млрд грн, або 31,5 % загального обсягу. Тобто допустимий обсяг запозичень шляхом розміщення ОВДП у іноземній валюті дорівнюватиме 31,9 млрд грн, або 34,3 % загального обсягу розміщення ОВДП. Протягом січня — листопада 2012 р. частка ОВДП, номінованих у іноземній валюті, становила 35 % загального обсягу розміщення ОВДП за зазначений період. Тому прийняття другого варіанта зазначеного правила також істотно не обмежить можливості маневру для Міністерства фінансів України в 2013 р.

Зазначимо також, що в 2013 р. очікуваний обсяг погашення й обслуговування державного боргу становитиме 117,3 млрд грн, із яких приблизно 76 млрд грн у іноземній валюті. За умов обмеження частки запозичень у іноземній валюті на рівні 55 % загального обсягу державних запозичень у 2013 р. граничний обсяг запозичень у іноземній валюті дорівнюватиме 74,5 млрд грн ($135,5 \cdot 55\%$). Тобто для повного виконання зобов'язань у іноземній валюті урядові необхідно конвертувати в неї лише 1,5 млрд грн.

⁴ Нагадаємо, що темпи зростання ВВП в Україні протягом 2003, 2004, 2006 і 2007 рр. становили відповідно 9,6, 12,1, 7,3 і 7,9 %.