

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
„УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

На правах рукопису

**ДУДЧЕНКО ВІКТОРІЯ ЮРІЇВНА**

УДК 336.27:338](477)(043.5)

**ФІНАНСОВО - ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ РЕГУЛЮВАННЯ  
ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник  
**Макаренко Михайло Ілліч**,  
д.е.н., професор

Суми - 2008

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
<p><b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВО - ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ.....</b></p>	
	13
1.1. Сутність, структура і функції фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.....	13
1.2. Державний борг як об'єкт регулювання.....	39
1.3. Зарубіжний досвід регулювання державного боргу.....	53
Висновки до першого розділу.....	73
<p><b>РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЇ ФІНАНСОВО- ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ.....</b></p>	
	78
2.1. Еволюція структури та механізму регулювання зовнішнього державного боргу.....	78
2.2. Специфіка структуризації та обслуговування внутрішнього державного боргу.....	99
2.3. Ринок державних цінних паперів в системі регулювання державного боргу.....	116
Висновки до другого розділу.....	124
<p><b>РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ .....</b></p>	
	132
3.1. Моделювання факторів та динаміки державного боргу.....	132
3.2. Підвищення ефективності боргової політики держави.....	156
3.3. Основи формування середньострокової програми регулювання державного боргу України.....	169

Висновки до третього розділу.....	180
ВИСНОВКИ.....	185
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	200
ДОДАТКИ.....	219

## ВСТУП

Пріоритетними завданнями української держави є забезпечення сталого економічного розвитку, ефективного функціонування елементів державного механізму, поєднання стратегій національної політики в різних сферах економічного, політичного та соціального життя задля досягнення головної мети – підвищення якості життя населення та здобуття гідного місця Україні у світовому просторі.

Наукового дослідження та оцінки, перш за все, потребують елементи фінансової системи, фіскальна та грошово-кредитна політика в аспекті їх взаємозв'язку, взаємоузгодженості між собою та із загальнодержавною політикою, спрямованості на досягнення макроекономічної стабільності, становлення нових економічних відносин в Україні.

Боргова політика нашої держави характеризується відсутністю систематизованості, плановості, довгострокової спрямованості, а процес регулювання державного боргу - суперечливістю, неефективною дією різних елементів його несформованого механізму. Тому, актуальним є формування теоретичних основ фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, який має стати базою для створення концепції наукового управління державною заборгованістю, важливим інструментом реального впливу на раціоналізацію політики державних запозичень, запобігання борговій кризі.

Вітчизняні та зарубіжні науковці приділяють значну увагу проблемі державної заборгованості та методам управління державним боргом. Найбільшого поширення набули загальні дослідження сутності економічної категорії державного боргу, початкових етапів еволюції внутрішнього та зовнішнього державного боргу, проблем становлення ринку внутрішніх

державних запозичень. Аспекти становлення та розвитку державного боргу досліджували у своїх роботах такі вітчизняні вчені: Г. Асадчий, Т. Вахненко, В. Глущенко, Г. Калач, В. Козюк, В. Корнеєв, Г. Кучер, І. Лютий, М. Макаренко, К. Швабій. Основні складові управління державним боргом у контексті зарубіжного досвіду розглянуті у роботах О. Будякова, В. Вавілова, Є. Гасанова, М. Карліна, Г. Рибалко, В. Тіткова, І. Хакамади.

Однак на сьогодні у вітчизняній теорії та практиці залишається неформованим фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу як цілісна система, невизначені його зміст, структура, функції, неузгодженою виявляється дія окремих елементів на стадіях формування, обслуговування та погашення державного боргу.

Необхідність стратегічних перетворень у вітчизняній борговій практиці та перспективність розвитку ринку державних запозичень зумовили вибір теми дисертаційної роботи та визначили основні її напрями.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота є складовою науково-дослідних тем та розробок ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (державний реєстраційний номер 0102U006965) та “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (державний реєстраційний номер 0107U012112). До звітів за даною темою включено пропозиції автора щодо концептуального обґрунтування сутності, структури та взаємодії елементів фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, оцінки його критичних меж з погляду національної фінансової безпеки, розробки науково-методичних підходів до формування середньострокової програми регулювання боргу держави.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є теоретичне обґрунтування та розробка науково-методичних засад побудови фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу і

рекомендацій щодо його застосування.

Відповідно до поставленої мети були сформовані наступні основні завдання:

- визначити сутність, основні функції, елементи структури фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу;
- дослідити економічну природу державного боргу як об'єкта регулювання з виокремленням специфічних рис, властивостей, системних елементів;
- проаналізувати основні етапи формування і розвитку державного внутрішнього та зовнішнього боргу України та визначити можливу подальшу періодизацію вітчизняної боргової історії;
- вивчити особливості формування та регулювання державного боргу в контексті світового досвіду;
- обґрунтувати можливості використання внутрішнього ринку державних цінних паперів в системі регулювання державного боргу;
- з'ясувати та проаналізувати напрями підвищення ефективності боргової політики держави;
- запропонувати методичні основи формування середньострокової програми державних запозичень;
- сформувати модель динаміки державного боргу за різних макроекономічних умов.

**Об'єктом дослідження** є економічні відносини між державою та іншими суб'єктами господарської системи з приводу формування та функціонування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

**Предметом дослідження** є фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу України.

**Методи дослідження.** При написанні дисертаційної роботи використовувалися наступні загальнотеоретичні та спеціальні наукові методи: дослідження, аналізу і синтезу – при формуванні поелементної та

постадійної структур фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу; висловлювання, історичного та логічного – для аналізу загального стану і структури державного боргу України, формування висновків щодо шляхів оптимізації та особливостей структуризації державного боргу; наукового пізнання, діалектичного аналізу – для розробки методичного підходу до представлення державного боргу як об'єкта регулювання, поданого у вигляді сукупності специфічних рис, властивостей та системних елементів; індукції та дедукції, аналізу та синтезу - у процесі дослідження економічних відносин між державою та іншими суб'єктами господарської системи з приводу формування та функціонування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу як складної системи; історичний та узагальнення – при дослідженні зарубіжного досвіду регулювання державного боргу; економіко-математичний – для визначення взаємозв'язку державного боргу з окремими макроекономічними показниками, розробки моделі динаміки державного боргу. Для емпіричної оцінки вітчизняної боргової ситуації застосовувався трендовий, кореляційний та факторний аналізи.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти, що визначають механізм управління зовнішнім державним боргом, офіційні статистичні матеріали Державного комітету статистики України, звітні дані Міністерства фінансів України та Національного банку України, джерела міжнародних фінансових організацій, наукові праці і монографії вітчизняних і зарубіжних економістів, періодична література.

**Наукова новизна одержаних результатів.** У дисертаційній роботі отримано нові наукові результати, які в сукупності вирішують важливе наукове завдання - розробка науково-методичних засад побудови фінансово-економічного механізму регулювання боргу держави та його впливу на фінансову систему України. Найбільш суттєві теоретичні та практичні результати, які характеризують новизну дослідження й особистий внесок

автора, такі:

*вперше:*

- сформульовано та обґрунтовано теоретичні засади фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу України, розкрито сутність його поелементної та постадійної структур з визначенням цілей, функцій, принципів функціонування кожної складової; запропоновано авторське визначення понять “фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу” як системи фінансово-економічних елементів, методів, важелів з регулювання державного боргу з відповідним нормативно-правовим та інформаційним забезпеченням та “механізм регулювання державного боргу” як комплексу заходів регуляторного характеру, що застосовуються державою у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень, з метою їх ефективного залучення, використання та обслуговування. Це відображає альтернативний підхід існуючій системі управління державним боргом і створює обґрунтовану теоретичну базу для формування національної концепції регулювання державного боргу;

- на основі моделі динаміки державного боргу обґрунтовано висновок щодо можливості використання сеньйоражу за спадної динаміки державного боргу в несприятливих макроекономічних умовах, коли темп зростання витрат з обслуговування державного боргу вищий за темп зростання ВВП; здійснено оцінку параметрів моделі динаміки питомого державного боргу відповідно до діючої системи показників в Україні, що може бути використано при оперативному регулюванні державного боргу для стабілізації боргового процесу, утриманні державного боргу на визначеному рівні;

*удосконалено:*

- методичний підхід до аналізу державного боргу як об’єкта регулювання, визначеного як сукупність особливих рис, властивостей та системних елементів, що підлягають впорядкуванню відповідно до норм та



планових завдань фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, включаючи характеристику специфічних рис даної категорії як регульованого елемента. Даний підхід розширює зміст економічної категорії “державний борг”, обґрунтовує доцільність використання його особливостей для моделювання різноманітних фінансових зобов’язань з метою зміни змісту складових поелементної структури фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відповідно до вимог економічної ситуації та державної політики;

- процедуру боргового планування, яка відрізняється характеристикою послідовних етапів, визначенням ринкових обмежень при плануванні нових позик і спрямована на уникнення ризику ліквідності бюджету, поліпшення структури державного боргу України, утримання показників боргового навантаження на стабільному рівні;

- науково-методичний підхід до формування середньострокової програми регулювання державного боргу, що включає визначені та обґрунтовані принципи, взаємоузгоджені складові середньострокової програми регулювання державного боргу. Системне застосування зазначених елементів надасть борговому процесу комплексного характеру та оптимізує його в аспекті зменшення економічних і політичних ризиків, формування оптимальної, за строками погашення, структури державного боргу, узгодження боргової політики з бюджетною, валютною та ціновою політикою;

*набули подальшого розвитку:*

- деталізація етапів еволюції державного боргу України за основними його складовими, яка відрізняється власною періодизацією, групуванням чинників, що вплинули на стан та структуру державного боргу і дає змогу дослідити проблеми формування та структуризації державного боргу на кожному з етапів, сформувати базу практичних даних і напями удосконалення механізму державних внутрішніх та зовнішніх запозичень;

- систематизація цілей управління державним боргом за трьома групами. Відмінне визначення їх як цілей фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, умовний їх поділ за відповідними ступенями сприятиме побудові ефективної системи регулювання державного боргу, що виявляється у формуванні структури регулювання з приділенням першочергової уваги стратегічним цілям та подальшим їх включенням у сформовану систему оперативних і тактичних цілей, узгодженню боргової та загальноекономічної політики;

- класифікація функцій управління державним боргом, яка доповнена функціями фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу - регуляторною та алокаційною, що розширює теоретичні основи та зміст фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу;

- базова модель динаміки державного боргу та модель динаміки питомого державного боргу, які, на відміну від існуючих, розглянуті за умови профіциту державного бюджету і дозволяють вибудовувати можливі траєкторії державного боргу, аналізувати умови і критерії його стабілізації, динаміку державного боргу у зіставленні із загальними макроекономічними показниками і формувати висновки щодо можливості зменшення державного боргу за різних економічних умов.

**Практичне значення одержаних результатів** підтверджується запропонованими та обґрунтованими у дисертаційній роботі висновками, науково-методичними підходами, теоретичними і практичними рекомендаціями, що направлені на удосконалення національного механізму регулювання державного боргу.

Зроблені автором пропозиції щодо прийняття рішення про ступінь участі комерційного банку на ринку ОВДП, базуючись на аналізі формування ціни на ОВДП за допомогою дослідження щільності зв'язку з процентними ставками міжбанківського ринку, аналізі поточного стану грошово-кредитного ринку в аспекті наявного грошового попиту та

пропозиції використовуються у практичній діяльності Філії “Відділення Промінвестбанку в м. Суми” (довідка про впровадження від 19.02.2008 № 13-6).

Основні науково-методичні положення, пропозиції щодо планування, формування середньострокової програми регулювання державного боргу, зокрема окремі принципи та пункти середньострокової програми регулювання державного боргу, використовуються Департаментом державного боргу Міністерства фінансів України в управлінні державним боргом (довідка про впровадження від 07.04.2008 № 23050-11.2/1).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною роботою, в якій викладено персональний авторській підхід і особисто отримано теоретичні і практичні результати. З шести публікацій автора, у яких відображені основні результати проведеного дослідження, п'ять є одноосібними. У статті, що опублікована у співавторстві, автору особисто належить визначення сутності та функцій фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях: П'ятій міжнародній науковій конференції студентів та молодих учених “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання” (м. Донецьк, 2004), Всеукраїнській науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2004, 2006, 2007), 8 Міжнародній науково-практичній конференції “Наука і освіта 2005” (м. Дніпропетровськ, 2005), Міжнародній науково-практичній конференції “Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків” (м. Черкаси, 2006), Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів та молодих вчених “Реструктуризація розвитку фінансового ринку в Україні: філософія,

стратегія, тактика” (м. Київ, 2007), 3 Всеукраїнській науково-практичній конференції аспірантів та молодих вчених “Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи” (Львів, 2007).

**Публікації.** Результати дисертації відображено у наукових працях, у тому числі 6 робіт опубліковано в наукових журналах і збірниках наукових праць, що визнані ВАК України фаховими з економіки; 8 публікацій – у матеріалах конференцій. Загальний обсяг опублікованих робіт складає 3,97 друк. арк., з них особисто автору належить 3,77 друк. арк.

**Структура та обсяг роботи.** Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел з 207 найменувань, додатків. Загальний обсяг дисертації – 230 сторінок, у т.ч. 23 таблиці на 23 сторінках, 19 рисунків на 19 сторінках, 10 додатків на 12 сторінках, список використаних джерел на 19 сторінках.

# **РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВО - ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ**

## **1.1. Сутність, структура і функції фінансово - економічного механізму регулювання державного боргу**

Становлення нових економічних відносин в Україні, трансформація економічних і соціальних процесів були розпочаті на фоні розбалансованої фінансової системи. Подолання макроекономічних диспропорцій, що впливають на ефективність перетворень, вимагає вирішення проблеми державного боргу. Від правильності організації процесу формування і використання фінансових ресурсів державою залежить можливість її впливу на економічну і соціальну сферу. Тому, важливим інструментом реального впливу на раціоналізацію політики державних запозичень, запобігання борговій кризі, має стати фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу.

Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу складається з набору відносно самостійних структурних елементів і функціональних зв'язків між ними. Для аналізу обраного об'єкта необхідно підвести часткове поняття під загальне і знайти його специфіку у виділеній групі об'єктів, яка виступає по відношенню до нього як загальне, як сукупність. Дослідження фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу передбачає ряд послідовних дій, що складається з розгляду фінансово-економічного механізму у вигляді цілісності базових понять, які характеризують його сутність, таких як „фінансовий механізм”, „економічний механізм” „фінансово-економічний механізм”, „регулювання”,

„механізм регулювання”, „державний борг”.

Базовим елементом є поняття „механізм”, що було запозичене з механіки і в загальному випадку означає систему ланок, які перетворюють рух одних ланок на необхідний рух інших, причому існують вихідна і вхідна ланки.

Розкриваючи загальну сутність механізму Г. Гегель писав, що оскільки невизначена визначеність об’єкта належить до його сутності, то він в самому собі вміщає множинність відносно самостійних складових елементів і тому може розглядатися як дещо складове, як агрегат [50, с. 802–804].

Французький дослідник А. Кульман, говорячи про механізм економічний (у макроекономічному аспекті), підкреслює що його можна визначити як необхідний взаємозв’язок, який виникає між різними економічними явищами. Механізм містить певну послідовність економічних явищ: його складовими елементами одночасно виступають вхідне і вихідне явища, а також весь процес, який відбувається в інтервалах між ними. Дослідник також зауважує, що механізм – це система взаємозв’язків економічних явищ, які виникають за певних умов під впливом початкового імпульсу [110, с. 13–14].

Багато вітчизняних вчених досліджують і характеризують категорію «фінансовий механізм», однак відсутні єдині підходи щодо визначення змісту даного поняття та особливостей його структури. В економічній літературі розповсюджене визначення «фінансового механізму», як сукупності організаційних елементів. Глущенко В. В., досліджуючи поняття „фінансово-кредитний механізм”, проводить аналіз підходів українських вчених до визначення категорії „фінансовий механізм”, його ролі у господарському механізмі, відзначаючи два важливих моменти у характеристиці даної категорії:

- важливість встановлення переліку джерел забезпечення використання фінансових методів і фінансових важелів – правового, нормативного,

інформаційного;

- невід'ємність поняття фінансовий механізм від фінансової політики, яка визначає функції фінансового механізму [46].

На думку В. Опаріна, фінансовий механізм являє собою сукупність фінансових методів і форм [139]. Райзберг Б. А., Лозовський Л. Ш., Стародубцева Е. Б. визначають фінансовий механізм як сукупність фінансових стимулів, важелів, інструментів, форм і способів регулювання економічних процесів і відносин [158]. Ковалюк О. М. характеризує фінансовий механізм як систему фінансових форм, методів, важелів та інструментів, які використовуються у фінансовій діяльності держави і підприємства за відповідного нормативного, правового, інформаційного їхнього забезпечення, а також за відповідної фінансової політики на мікро - і макрорівні [99]. На нашу думку, наведені визначення різнопланово тлумачать категорію «фінансовий механізм», однак найбільш змістовним є поняття, запропоноване Ковалюком О. М., в якому знайшли відображення джерела забезпечення використання фінансових методів і фінансових важелів, а також врахована взаємопов'язаність фінансової політики і фінансового механізму.

В процесі розвитку економічної думки, протягом багатьох років поняття „економічний механізм” не привертало до себе уваги вчених-економістів. Анрі Кульман відображає сутність економічного механізму через появу і розвиток економічного явища, що тягне за собою ряд інших явищ, які не вимагають додаткового імпульсу, впливають один з одного у визначеній послідовності і призводять до деяких конкретних результатів. Таким чином, економічний механізм визначається або природою вихідного явища, або кінцевим результатом серії явищ. При цьому, складовими елементами механізму завжди одночасно виступають і вихідні явища, і кінцеві явища, і процес, що відбувається в інтервалі між ними [110, с.12-13]. Ян Феріанц представляє економічний механізм як теоретичну базу, що визначає

властивості, загальні для різних явищ, форм, засобів чи методів, також як і приховані принципи руху, зв'язки і внутрішні залежності [185, с. 60].

Зазначимо, що вітчизняні та зарубіжні економісти досліджували фінансово-економічний механізм різних сфер суспільних відносин. Так С. В. Ровбель надає визначення фінансово-економічному механізму відтворення робочої сили, і розглядає його як комплексну, динамічну систему засобів і методів, що використовуються органами влади для подолання негативних наслідків функціонування ринкових відносин, із поділом компетенції і функцій між різними рівнями управління [164]. Л. П. Горюн досліджуючи категорію „фінансово-економічний механізм”, розглядала її як сукупність конкретних форм виявлення економічних і правових відносин, принципів, форм і методів організації цих відносин і органів управління ними, що функціонує з визначеною метою, виходячи з потреб суспільства [56]. На думку Л. А. Дробозіної „фінансово-економічний механізм” являє собою сукупність організаційних форм фінансових відносин в народному господарстві, порядок формування та використання централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів, методи фінансового планування, форми управління фінансами і фінансовою системою, фінансове законодавство [188].

При визначенні сутності фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу доцільно проаналізувати терміни „управління” та „регулювання”, адже в економічній літературі досить вживаним є вираз „управління державним боргом”, а використане в нашому дослідженні „регулювання державного боргу” є малодослідженим на сьогодні.

Управління – елемент, функція організованих систем різної природи, що забезпечує збереження їх визначеної структури, підтримку режиму діяльності, реалізацію їх програм і цілей [178].

Регулювання (від німецького regulieren – регулювати, від латинського



- *regulo* – норма, правило) – підтримка стійкості (стабілізація) деякої величини, що регулюється, яка характеризує процес, або її зміна у відповідності з деяким вимірним зовнішнім процесом, що здійснюється застосуванням керуючого впливу [16, с. 54]. Регулювання - це підпорядкування певному правилу, вплив на об'єкт управління з метою досягнення стану його стійкості у разі виникнення відхилень від графіків, планових завдань, встановлених норм і нормативів. Таким чином, категорія «управління» включає сукупність прийомів і методів цілеспрямованої дії на об'єкт, з метою досягнення певного результату. Категорія «регулювання» означає дію на об'єкт з метою не лише досягнення певного результату, а для упорядкування його в межах заданих параметрів, планів, коригування відхилення від останніх.

Кожному явищу властиві специфічні та загальні риси. До загальних рис досліджуваних понять відносяться: встановлення відповідності дій між економічними суб'єктами явища, що аналізується, і здійснення на них відповідного впливу. До специфічних рис поняття „управління” необхідно віднести: організованість, планованість, координування, стимулювання і контроль. Специфічні риси поняття „регулювання” включають: впорядкованість, встановлення взаємозв'язків, визначення напрямку розвитку. Існують різні точки зору щодо суміжності цих понять. Так, Абдєєв Р.Ф. ототожнює поняття „регулювання ” і „управління” [1, с. 226]. На нашу думку, регулювання тісно пов'язане з управлінням, але не можна ототожнювати ці поняття. Вони мають самостійні напрямки розвитку, основу та змістовну характеристику. Регулювання державного боргу охоплює методи, функції, форми і види управління, а до системи управління, крім зазначених елементів, входять відділи управління та підсистема управління.

Дослідженню поняття „управління державним боргом” присвячено роботи багатьох вітчизняних та зарубіжних науковців. У працях російських

економістів приділена увага загальним принципам управління державним боргом, дослідженню взаємозв'язку державного бюджету і державних цінних паперів [7, 22]. Воронін Ю. визначає управління державним боргом як сукупність заходів держави, що регулюються нормами права, з використання боргових відносин, направлених на погашення боргових зобов'язань і формування сприятливих соціально-економічних умов розвитку країни [45, с. 59]. Бондарук Т. Г. вважає, що під управлінням державним боргом слід розуміти сукупність державних заходів, що пов'язані з випуском і погашенням державних боргових зобов'язань, визначенням умов випуску нових державних цінних паперів, визначенням ставок процентів і виплатою доходу за державними цінними паперами, встановлення ліміту боргу, підтримання курсу державних зобов'язань [18].

Проведений аналіз існуючої теоретичної бази і узагальнення понятійного апарату дозволяє нам сформулювати визначення фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. Зазначимо, що у процесі взаємодії відбувається взаємопроникнення фінансових і економічних елементів механізму регулювання державного боргу. Механізм регулювання державного боргу має фінансово-економічну природу, що робить гносеологічно і, відповідно, термінологічно вірною назву „фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу”.

У широкому розумінні фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу - це система фінансово-економічних елементів, методів, важелів з регулювання державного боргу з відповідним нормативно-правовим та інформаційним забезпеченням.

Безпосередньо механізм регулювання державного боргу - це комплекс заходів регуляторного характеру, що застосовуються державою у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень, з метою їх ефективного залучення, використання та обслуговування.

Формування теоретичних основ фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу має бути базою для створення концепції наукового регулювання державного боргу основними положеннями якої повинні стати:

- дослідження джерел і структури державного боргу;
- визначення і уточнення цілей державної заборгованості в залежності від поточної економічної ситуації;
- конкретизація методів регулювання державного боргу;
- визначення взаємозв'язку принципів загальної теорії управління і конкретних заходів регулювання державної заборгованості.

Регулювання державної заборгованості здійснюється на інституціональному, технічному і економічному рівнях, в залежності від обрання об'єкту дослідження. Основними завданнями фінансово-економічного механізму регулювання на технічному рівні є: визначення оптимального строку оборення державних боргових зобов'язань в залежності від стану економічної кон'юнктури, регулювання доходності державних цінних паперів.

Фінансово-економічний механізм регулювання на економічному рівні представлений двома напрямками: мікро і макрорівень регулювання. Основним завданням регулювання державного боргу на мікрорівні є мінімізація витрат на обслуговування державного боргу, що передбачає проведення процесу запозичення за вигідними на даний момент для держави умовами. Завдання регулювання на макроекономічному рівні складається з досягнення стабілізації національної економіки, що передбачає використання державного боргу як інструмента стабілізаційної макроекономічної політики.

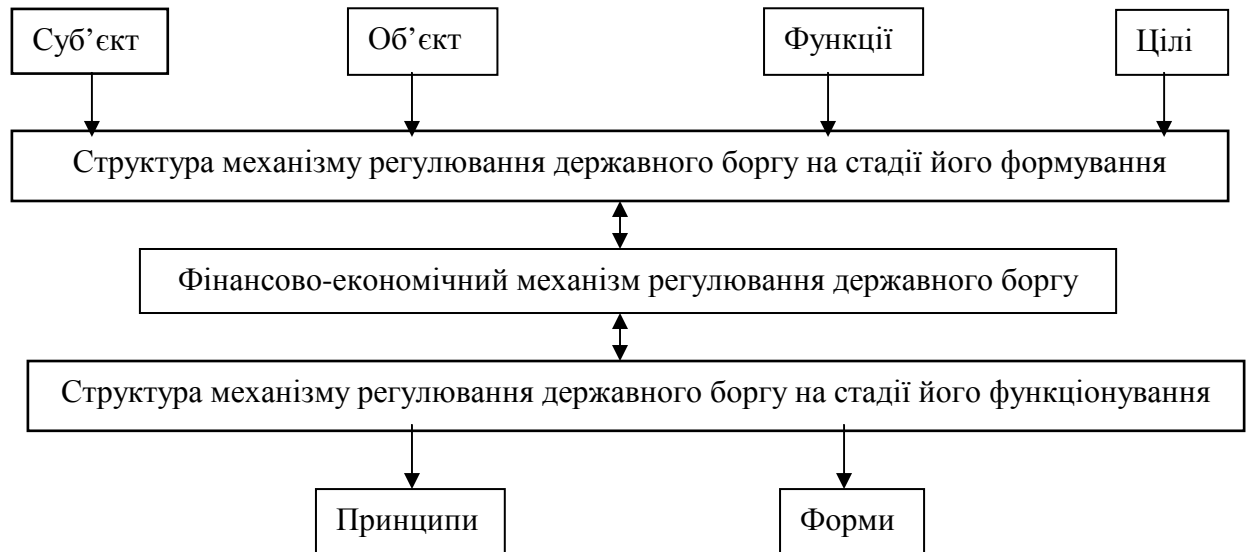
Особливістю регулювання державного боргу на макрорівні є питання включення заходів держави зі зміни сукупного обсягу державної заборгованості до системи фінансово-економічного механізму регулювання.

Регулювання сукупного обсягу державного боргу має сприяти обмеженню обсягу державного боргу за умов надмірного зростання витрат на його обслуговування і загрози дестабілізаційного впливу на економічну ситуацію. Тому, розглядати зміну сукупного обсягу державного боргу в межах структурних елементів фінансово-економічного регулювання заборгованості держави є доцільним. З іншого боку, зменшення або збільшення сукупного державного боргу визначається на законодавчому рівні в межах бюджетно-податкової політики, тому включення заходів по зміні сукупного обсягу державного боргу до елементів його регулювання є не коректним.

Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу характеризується нами як складний процес з багаторівневою структурою, яка включає в себе чітко визначену мету, функції, принципи, суб'єкт та об'єкт регулювання. Здійснюючи аналіз структури фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу доцільно розглянути постадійну структуру даного механізму, яка на нашу думку, може бути представлена у вигляді схеми, наведеної на рис. 1.1.

Суб'єктами фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є організації, установи, органи, що впроваджують прямі та опосередковані регуляторні заходи, спрямовані на державний борг. (Верховна Рада України, Міністерство фінансів України, Державне казначейство, Національний банк України, Державна контрольно-ревізійна служба України, Рахункова палата України).

Об'єктами фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є боргові зобов'язання держави; внутрішні та зовнішні запозичення, що надійшли від міжнародних та зарубіжних кредиторів, частина валового внутрішнього продукту, що направляється на обслуговування державного боргу.



**Рис. 1.1. Постадійна структура фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу**

В основу функціонування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу мають бути покладені чітко визначені та науково обґрунтовані принципи:

1. Принцип комплексності та цілісності. Комплексність означає пропорційну взаємоузгодженість і взаємозумовленість елементів системи, їх однорідність і володіння властивостями всієї системи, оптимальність сполучення елементів і їх ефективність, що забезпечує її розвиток як єдиного цілого. Тобто, взаємозв'язок внутрішньої та зовнішньої позикової та боргової політики як частини фінансово-бюджетної політики України.

2. Принцип доцільності - забезпечення економічної безпеки України; диверсифікація джерел та форм запозичень.

3. Принцип гнучкого реагування - здійснення постійного моніторингу динаміки ринку цінних паперів та інших елементів фінансового ринку; координація дій на національному та світовому ринках позичкового капіталу.

4. Безперервність контролю - прийняття своєчасних заходів з узгодження динаміки ринку державних цінних паперів та фінансового ринку в цілому.

5. Принцип стабілізації боргу - обмеження на законодавчому рівні щорічного обсягу державних запозичень.

6. Принцип скорочення боргу - проведення заходів, що сприяють розвитку внутрішнього та зовнішнього вторинних ринків боргових зобов'язань.

7. Принцип упорядкування заборгованості - максимальна гармонізація економічних інтересів інвесторів та держави на ринку державних цінних паперів; узгодження державними органами управління, які контролюють ринок державних цінних паперів, політики у сфері формування дохідності державних цінних паперів із загальними тенденціями, що формуються на фінансовому ринку України.

8. Принцип ефективного використання запозичених коштів - забезпечення економічної та фінансової ефективності державних запозичень.

Реалізація функцій фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу має спиратися на основні форми регулювання державного боргу:

- прогнозування кон'юнктури ринку, зокрема ринку державних цінних паперів;
- комплексне планування державних запозичень.

У вітчизняній науковій літературі існують різноманітні підходи до визначення цілей управління державним боргом. Так, А. Вавілов і Г. Трофімов управління державним боргом спрямовують на мінімізацію витрат на його обслуговування з метою максимізації суспільного добробуту [22]. А. Кіреєв зазначає, що управління державним боргом має на меті підтримку рівня та структури державного боргу для усунення негативного впливу на темпи економічного зростання у довгостроковій перспективі [98, с. 342].

В.В. Козюк зазначає, що процес управління державним боргом має бути зорієнтованим на соціальну гармонізацію економічного зростання у якісно новому системно-інституційному середовищі, що дозволило б реалізувати політику інвестиційного підкріплення трансформації [100, с. 148].

Ми пропонуємо цілі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу розділити на три групи: оперативні, тактичні і стратегічні.

До стратегічних цілей відносяться цілі вищого порядку, що направлені на забезпечення політичної, економічної безпеки і стабільності, а саме: обмеження боргового навантаження на державний бюджет, мінімізація вартості обслуговування державного боргу, оптимізація структури державного боргу, задоволення, за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень, потреб уряду в додаткових фінансових ресурсах, необхідних для фінансування загальнодержавних програм.

До тактичних цілей фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відносяться: збільшення довгострокових позик при скороченні питомої ваги короткострокових, забезпечення контролю за ефективністю використання запозичених ресурсів.

До групи оперативних цілей, реалізація яких передбачається на короткострокову перспективу, відносяться: підтримання курсу державних цінних паперів; отримання фінансових позик за нижчими відсотками.

Класифікація цілей, умовний поділ їх за відповідними ступенями сприяє побудові ефективної системи регулювання державного боргу, що виявляється у формуванні структури регулювання з приділенням першочергової уваги стратегічним цілям та подальшим „включенням” в сформовану систему оперативних та тактичних цілей.

Зазначимо, що цілі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу мають базуватися на принципі узгодженості боргової та грошово-кредитної політики.

У межах визначених цілей регулювання державного боргу можна виділити групу основних та додаткових завдань. Основним завданням фінансово-економічного регулювання державного боргу є залучення коштів для фінансування витрат бюджету з урахування потреб у витратах і можливостей виконання витратних потреб у необхідний строк і в повному обсязі. В якості додаткових завдань системи регулювання прямими та умовними зобов'язаннями можна виділити наступні:

- управління існуючими прямими та умовними зобов'язаннями;
- облік інформації про прямі та умовні зобов'язання;
- формування звітності про зобов'язання;
- планування капітальних витрат бюджету з урахуванням можливостей бюджету по їх фінансуванню за рахунок власних та запозичених ресурсів.

Одним із напрямів дослідження при формуванні теоретичних основ фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є питання застосування інструментарію сучасного менеджменту в управлінні державними боргом. Базовим поняттям загальної теорії менеджменту є функції управління, що являють собою конкретні види діяльності. Необхідні для керівництва певним об'єктом. Визначення і аналіз функцій фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є необхідною умовою розкриття його сутності, відображення цілей і завдань.

Зміст та інтенсивність функцій, які виконує фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу, залежать від кон'юнктури, політичного, економічного становища країни. До основних функцій, що виконує фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу можна віднести:

- регуляторна - застосування методів та інструментів регулювання державної заборгованості;



- алокаційна - вплив на розподіл залучених фінансових ресурсів, сприяння урівноваженню необхідності в запозиченнях і можливості їх обслуговування та оптимальному використанню ресурсів.

В залежності від напрямку дії ми пропонуємо виділити наступні групи функцій фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу:

- політичні (забезпечення політичної стабільності і безпеки, підвищення кредитного рейтингу держави);

- соціальні (забезпечення потреби держави у фінансових ресурсах для реалізації урядових програм, стимулювання соціальної підтримки населення);

- економічні (забезпечення своєчасного фінансування витрат бюджету, зменшення загальних витрат з обслуговування державного боргу, покращання умов погашення заборгованості).

Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу є складною системою, в основу формування якої мають бути покладені наступні принципи:

- суміщеності і комплексності - полягає у тому, що всі елементи системи складають єдиний механізм, спрямований на створення цілісної системи регулювання;

- надійності та безперервності - проявляється у створенні фінансово-економічних умов, за яких досягаються стабільність функціонування державного боргу;

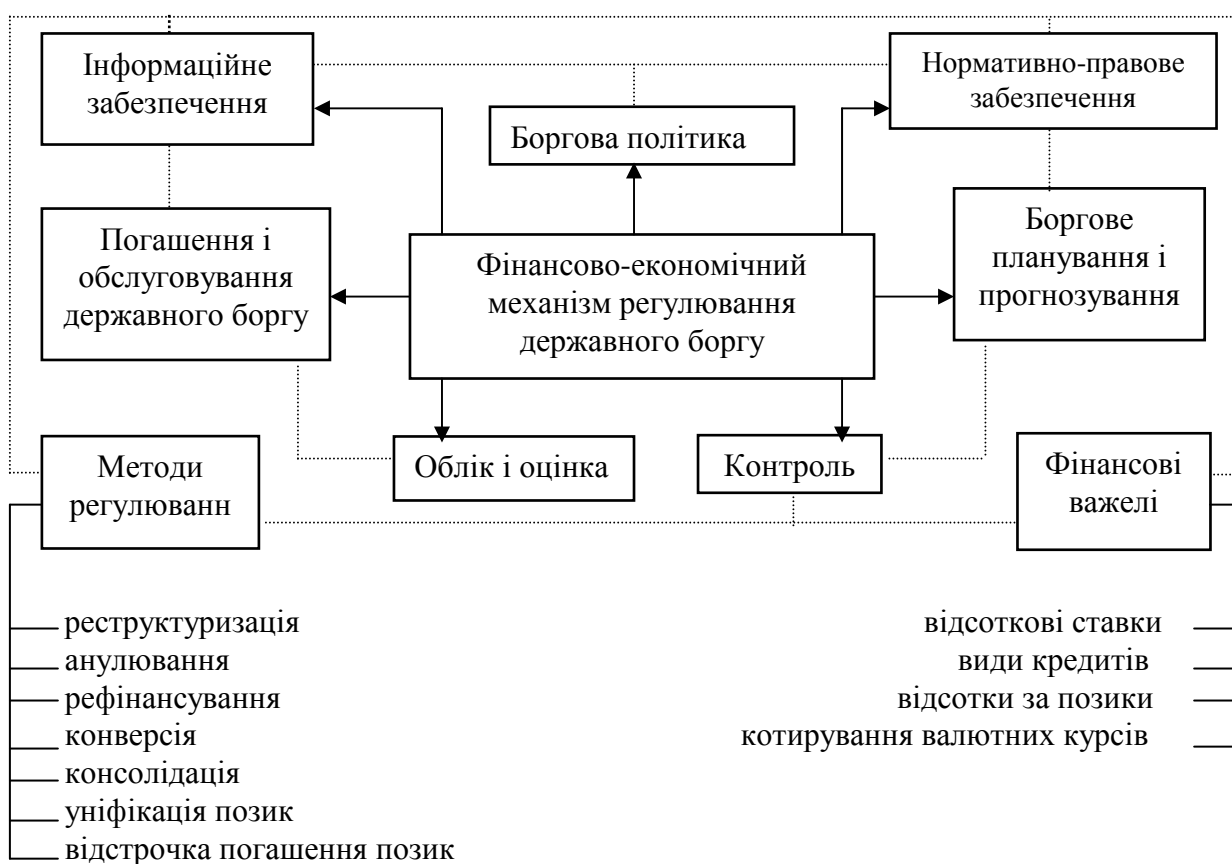
- планомірності - система регулювання має бути націлена на взаємозумовлене і послідовне вирішення поточних і довгострокових завдань розвитку державного боргу;

- динамізму - механізм регулювання повинен мати високу адаптивність до змінних вимог зовнішнього і внутрішнього середовища.

Зазначимо, що головним при формуванні ефективної системи регулювання є дотримання принципу суміщеності і комплексності, тобто

забезпечення умов досягнення стійкості системи та максимальної взаємозумовленості усіх її елементів.

У загальному вигляді фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу містить наступні основні елементи: боргова політика, боргове планування і прогнозування, погашення і обслуговування боргу, облік і оцінка державних запозичень, контроль за використанням запозичених коштів, методи управління державним боргом, фінансові важелі, інформаційне, правове і нормативне забезпечення (рис. 1.2).



**Рис. 1.2. Поелементна структура фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу**

Будь-який механізм у своїй основі має політику, яка формує напрями і заходи впливу на об'єкт регулювання. Через механізм проявляється стратегія і тактика політики. Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу базується на борговій політиці, яка є основним елементом

його системи. Боргова політика направлена на розробку засад внутрішніх та зовнішніх запозичень, зокрема: випуску і розміщення державних боргових зобов'язань, обслуговування державного боргу, підписання міжнародних, міждержавних угод для фінансування державних видатків чи програм економічного розвитку.

Становлення боргової політики, яке відбувається на сучасному етапі, має базуватися на виробленні боргової стратегії. Одна з перших стратегій кредитної політики та управління державним боргом була сформульована в Біблії: „...і ти будеш давати у позику багатьом народам, а сам не будеш брати в борг; і панувати будеш над багатьма народами, а вони над тобою не будуть панувати” [15, с. 207].

Наведений приклад кредитної стратегії використовувався в 50-70 рр. у Радянському Союзі, коли боргова політика була направлена на збереження невисокого рівня зовнішньої заборгованості та надання безкорисливої допомоги окремим зарубіжним країнам. В умовах розвитку ринкової глобалізації дана спрощена боргова стратегія не може бути реалізована.

На сучасному етапі відбуваються певні зміни у вітчизняній борговій політиці. Актуалізація питання формування нової боргової стратегії обумовлена наступними обставинами:

- відсутність концептуальних підходів, орієнтація на вирішення поточних проблем;
- необґрунтоване нарощування зовнішнього боргу, відсутність контролю за використанням іноземних кредитів;
- слабке використання світового досвіду вирішення боргових проблем, зокрема схем конверсії.

Боргова політика виконує основне завдання, що визначається як забезпечення бюджету коштами у встановленому обсязі та на прийнятних з точки зору фінансової політики умовах. Це завдання боргової політики виконується в залежності від організаційної структури органів виконавчої

влади та практики залучення запозичених коштів, що склалася. Принципи боргової політики:

- повнота та своєчасність виконання зобов'язань. Даний принцип означає недопущення виникнення прострочених зобов'язань через здійснення зваженої системи планування і управління прямими і умовними зобов'язаннями, що забезпечить їх виконання у повному обсязі та у визначений строк;

- мінімізація вартості боргових зобов'язань. Даний принцип передбачає підтримання мінімально можливої вартості прямих і умовних зобов'язань;

- збереження обсягу прямих та умовних зобов'язань на економічно безпечному рівні з урахуванням всіх можливих ризиків. Економічно безпечний рівень - це такий обсяг зобов'язань, за якого держава у стані забезпечити виконання існуючих прямих зобов'язань, сформувати фінансовий резерв під очікувану відповідальність за умовними зобов'язаннями, а також виконати всі прийняті на себе витратні зобов'язання.

Боргова політика має бути направлена на виконання наступних основних завдань:

- розробка загальної стратегії державних запозичень;
- ефективно залучення позикових ресурсів;
- забезпечення стабільного доступу на ринки зовнішніх запозичень на вигідних умовах;

- розширення обсягів зовнішніх запозичень з метою рефінансування зовнішнього боргу;

- створення системи залучення коштів населення у державні цінні папери;

- здійснення сегментації ринку державних цінних паперів через поділ інвесторів з різними інвестиційними цілями.

Розробка загальної боргової стратегії здійснюється на вищому політичному рівні і розглядається в рамках боргової політики як додаткове обмеження. Тому зазначене завдання не є завданням регулювання державного боргу.

Ефективне залучення позикових ресурсів означає залучення зобов'язань в обсязі і на умовах, що найкращим чином задовольняють вимоги фінансової політики.

В умовах зростання витрат на обслуговування державного боргу, розробка і впровадження засад боргової політики має відбуватися у тісному зв'язку і узгодженістю з фіскальною політикою держави, що надасть можливість збалансувати економіку країни та зменшити навантаження на бюджет.

В період трансформаційної економіки посилюється роль боргового планування і прогнозування, як елемента системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

Фінансове планування - це планомірне управління процесами створення, розподілу і використання грошових ресурсів [123, с. 562].

Боргове планування – складова фінансового планування розвитку держави, що направлена на виявлення, розробку та визначення необхідних джерел та обсягів державних запозичень для фінансування державних видатків. Боргове планування є важливим засобом регулювання державного боргу через використання системи прийомів по врегулюванню переміщення фінансових ресурсів між позичальником та кредитором, з урахуванням фінансових можливостей держави та прогнозних оцінок її економічного розвитку.

Прогнозування - це система наукових уявлень про напрями розвитку майбутнього стану економіки [99].

Прогнозування економічне - система аргументованих наукових уявлень і висловлень про напрями розвитку і майбутній стан економіки чи її окремих

елементів [202, с. 341] Боргове планування, в першу чергу довгострокове, спирається на прогнози. Прогноз окреслює сфери і можливості в рамках яких можуть бути поставлені реальні завдання і цілі, виявляє проблеми, які мають стати об'єктом розробки у плані. Боргове прогнозування є вихідним при здійсненні етапів боргового планування. В процесі боргового прогнозування можливий розгляд різних принципів боргової політики і поєднання економічних і неекономічних факторів.

Предметами боргового прогнозування є:

- обсяги і графік обслуговування і погашення прямих зобов'язань;
- програма запозичень, включаючи обсяги, умови і графік залучення запозичень на фінансування дефіциту державного бюджету, погашення існуючих боргів, фінансування державних програм з урахуванням існуючих можливостей з погашення і обслуговування цих зобов'язань у майбутньому;
- состав програми надання державних гарантій, які можуть бути прийняті з урахуванням сукупного обсягу резерву бюджетних коштів під можливу відповідальність за цими гарантіями.

Боргові прогнози можуть бути короткостроковими (до 3 років), середньостроковими (5-7 років) і довгостроковими (10 років). Конкретний часовий горизонт кожного окремого прогнозу визначається в залежності від виду державного боргу. На етапі боргового прогнозування розкриваються тенденції боргових процесів, виявляються можливості альтернативного фінансово-боргового розвитку у майбутньому, накопичується матеріал для обґрунтування боргової стратегії і концепції розвитку.

До головних функцій боргового прогнозування належать:

- 1) кількісний та якісний аналіз тенденцій розвитку світового та національного фінансових ринків;
- 2) аналіз боргових процесів і тенденцій на ринку державних боргових зобов'язань;
- 3) оцінка і передбачення боргових проблем;

4) виявлення можливих перспектив зміни стану та структури державного боргу.

На розробку основних засад боргового планування впливають загальні (зовнішні) та специфічні (внутрішні) фактори. До зовнішніх факторів належать: курс національної валюти, стан платіжного балансу, динаміка ВВП, політика центрального банку, політичний і економічний стан в країні, кон'юнктура фінансового ринку та ін. До внутрішніх факторів належать: рівень розвитку ринку державних цінних паперів, види боргових інструментів держави, кредитний рейтинг держави, інвестиційна привабливість та ін.

Відповідно до строків реалізації можна виділити стратегічні, тактичні та оперативні завдання боргового планування.

Стратегічні завдання боргового планування відображають наступні процеси:

- розробка довгострокового прогнозу стану основного боргу;
- вибір майбутніх джерел фінансування;
- визначення стратегії скорочення державного боргу.

Тактичні завдання боргового планування направлені на вирішення наступних видів робіт:

- планування обсягів та джерел фінансових ресурсів для фінансування державних потреб;
- розробка графіків платежів за основною сумою боргу та відсотками;
- планування співвідношення внутрішніх та зовнішніх позик, що залучаються з метою отримання додаткових коштів на фінансування бюджетного дефіциту;
- забезпечення формування оптимального портфеля боргових зобов'язань.

Оперативні завдання боргового планування мають забезпечити виконання робіт:

- здійснення контролю за доцільністю залучення, ефективністю використання та своєчасністю повернення запозичених коштів;
- сприяння залученню нових позик на більш вигідних умовах;
- вивчення можливості дострокового погашення боргів чи їх рефінансування;
- моніторинг на ринку капіталу;
- оцінка ризиків;
- аналіз можливостей бюджету по виконанню прийнятих зобов'язань.

Контроль являє собою систему спостережень і перевірки відповідності процесу функціонування управлінського об'єкта прийнятим управлінським рішенням, виявлення результатів управлінських рішень на об'єкт [123, с. 344].

Контроль як елемент фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу направлений на забезпечення ефективного використання запозичених коштів.

Згідно з чинним законодавством до контролюючих органів системи регулювання державного боргу належать Верховна Рада України, Міністерство фінансів, Державне казначейство, Національний банк України, Державна контрольно-ревізійна служба України, Рахункова палата України.

На Верховну Раду України покладені наступні повноваження у сфері контролю за державним боргом:

- здійснення контролю за розмірами державних запозичень, станом державної заборгованості при затвердженні Бюджетної резолюції, Державного бюджету на поточний рік та під час розгляду та затвердження звітів Уряду, Національного Банку про їхню діяльність, звіту про виконання бюджету за минулий бюджетний період;
- затвердження рішень про одержання Україною зовнішніх позик від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових інститутів, передбачених Державним бюджетом України;



- здійснення контролю за використання зовнішніх позик.

Міністерство фінансів, відповідно до покладених на нього функцій, здійснює:

- контроль абсолютних та відносних показників заборгованості держави;

- зіставлення фактичних показників боргового навантаження держави з критичними показниками, визначеними міжнародними фінансово-кредитними організаціями;

- контроль своєчасності та повноти виконання державних боргових зобов'язань відповідно до графіку платежів.

Національний банк України виконує наступні функції:

- контроль за надходженням і використанням кредитних ресурсів Державного бюджету до спеціальних рахунків НБУ;

- регулювання обсягу грошової маси;

- визначення розміру облікової ставки;

- акумулювання національних золотовалютних резервів;

- складання платіжного балансу країни.

Державне казначейство України здійснює бухгалтерський облік надходжень і витрат Державного бюджету України та контроль за дотриманням правил ведення обліку за відповідністю платежів взятим зобов'язанням та бюджетним асигнуванням.

Державна контрольно-ревізійна служба України контролює напрямки використання та своєчасність повернення кредитів, що отримані під гарантію Кабінету Міністрів України.

До повноважень Рахункової палати України у сфері контролю за державним боргом належать:

- контроль за утворенням, обслуговуванням та погашенням державного боргу;

- контроль за ефективністю використання і управління коштами державного бюджету України;
- контроль за виконанням видаткової частини Державного бюджету України;
- контроль за утворенням і погашенням внутрішнього і зовнішнього боргу України;
- контроль за дотриманням законності надання позик і економічної допомоги іноземним державам, міжнародним організаціям, непередбачених у Державному бюджеті;
- інформування Верховної Ради України, комітетів Верховної Ради про виконання Державного бюджету України, стан погашення зовнішнього та внутрішнього боргу України, тощо.

Інформаційне забезпечення представлене передусім інформаційними потоками між елементами системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. Завдання формування ефективних потоків вихідної та вхідної інформації викликане необхідністю надання оперативної та достовірної інформації про зобов'язання для прийняття оперативних і стратегічних управлінських рішень у сфері боргової політики.

До системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу має надходити інформація про:

- сальдо доходів і витрат бюджету з урахування поточних і капітальних витрат бюджету (дефіцит чи профіцит);
- прогнозовані джерела фінансування за виключенням запозичень.

В системі регулювання державного боргу на основі зазначеної інформації визначається обсяг коштів, які необхідно залучити для забезпечення фінансування дефіциту і забезпечення погашення існуючих зобов'язань.

Фінансово-економічні інструменти у сукупності являють цілісну систему показників, за допомогою яких регулюються фінансово-економічні

відносини, що виникають на ринку державних запозичень. Кожен важіль має певну характеристику і виконує зазначену функцію, допомагає регулювати та коригувати фінансові відносини.

Методи регулювання – це засіб впливу фінансово-економічних відносин на процеси, що відбуваються на ринку державних запозичень.

Основними методами регулювання державного боргу є конверсія, рефінансування, уніфікація, обмін облігацій за регресивним співвідношенням, відстрочення погашення і анулювання позики.

Рефінансування – це погашення старої державної заборгованості шляхом випуску нових позик. Даний метод регулювання державного боргу використовується при обслуговуванні як внутрішнього так і зовнішнього боргу і залежить від наступних факторів:

- кредитна репутація країни – позичальника;
- економічні показники розвитку країни – позичальника;
- політична стабільність;
- незначні коливання обсягів і доходності розміщення державних боргових зобов'язань.

Конверсія – зміна доходності позик, що знаходяться в обігу.

Консолідація – зміна умов позик, пов'язана з їх строками.

Уніфікація позик – об'єднання декількох позик в одну, коли облігації раніше випущених позик обмінюються на облігації нової позики.

Дані методи застосовуються в основному для неринкового внутрішнього державного боргу.

Відстрочка погашення державних позик передбачає перенесення на визначений термін строків погашення чи припинення виплати процентних доходів.

Анулювання боргових зобов'язань відбувається за двох причин:

- у випадку фінансової нездатності держави;

- як наслідок приходу до влади нових політичних сил, що відмовляються, з певних причин, визнати фінансові зобов'язання.

До сучасних засобів врегулювання державної заборгованості, що застосовуються розвинутими індустріальними країнами для врегулювання проблем зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються, належать наступні:

- викуп боржником своїх зобов'язань за незначну частину номіналу за курсом, нижчим у порівнянні з ринковим;

- обмін зобов'язань боржників на різного роду ривні за номіналом чи дисконтовані облігації з тривалими строками обігу і, частково, пільговими відсотками;

- обмін за пільговим курсом боргових зобов'язань на акції державних підприємств та інші цінні папери уряду;

- обмін боргів за зниженим курсом на внутрішню валюту для формування різних спеціальних національних фондів.

Вибір методу залежить від наявних політико-економічних умов країни-боржника. Серед зазначених схем полегшення боргового тягара неможливим, в умовах трансформації, є застосування викупу боргу на вторинному ринку, через те, що українські зобов'язання не обертаються на вторинному ринку. Не застосовується в сучасних умовах України і такий метод як списання боргу. Серед причин, що унеможливають застосування даного методу управління державним боргом, можна назвати наступні: основні індикатори обтяжливості країни державним боргом знаходяться у межах критичних значень; найбільшою складовою у структурі зовнішнього державного боргу є заборгованість міжнародним фінансовим організаціям, що не підлягає списанню. При врегулюванні заборгованості в Україні, як інструмент зменшення боргового тягара, був застосований метод реструктуризації.

Правове і нормативне забезпечення державних запозичень і боргових

зобов'язань, як елемент механізму регулювання державного боргу, характеризується відсутністю єдиної, комплексної системи правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення, використання та погашення державного боргу. Основними нормативно-правовими актами, що визначають окремі питання державного боргу є Конституція України, Закон України „Про державний внутрішній борг”, Бюджетний кодекс, Закон України „Про державний бюджет України” на відповідний рік. Основними недоліками існуючого нормативно-правового забезпечення є:

- відсутність законодавчих норм утворення і погашення державного зовнішнього боргу, що унеможлиблює будову ефективної системи контролю за станом та зміною показників боргового навантаженні;

- суперечливість трактування норм Бюджетного кодексу України та Закону України „Про внутрішній державний борг”, щодо механізму обслуговування внутрішнього державного боргу, що ускладнює можливість планування нових позик;

- суперечливість трактування норм Бюджетного кодексу України та законів України про державний бюджет України, щодо визначення основних джерел фінансування дефіциту бюджету, що зменшує якість використання державних запозичень;

- відсутність програм державних запозичень, розроблених на середньострокову перспективу, що призводить до прийняття неефективних рішень у сфері здійснення нових позик.

Дієвість фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу залежить від ступеня розробки та узгодження законодавчої бази. Для формування цілісної законодавчої бази щодо основних положень організації та реалізації вітчизняної боргової політики необхідно прийняти Закон „Про Державний борг України” та середньострокову програму регулювання державного боргу. В якості методичного забезпечення фінансово-

економічного механізму регулювання державного боргу ми пропонуємо, у третьому розділі даної дисертаційної роботи, основи середньострокової програми регулювання державного боргу.

## 1.2. Державний борг як об'єкт регулювання

Національна економіка кожної окремої країни являє собою складну систему, якій притаманні індивідуальні (специфічні) та загальні (типові) риси, що характерні для всіх країн з економікою ринкового типу. Наявність індивідуальних характеристик в господарських системах окремих країн обумовлена багаточисельними ознаками, серед яких: чисельність населення, географічне розташування країни, структура економічних відносин, політичний устрій. Наявність загальних рис зумовлена спільністю умов, за яких відбувається розвиток ринкової економіки. Державний борг є однією з важливих типових ознак, характерних для країн з економікою ринкового типу.

Державний борг як економічна категорія розкриває сутність фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу через відображення економічних відносин і законів його функціонування. Розкриття сутності державного боргу як економічної категорії використовується нами для розробки та науковому обґрунтування боргової політики, створення системи інструментів та важелів регулювання державного боргу.

В економічній літературі поданий досить змістовний аналіз державного боргу як елемента фінансової системи. Використання надбаного матеріалу та подальше розкриття змісту державного боргу як економічної категорії надасть теоретичної і методологічної бази для дослідження даної категорії як об'єкту регулювання.

Категорія (від грецької *kategoria* – ознака) - це найбільш загальні, фундаментальні поняття, що відображають суттєві, загальні властивості та відносини явищ дійсності і пізнання [178]. Економічна категорія - це теоретичне (абстрактне) вираження основних сторін виробничих відносин [178].

Визначальним у дослідженні змісту економічного явища є розкриття його сутності. Пізнання предмету передбачає його осягнення за ступенями від явищ до сутності. Сутність - це внутрішній зміст предмету, що виражається у єдності усіх його багато чисельних властивостей і відносин. Явища - те чи інше винайдення предмету, зовнішньої форми його існування [178]. К. Маркс зазначає, що сутність речі це не принципово відмінна від неї ідея, що реалізується в ній, а внутрішній зв'язок, єдність усіх емпіричних проявів речі [125, с. 316]. Поєднуючи наведені визначення, можна узагальнити, що сутність - це внутрішній стан об'єкту, його глибинний зміст, що взяті у сукупності.

Розкриття сутності економічної категорії передбачає з'ясування природи, що визначається у філософській літературі як уроджені властивості, природній стан, приналежність до визначеного роду. Державний борг являє собою вид відносин між господарюючими суб'єктами, якими з одного боку є держава, яка переважно є позичальником, а також гарантом і кредитором; з іншого боку - юридичні та фізичні особи, які виступають у якості кредитора. Виходячи з цього природу державного боргу можна визначити як всі відносини, що обслуговують боргові відносини держави у всій багатогранності їх форм. Таким чином природа боргу виявляється у його сутності та формі існування.

Карл Маркс відмічав, що „система суспільного кредиту, тобто державних боргів, зачатки якої ми відкриваємо в Генуї і у Венеції ще у середні віки, поширилася по всій Європі протягом мануфактурного періоду...” [126, с. 764].

Зростаюча роль державного кредиту у державних фінансах різних країн і взаємозв'язок державного кредиту з економічним розвитком держави зумовили збільшення уваги з боку науковців до категорії державного боргу і, відповідно, появу диференційованих підходів до визначення його сутності та економічного змісту. Результатом досліджень вчених протягом багатьох



десятиліть категорії державного боргу, проблем його накопичення, стала сукупність неоднозначних підходів відносно боргового фінансування економіки. Так, М. М. Алексеєнко у своїй роботі „Государственный кредит. Очерк нарастания государственного долга Англии и Франции” (1872) [77, с. 54] зазначив: „Несмотря на преобладающее отрицательное отношение теоретиков к государственному кредиту, займы в действительности без оглядки применялись в случаях надобности, долги росли и, вопреки зловещим предсказаниям исследователей, народное богатство не преуменьшалось, благоденствие государств не разрушалось, границы, которые относились учеными для возможного применения государственных займов, для возможного нарастания долга, резко раздвигались”. Тобто, майже століття тому була висловлена думка, щодо можливості ефективного використання державного боргу, що актуальна на сучасному етапі для України.

Основою формування державного боргу є державні позики, що визначаються як кредитні відносини у яких позичальником чи кредитором є держава чи місцеві органи влади. Державні позики є однією з форм залучення грошових коштів на покриття державних видатків і мають соціальний зміст, що визначається природою і функціями даної держави. Державні запозичення характеризуються тим, що тимчасово вільні грошові кошти населення, підприємств, організацій залучаються для фінансування дефіциту державного бюджету через випуск і реалізацію облігацій та інших видів цінних паперів. Державні позики вперше з'явилися в докапіталістичних формаціях у рабовласницькому суспільстві і мали надзвичайний характер. З розвитком виробничих відносин державні позики змінили своє призначення і форму, перетворюючись із засобу покриття військових витрат на засіб мобілізації грошових коштів для фінансування державних витрат, покриття бюджетного дефіциту, тобто стали певною формою фінансової гарантії розвитку економіки. На початку радянської

влади держані позики існували у двох формах: грошовій і натуральній. Остання була обумовлена недостатньо розвинутими грошовими відносинами і необхідністю збереження інтересів власників облігацій від знецінення грошових знаків. Державні позики Радянського Союзу мали специфічні характерні риси:

- виробниче призначення;
- масовий характер;
- добровільний характер.

Теоретичне осмислення категорії „державний борг” передбачає уточнення самого поняття „державний борг”.

Радянський енциклопедичний словник подає тлумачення державного боргу як загальної суми заборгованості держави за непогашеними позиками і несплаченими за ними відсотками [178]. Дане визначення розкриває сутність державного боргу через відображення його кредитної природи, але характеристика категорії обмежена лише етапом формування державного боргу, тобто випуском позик.

Р. Макконелл і С. Брю визначають державний борг як суспільний актив [121, с. 457]. Теоретики, що сповідували даний підхід, наприклад Рау К. [160], обґрунтовували свою позицію тим, що народ має сам собі платити відсотки за користування коштами державного кредиту. На нашу думку державний борг за своєю сутністю є суспільним активом у випадку придбання емітованих державою боргових інструментів резидентами даної країни. В даному випадку державний борг можна охарактеризувати як власний борг держави, а державну заборгованість як самозаборгованість.

У підручнику „Макроекономіка” Агапової Т.А. та Серегіна С.Ф. державний борг визначається як загальний розмір заборгованості уряду власникам державних цінних паперів, що дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів (мінус бюджетні надлишки) [122, с. 361]. Державний борг може змінюватися не лише за рахунок наявності бюджетного дефіциту, тому, дане

визначення, на нашу думку, не відображає повністю механізм формування державного боргу.

Ще К. Маркс розкриваючи сутність кредитування держави як форми перерозподілу грошового капіталу приділяв увагу суб'єктам відносин даного економічного процесу, відокремлюючи державу (у особі уряду) і державних кредиторів („праздные рантье и финансисты, которые выступают посредниками между правительством и нацией”) [126, с. 764].

Федосов В., Огородник С., Суторміна В. Визначають державний борг як суму заборгованості за випущеними і непогашеними внутрішніми позиками, а також суму фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату. Дане визначення не розкриває сутності категорії державний борг, адже використане у визначенні поняття „державна заборгованість” є ширшим за змістовим наповненням ніж поняття державний борг [57].

Аналіз державного боргу як об'єкту регулювання вимагає розгляд його у взаємозалежності з різними аспектами суспільно-економічного життя держави. К. Маркс досліджував категорію державний борг в аспекті політичної економії, розкривав її сутність у зв'язку з виробничими відносинами та іншими видами суспільних зв'язків. Вивчаючи роль боргу в розвитку податкової системи К. Маркс зазначав, що державний кредит був тільки новим засобом підвищення податків і задоволення нових потреб класу буржуазії [127, с. 406]. Також К. Маркс аналізував роль державного боргу у зв'язку з історичними особливостями політичного розвитку країни на прикладі Франції і дійшов висновку, що „державний борг, тобто відчуження держави - все рівно: деспотичного, конституційного чи республіканського - накладає свій відбиток на капіталістичну еру” [126, с. 764] У формі кредитування держави, за суттю, здійснюється „продаж державної влади” буржуазному класу, причому в якості її „мінової вартості” виступав курс облігацій державних позик, тобто їх ціна на біржі [128, с. 62, 357-358].

На нашу думку, найбільш повним є наступне визначення: державний борг - це сума державних фінансових зобов'язань за випущеними і непогашеними внутрішніми та зовнішніми позиками і кредитами.

Державний борг, як об'єкт регулювання, на нашу думку - це сукупність особливих рис, властивостей та системних елементів, що підлягають впорядкуванню у відповідності з нормами та плановими завданнями фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

Економічна сутність державного боргу проявляється через властиві йому функції. Функція (від лат. *functio* - виконання, здійснення) - зовнішній прояв властивостей якого-небудь об'єкта в даній системі відносин [178].

У науковій літературі виділяються фіскальна та регулятивна функції державного боргу [105, с. 30]. Фіскальна функція являє собою залучення державою необхідних коштів на фінансування державних витрат. Регулятивна – коригування обсягу грошової маси через механізм купівлі-продажу державних цінних паперів центральним банком країни. Т. Вахненко до зазначених функцій додає валютно-фінансову та перерозподільчу. Валютно-фінансова функція полягає у поповненні міжнародних валютних резервів завдяки зовнішнім позикам. Перерозподільча функція – перерозподілі капіталу між приватним і державним сектором та перерозподілі капіталу між секторами фінансового ринку [36]. На наш погляд, необхідно доповнити зазначену класифікацію, виділивши функцію економічної стабілізації та функцію оптимального розподілу ресурсів. Функція економічної стабілізації полягає у здійсненні впливу держави на макроекономічні параметри через заходи, що фінансуються за рахунок державних позик. Політика стимулювання економіки за допомогою дефіциту можлива за умови його фактичного рівня не більше 1-2% ВВП. Зростання державного боргу і суми відсоткових виплат негативно позначається на економічній ситуації і може призвести до фінансової кризи. Функція оптимального розподілу ресурсів полягає у використанні державного боргу

як важелю розподільчого впливу. Державний борг виступає засобом розподілу багатства майбутніх поколінь, які через податки будуть сплачувати проекти і програми сьогодення, що фінансуються за рахунок державних запозичень.

Як економічна категорія державний борг втілює у собі певні риси, що характеризують її як самостійний елемент фінансової системи:

- державний борг є відносинами вторинного розподілу валового суспільного продукту і частини національного доходу;
- залучення і надання коштів при державному запозиченні здійснюється на умовах повернення і платності;
- державний борг має добровільний і ситуаційний характер.

Державний борг як об'єкт регулювання має наступні особливі риси:

- специфічним учасником відносин є держава, що має особливі права при здійсненні запозичень;
- кругообіг коштів у процесі здійснення державних запозичень здійснюється у прямому та зворотному напрямі;
- існування боргу обмежено визначеним учасниками строком;
- державний борг має властивості до накопичення.

Розмір державного боргу складається з боргів минулих років та нових боргів. Накопичення основної суми та прострочених платежів враховується та обліковується у складі державних боргів.

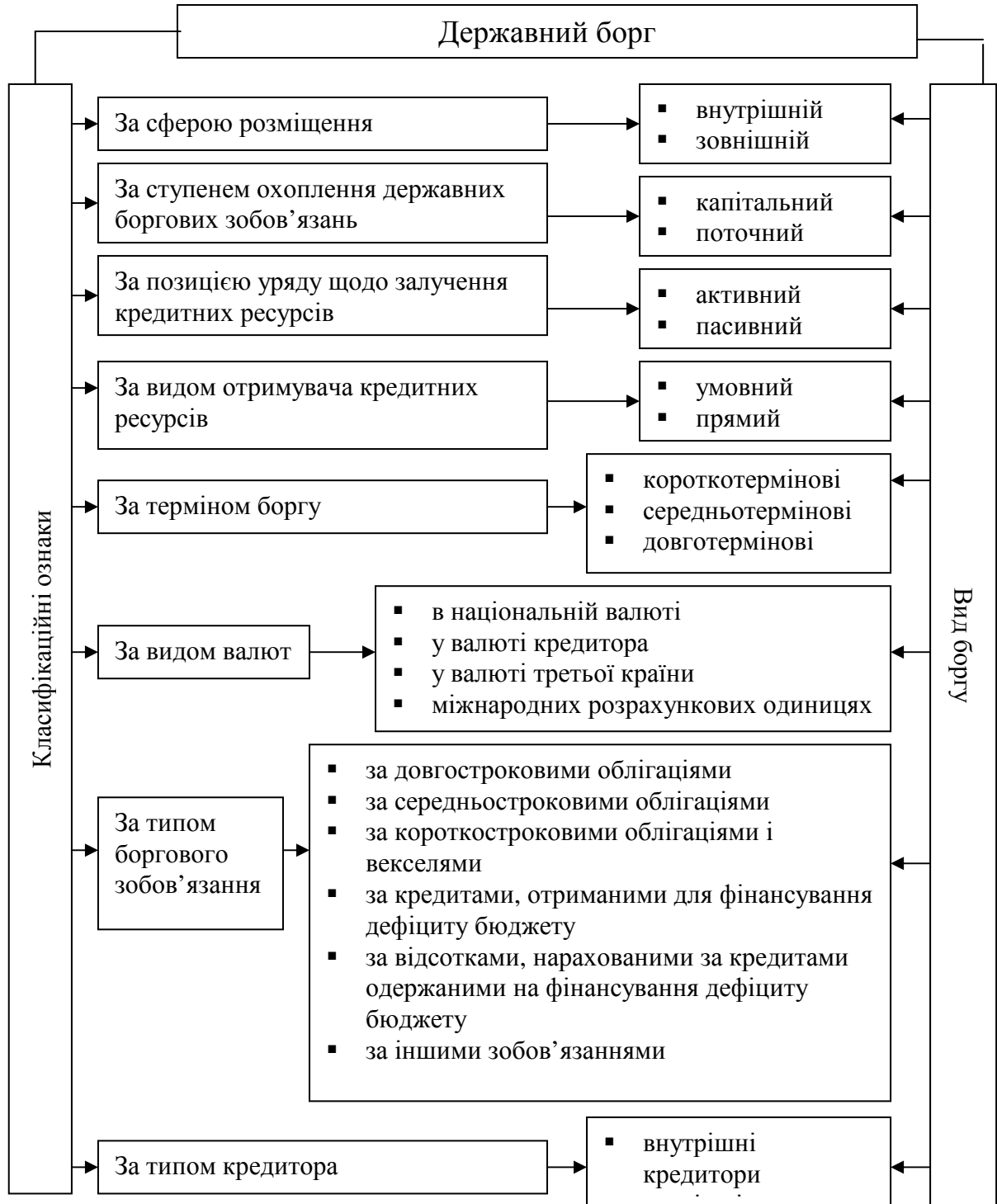
Окремі державні боргові зобов'язання мають специфічні ознаки, що визначають особливості підходів до регулювання державного боргу:

- право емісії. Дана ознака характеризує боргові зобов'язання відповідно до суб'єкта позикових відносин. Випуск боргових зобов'язань може здійснюватися центральними та місцевими органами управління;
- держателі державних боргових зобов'язань, якими можуть бути фізичні особи, юридичні особи;

- місце розміщення боргових зобов'язань (внутрішній ринок, зовнішній ринок);
- ринкові та неринкові боргові зобов'язання виділяють в залежності від свободи обігу на первинному чи вторинному ринку;
  - номінальна вартість. Номінальна вартість – це вартість, що вказана на борговому зобов'язанні і засвідчує, що вона представляє визначений капітал, який використовує емітент, на противагу реальній (курсовій вартості), за якою дане боргове зобов'язання продається на ринку.
  - детермінанти доходності включають в себе:
    - номінальна ставка процента – процентний дохід за борговим зобов'язанням, що виплачується шляхом щорічної оплати купонів чи один раз при погашенні позики через нарахування процентів до номіналу цінних паперів. У випадку дисконтних цінних паперів, номінальна процентна ставка – доходність, що розраховується як різниця між ціною продажу і номінальною вартістю, що виражена у відсотках;
    - форми і методи виплати доходів. За характером виплати доходів державні боргові зобов'язання поділяються на процентні, виграшні, процентно-виграшні, дисконтні, цільові;
    - курс купівлі – продажу;
    - податкові пільги. Відіграють значну роль для потенційних інвесторів на етапі оцінки привабливості державних боргових зобов'язань.

Вивчення даних особливостей дозволяє моделювати різноманітні фінансові зобов'язання і змінювати зміст елементів структури та системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відповідно до вимог економічної ситуації.

Подальший розгляд сутності державного боргу як об'єкту регулювання потребує розгляду видів державного боргу, критеріїв та особливостей їх класифікації (рис. 1.3).



**Рис. 1.3. Схема класифікації державного боргу**

Згідно класифікації за типом кредитора, внутрішній борг (борг перед внутрішніми кредиторами) включає в себе:

- 1) борг перед юридичними особами;

2) борг перед банківськими установами:

а) перед НБУ, у тому числі:

- за позиками, одержаними для фінансування дефіциту бюджету поточного року (минулих років);
- за компенсаційними виплатами населенню в Ощадбанку;
- сільськогосподарських підприємств за позиками, віднесеними на державний борг;
- інша заборгованість перед НБУ;

б) борг перед іншими банками.

3) борг перед іншими органами управління;

4) заборгованість, не віднесена до інших категорій;

5) борг, що виникає внаслідок коригування вартісних оцінок.

Зовнішній борг за типом кредитора поділяється на:

1) борги перед міжнародними організаціями;

2) борги перед іноземними державами, у тому числі за позиками, наданими під гарантії уряду;

3) борги перед іноземними комерційними банками;

4) заборгованість перед іноземними постачальниками;

5) заборгованість, не віднесена до інших категорій;

6) борги, пов'язані з коригуванням вартісних оцінок.

З'ясування суті державного боргу як об'єкту регулювання передбачає також розкриття його взаємозв'язків з іншими економічними параметрами. З цією метою розглянемо основні складові елементи державного боргу – внутрішній і зовнішній. У економічній літературі минулого і сьогодення представлені різні підходи до визначення критеріїв поділу державного боргу на внутрішній і зовнішній. Це пов'язано з типом і рівнем розвитку економічної системи, ступенем лібералізації економіки країни. Фінансово-кредитний словник критеріями поділу державного боргу на внутрішній і зовнішній визначають ринок розміщення та валюту запозичення [186, с.225,



314]. У радянському енциклопедичному словнику подається лише один критерій - сфера розміщення [178, с. 330]. В Економічній енциклопедії [202, с. 345] зазначається, що в залежності від ринку розміщення, валюти, в якій випущені і розміщені позики державний борг може бути зовнішнім та внутрішнім; в залежності від строку погашення – капітальним та поточним. Інший підхід використовують автори підручника „Финансы” [187, с. 312]. В основу поділу державного боргу на внутрішній і зовнішній борг покладений критерій резиденства (внутрішній чи зовнішній інвестор), що на нашу думку, в умовах лібералізації економіки, розвитку зовнішньоекономічної діяльності, поглиблення конвертованості національної валюти є дійсно вірним.

На сьогодні в Україні державний борг поділяється на внутрішній і зовнішній відповідно до валюти зобов'язань: борги, деноміновані у гривнях, вважаються внутрішніми, а деноміновані в іноземній валюті - зовнішнім. Дана класифікація була придатною і діючою в умовах закритої економіки, коли існувало чітке розмежування валюти проведення внутрішніх і зовнішніх економічних операцій у зв'язку з неконвертованістю національної валюти. На сьогодні в умовах допуску нерезидентів на ринок державних цінних паперів, лібералізації економіки застосування даного підходу є недоцільним, адже він не враховує економічної сутності внутрішнього і зовнішнього державного боргу, характеру їх впливу на економічні процеси.

Регулювання співвідношення між внутрішнім та зовнішнім боргом є одним із основних елементів регулювання структури державного боргу. Процес управління державним боргом ускладнює суперечливість даної проблеми. Відмова від зовнішніх запозичень призведе до збільшення ліквідності державних облігацій та зменшення витрат на обслуговування боргу, а переміщення державних запозичень з внутрішнього на міжнародний фінансовий ринок буде стимулювати внутрішні капіталовкладення. Подібну тактику боргового менеджменту необхідно застосовувати з урахуванням

динаміки валютного курсу та оцінкою паритету процентних ставок на вітчизняному та міжнародному фінансових ринках.

Представляє інтерес поділ державного боргу за типом кредитора. Програма емісії державних боргових зобов'язань має враховувати особливості попиту на державні цінні папери з боку різних груп інвесторів. Розробка оптимальної, з точки зору переваг потенційних інвесторів, структури випуску буде сприяти збільшенню обсягів продажу державних цінних паперів та, як наслідок, зниженню вартості випуску боргових зобов'язань. Поділ боргових зобов'язань за різними категоріями власників дозволить розробити ефективну прогнозу боргову політику з визначенням стану попиту і пропозиції на боргові інструменти.

За терміном боргу державні боргові зобов'язання поділяються на довгострокові, короткострокові та середньострокові. На розмір державного боргу, який визначається на конкретну дату, значно впливають строки залучення позик. Тому регулювання та коригування боргових зобов'язань за строками користування має здійснюватися залежно від етапу економічного розвитку і дозволить забезпечити рівномірний графік погашення заборгованості.

В регулюванні державним боргом важливим є використання різних прийомів здійснення запозичень. На різних стадіях розвитку економіки необхідно зважено обирати джерела боргового фінансування, формувати їх оптимальну, з точки зору строків погашення та розмірів відсотків, комбінацію, яка в ідеальному виді має включати наступні фінансові умови:

- максимум позик за мінімальними відсотками;
- мінімум платежів з погашення боргу до отримання доходу від здійснених інвестицій.

Сума позик і умови їх обслуговування визначаються між кредитором і позичальником у договорі позики. Формування механізму залучення позик на етапі боргового планування дозволить врахувати кон'юнктуру

міжнародних та національного ринку капіталів. Першочерговим завданням у даному випадку має бути проведення аналізу розміру боргу на предмет можливості його обслуговування.

Важливим елементом регулювання державного боргу є регулювання його структури. Неоптимальна за строками структура державного боргу може призвести до виникнення „піків” платежів, що можуть спровокувати боргову кризу. Даний аспект поєднання структури запозичень і динаміки виплат актуалізується на етапі залучення нових позик. При цьому є характерною особливістю державного боргу як об’єкта регулювання, що виявляється у наступному: у процесі формування нового боргу, що відбувається за рахунок багатьох випусків державних цінних паперів та залучення зовнішніх кредитів, позитивний ефект від кожної окремої операції не виключає їх негативного сукупного впливу на загальний графік платежів за державним боргом та боргову ситуацію в цілому. Тому необхідним являється врахування кожної нової позики з поточним станом державного боргу. Регулювання строкової структури передбачає конструювання графіку погашення боргу відповідно до очікуваних періодів зростання економіки. Зазначимо, що необхідним є дотримання принципу неперервності оптимізаційного процесу для забезпечення оперативності коригування і використання короткострокових прогнозів, які є найбільш точними.

Умови погашення відрізняються за окремими державними зобов’язаннями, які, в залежності від зобов’язань позичальника дотримуватися строків погашення, поділяються на:

- з правом дострокового погашення;
- без права дострокового погашення.

Проблема дострокового погашення, що вимагає застосування відповідних методів регулювання, актуалізується за умови суттєвих змін умов на ринках капіталу. У випадку зменшення загальної норми процента, позичальник несе суттєві втрати, а інвестор отримує додатковий виграш за

борговими зобов'язаннями, що випущені із щорічним фіксованим доходом. Якщо зобов'язання випущені з правом дострокового погашення, втрати позичальника і переваги інвестора зрівнюються.

Таким чином аналіз державного боргу як об'єкта регулювання, через визначення, характеристику сукупності його особливих рис, властивостей, системних елементів, дозволяє виробити різні підходи з моделювання фінансових зобов'язань з метою зміни змісту складових поелементної структури фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відповідно до вимог економічної ситуації та державної політики.

### 1.3. Зарубіжний досвід регулювання державного боргу

На сучасному етапі економіка більшості країн світу характеризується наявністю великого державного боргу. Уряди розвинених країн та країн, що розвиваються, залучають грошові ресурси з фінансових ринків через державні запозичення, що є ефективним безінфляційним інструментом фінансування бюджетних витрат і методом покриття бюджетних дефіцитів. Великі розміри і швидке зростання державного боргу у більшості країн залишає актуальним питання розробки підходів регулювання державної заборгованості з урахуванням її позитивного і негативного впливу на економіку.

В умовах розвитку глобалізації, посилення її впливу на грошово-кредитні відносини досить актуальним є перегляд існуючих досліджень зарубіжного досвіду регулювання державного боргу та формування нових поглядів на існуючий механізм вирішення боргових питань з метою адаптації до умов вітчизняної дійсності та ефективного застосування для вирішення проблем зовнішньої та внутрішньої державної заборгованості.

В умовах посилення глобалізаційних процесів підвищуються вимоги до якості заходів регулювання національних економік. Соціальні та економічні перетворення на тлі світових змін потребують значних та безпечних джерел фінансування, основними з яких, у переважній більшості країн, є зовнішні та внутрішні державні позики. На сьогодні майже не існує країни, державний бюджет якої характеризується наявністю позитивного сальдо. І розвиненим країнам, і країнам, що розвиваються, притаманна тенденція до постійного зростання абсолютної суми державного боргу. Обмеженість власних ресурсів, неефективне використання кредитів, порушення строків виконання боргових зобов'язань обумовили значне зростання обсягу світової заборгованості.

В рамках даного дослідження нами буде розглянута боргова практика зарубіжних країн та ринкові механізми вирішення боргової проблеми, що ними застосовуються. Окремий інтерес для дослідження, з точки зору порівняльної характеристики, являють країни колишнього Радянського Союзу, країни Центральної та Східної Європи, що мають схожу боргову історію та, наближені до вітчизняних, економічні параметри і цілі розвитку. З метою характеристики загальної боргової ситуації зазначених країн, наведемо їх класифікацію за стандартами Світового банку. За рівнем зовнішнього боргу країни поділяються на:

- країни з великою заборгованістю (Severely indebted (SIN)) – якщо виконується одна з двох основних умов: співвідношення державного боргу до ВВП перевищує 80% або співвідношення державного боргу до експорту перевищує 220%;

- країни з помірною заборгованістю (Moderately indebted (MIN)) – якщо зазначені ключові співвідношення перевищують 60%, але не досягають критичного рівня;

- країни з малою заборгованістю (Less indebted (LIN)),

- країни без заборгованості (Not classified by indebtedness (NIN)).

Для країн, що не надають детальні звіти до системи Світового банку, для перших двох груп класифікації, застосовуються інші критерії:

- країни з великою заборгованістю – три з чотирьох ключових співвідношень, у середньому за три роки, перевищують критичний рівень: співвідношення суми державного боргу до ВВП перевищує 50%, співвідношення суми державного боргу до експорту перевищує 275%, співвідношення витрат на обслуговування державного боргу до експорту перевищує 30%, сума сплачуваних процентів за державним боргом до експорту перевищує 20%;

- країни з помірною заборгованістю - три з чотирьох ключових співвідношень, у середньому за три роки, перевищують 60%, але не досягають границі критичного рівня.

Дані таблиці Додатку А засвідчують, що у 2005 році згідно методології Світового Банку значна частина країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) належали до категорії великої і помірної заборгованості. У відокремленій групі країн, погіршення показників зовнішнього боргового навантаження спостерігалось у Болгарії, Естонії, Казахстані, Киргизькій республіці, Латвії та Таджикистані; покращення - в Молдавії.

Державна заборгованість зазначених країн формувалася на тлі трансформаційних перетворень під впливом несприятливої економічної кон'юнктури: спаду виробництва, девальвації національної валюти. Стрімке накопичення державного боргу за короткий проміжок часу призвело до зростання витрат бюджету на його обслуговування, що перетворилися в основну статтю витрат державного бюджету, набагато перевищуючи асигнування на освіту, медицину й інші сфери економічного і духовного життя. Лідерами серед даної групи країн, за темпами нарощування зовнішніх боргів є Польща, Болгарія, Угорщина, Таджикистан, Азербайджан, Киргизька Республіка, Вірменія.

Так, величина зовнішнього боргу Польщі, за період з 1996 до 2006 року, зросла у 3 рази (Додаток В), Чехії – у 2,5 рази (Додаток Б), Болгарії, за період з 2002 по 2006 рр., майже у 2 рази (табл.1.1).

В процесі еволюційного розвитку державної заборгованості країн відбувалися зміни у складі позичальників. В період реформ до 2001 року структура зовнішнього боргу характеризувалася зменшенням частки держави та збільшенням питомої ваги підприємницького сектору у загальному обсязі зовнішнього боргу в Чехії (з 10% у 1996р. до 4% у 2001 р. та з 90% до 96% відповідно)<sup>1</sup>, Польщі (з 76,4% у 1996р. до 47,4% у 2001 р. та з 23,6% до

---

<sup>1</sup> розраховано автором за даними таблиці Додатку Б

52,6% відповідно)<sup>2</sup>. В період з 2001 по 2006 рр. дана тенденція збереглася у Польщі, Естонії.

Таблиця 1.1

**Загальні показники зовнішнього боргу Болгарії \***

на кінець звітнього періоду

Показники	Роки				
	2002	2003	2004	2005	2006
Зовнішній борг, млн. євро	10768,9	10640,6	12658,5	15089,6	19669,9
В тому числі:					
- державний гарантований зовнішній борг, млн. євро	7960,6	7047,9	6585,2	5163,6	4500,6
- приватний негарантований зовнішній борг, млн. євро	2808,3	3592,7	6073,2	9925,9	15169,3
% до ВВП					
Зовнішній борг	65,0	60,1	63,8	69,0	78,4
Державний гарантований зовнішній борг	48,1	39,8	33,2	23,6	17,9
Приватний негарантований зовнішній борг	17,0	20,3	30,6	45,4	60,4
Короткостроковий зовнішній борг	9,1	8,6	12,3	17,2	24,0

\* Джерело: Переклад автора, за даними Болгарського національного Банку ([www.bnb.bg](http://www.bnb.bg))

Показники державної зовнішньої заборгованості Чехії в даний період характеризуються оберненою тенденцією до зростання питомої ваги державного сектору до 20,3%<sup>3</sup> та зменшення недержавного до 79,7% у загальному обсязі зовнішнього боргу. Зазначимо, що більш динамічно відбуваються зміни у структурі кредиторів у більш розвинених країнах зазначених регіонів.

Особливістю формування державного боргу Вірменії є швидке і значне накопичення зовнішньої заборгованості. Дохідна частина бюджету Вірменії приблизно на 1/3 залежить від зовнішніх джерел фінансування. Державний бюджет формується з урахуванням запозичень на зовнішньому ринку. Головною проблемою залишається неефективне використання коштів, що направляються на фінансування поточних витрат, на поповнення резервного

<sup>2</sup> розраховано автором за даними таблиці Додатку В

<sup>3</sup> розраховано автором за даними таблиці Додатку Б



фонду Центрального Банку Вірменії та на консультативні послуги. Лише приблизно третина коштів направляється в економіку.

Відмінною рисою формування державного боргу в Чехії є наявність бездефіцитного державного бюджету до 1995 року, що зводився з перевищенням доходів над витратами завдяки сталому розвитку виробництва. У 1996 року негативне сальдо складало 5% витрат бюджету. У 1998 році загальний державний борг становив 34,4% доходів центрального бюджету. На сьогодні залишається тенденція до збільшення державного боргу Чехії, зокрема його зовнішньої частини. За даними Чеського Національного банку за станом на кінець 2006 року зовнішній борг країни складав 38 % ВВП. Даний показник лише наближається до критичного рівня, але проблемою є швидкі темпи його зростання [43].

Таблиця 1.2

**Валютна структура зовнішнього боргу Болгарії, % \***

Валюти	2004				2005				2006			
	III	VI	IX	XII	III	VI	IX	XII	III	VI	IX	XII
Євро	47,1	48,4	56,2	59,5	65,2	64,8	68,7	73,4	76,6	78,2	79,5	78,3
Долар США	39,8	38,9	32,1	28,1	23,7	24,4	20,7	18,4	15,8	14,4	12,8	12,1
Інші	13,1	12,7	11,7	12,5	11,1	10,8	10,6	8,2	7,6	7,4	7,8	9,6
Всього	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

\* Джерело: Переклад автора за даними Болгарського національного Банку ([www.bnb.bg](http://www.bnb.bg))

Болгарія з 1992 по 2001 рік відносилася до групи країн з великою заборгованістю (Додаток А). Особливістю є стрімке зростання внутрішнього державного боргу, чому сприяло кількарразове переоформлення у державний борг заборгованості державних господарюючих підприємств. Один з показників боргового навантаження (відношення зовнішнього боргу до ВВП) в останні три роки перевищує критичний рівень, що вказує на наявність тенденції до погіршення ситуації на ринку зовнішньої заборгованості даної країни (див. табл. 1.1).

Одним із елементів регулювання є валютна структура зовнішнього державного боргу. У Болгарії основний відсоток належить євро, з переважною тенденцією останніх років до збільшення частки даної валюти (див. табл. 1.2).

Характеристикою боргової практики даної країни є стрімке зростання платежів за зовнішнім державним боргом у 2003-2005 рр. (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

**Платежі за зовнішнім державним боргом Болгарії \***

млн. євро

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Обслуговування валового зовнішнього боргу *	1263,5	1684,5	1403,1	1333,4	2621,1	5766,8	4043,4
з них:							
державний сектор **	987,1	1355,6	995,6	737,2	1473,9	2450,9	1123,6
приватний сектор ***	276,3	329,0	407,6	596,2	1147,2	3315,9	2919,8
Обслуговування валового зовнішнього боргу (% від ВВП)	9,2	11,1	8,5	7,5	13,2	26,4	16,1

\* Джерело: Міністерство Фінансів, Болгарський народний банк, торгові банки, місцеві компанії

\*\* Джерело: торгові банки, місцеві компанії

\*\*\* Фактичні платежі. Дані розраховані за середньомісячним курсом на відповідні валюти

Характерні зміни відбувалися у державній заборгованості Білорусії. За даними таблиці 1.4. за період з 2003 по 2004 рр. суттєво зросла внутрішня державна заборгованість за рахунок збільшення емісії державних цінних паперів та зменшилася зовнішня заборгованість. Дана країна за даними Світового Банку з 1994 по 2005 рр. характеризується як країна з малою заборгованістю (Додаток А), чому сприяла боргова політика направлена на відсутність або незначну частку зовнішніх позик. Негативними характеристиками державного боргу Білорусії є слабка диференціація кредиторів, основними з яких є Росія, Європейський банк Реконструкції та

розвитку, Німеччина і значна частка кредитів, що були отримані під гарантії уряду.

Таблиця 1.4

**Державний борг Білорусії \***

Показники	01.01.2003 р.	01.01.2004 р.
Внутрішній борг, млрд. руб	1 663,60	2 163,80
позики	604,6	880,6
державні цінні папери	565	887,9
інші	494	395,3
Зовнішній борг, млн. дол. США	813	757,4
кредити Уряду	389,7	351,4
кредити під гарантії Уряду	423,3	385
інші	0	21
Зовнішній борг за строками погашення, у тому числі		
короткострокові позики	0	21
середні - і довгострокові позики	813	736

\* Джерело: За даними Білоруського Національного банку ([www.bnb.bg](http://www.bnb.bg))

Ретроспективний аналіз боргової практики показує зародження системи регулювання державного боргу та поетапність формування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, теоретичне обґрунтування якого ми наводили у пункті 1.1. першого розділу дисертаційної роботи.

Ми виділяємо три етапи формування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу в країнах:

1. Кризовий етап – формування елементів механізму регулювання державного боргу. На даному етапі боргова політика країн спрямована на здійснення та обслуговування позик міжнародних фінансових організацій.

2. Етап становлення та розвитку – формування та розвиток зв'язків між елементами механізму регулювання державного боргу. Функціонування елементів механізму регулювання підпорядковано поточним потребам у сфері державних витрат. Боргова політика орієнтована на короткострокову

перспективу, вирішення поточних проблем дефіцитності державного бюджету. Початок становлення інфраструктури. Вироблення стратегічного підходу у сфері державних запозичень.

3. Етап вдосконалення – це етап майбутнього, перспективного розвитку подій, що має передбачати:

- становлення зв'язків між елементами механізму регулювання державного боргу та складовими фінансової системи;
- координацію операцій на ринках внутрішніх та зовнішніх боргових зобов'язань;
- вироблення процедур управління ризиками, пов'язаними зі структурою державного боргу.

Базові елементи механізму регулювання державного боргу починають формуватися з моменту здійснення першої державної позики. Так, у Росії вперше зовнішня державна позика була здійснена у 1769 році. Система управління державним боргом, що набула розвитку з того часу, здійснила вплив на розвиток боргового ринку багатьох пострадянських країн, зокрема Росії та України.

Боргова політика є елементом фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, формування якого базується на поєднанні історичної практики здійснення державних запозичень з сучасною стратегією розвитку держави. Зокрема боргова політика дореволюційної Росії мала наступні характерні риси:

- орієнтація на внутрішні запозичення, з переважанням облігаційних позик;
- використання позик на конкретні, вузько направлені цілі (фінансування потреб залізничного транспорту);
- здійснення переважно довгострокових та безстрокових позик;

- орієнтація на задоволення інтересів усіх верств суспільства за рахунок диференціації умов випуску та розміщення державних цінних паперів [166, с. 17].

На сьогодні боргова політика Росії направлена на скорочення і поступове припинення зовнішніх державних запозичень. Подібної спрямованості боргової політики дотримується і Казахстан, внутрішній борг якого складає 90 % загальної суми заборгованості. Для покриття бюджетного дефіциту у даній країні використовуються внутрішні позики та кредити міжнародних організацій. Особливістю боргової стратегії Казахстану є відмова від випуску єврооблігацій та спрямування заходів на скорочення зовнішнього та гарантованого державного боргу [44].

Прикладом діаметрально протилежних напрямів сучасній борговій політики Росії та Казахстану служить Японія. Більше половини державного боргу Японії складають облігації внутрішньої державної позики, які протягом десятиріч є одним із головних інструментів покриття бюджетного дефіциту. Внутрішній борг Японії залишається одним з найбільших серед розвинених країн. Його величина на кінець липня 2006 року складала 152 % ВВП. Тому основним завдання боргової політики є зменшення розмірів внутрішнього боргу, що передбачає скорочення випуску цінних паперів з 29,97 трлн. єн (близько 250 млрд. дол. США) до 27 трлн. єн (близько 220 млрд. дол. США) [204].

Відмінною особливістю боргової політики різних країн є підходи до її реалізації на інституціональному рівні, що у загальному виді поділяються на:

- виконання функцій управління державним боргом міністерством фінансів;
- розподіл функцій управління державним боргом між міністерством фінансів та центральним банком.

За даними підходами реалізація боргової політики базується на основі традиційних інститутів державного управління. Однак останнім часом у

світовій практиці широке застосування набула практика делегування повноважень по регулюванню державним боргом незалежним органам – агентству з управління державним боргом, що підзвітне міністерству фінансів.

Векторність боргової політики визначає боргова стратегія, яка, наприклад, за часів Царської Росії була направлена на просування російських боргових цінних паперів за кордоном та розвиток інфраструктури боргового ринку.

Боргова стратегія сучасної Латвії має специфічні особливості і спрямована на побудову ефективного боргового менеджменту, що має поєднувати в собі забезпечення фінансовими ресурсами за найменшими цінами та страхування фінансових ризиків за умови стабільності і цілісності фінансової системи. Борговий менеджмент даної країни включає дві складові: управління борговим портфелем та управління державними запозиченнями [207, с. 3]. В останні роки менеджмент боргового портфелю має на меті забезпечення його оптимальної структури з пріоритетним визначенням та врахуванням фінансових ризиків (валютного, процентного, ліквідності та боргового рефінансування), контроль відповідності законодавчо закріпленим межам зростання державної заборгованості. В результаті у довгостроковому періоді має бути досягнутий баланс між вартістю фінансових ресурсів і передбаченням фінансових ризиків. Особлива увага в рамках менеджменту боргового портфелю приділяється валютному складу, строкам, структурі відсоткових ставок. Елементом вдосконалення боргового менеджменту в Латвії є використання фінансових деривативів: валютні форварди, процентні форварди, процентний своп, готівковий своп, валютний своп. Менеджмент запозичень базується на наступних принципах:

- залучати фінансові ресурси у відповідності до фінансових потреб;
- підтримувати ліквідний резерв фінансових ресурсів з метою своєчасної сплати державних зобов'язань.

Наступним елементом, що чітко простежується ще в системі регулювання державним боргом Царської Росії є контроль. Основні наглядові функції були покладені на незалежний від Міністерства фінансів орган - „Раду державних кредитних поставлень”, що розглядав і формував висновки щодо кредитів, здійснював перевірку законності операцій, складав звіт для государя [191, с. 67].

Зазначимо, що на сьогодні, ідея утворення незалежного органу управління державним боргом актуалізується і набирає поширення у зв'язку з необхідністю координації цього процесу. Питання організаційної структури та зв'язків з державними органами відділів управління державним боргом вирішується у кожній країні у відповідності з її потребами та особливостями боргової ситуації. Наприклад, в Бразилії, Іспанії наявність значної частки зовнішньої заборгованості приватного сектору зумовили розташування статистичного відділу управління зовнішнім боргом у центральному банку.

Досить поширеною є практика створення координаційного комітету вищого рівня. Так, у Бразилії управління державними запозиченнями здійснює національна рада з грошово-кредитної політики під керівництвом міністра фінансів, яка включає представників міністерств планування, праці, соціального забезпечення, промисловості і торгівлі.

У розвинених країнах операції з обслуговування державного боргу: підготовка документів з продажу нових випусків державних цінних паперів, вивчення кон'юнктури ринку позичкових капіталів, розміщення позик серед кредиторів, виплата і нарахування процентів, здійснюють спеціальні підрозділи міністерства фінансів (в США – спеціальні бюро державного боргу міністерства фінансів, в Англії – особливий відділ міністерства фінансів). Особливістю США є виконання всіх поточних операцій по управлінню державним боргом Федеральною Резервною Системою (ФРС),

яка виступає як фінансовий агент та депозитарій для Міністерства фінансів США.

Як елемент вдосконалення інституційної складової механізму регулювання державного боргу у країнах, що розвиваються можна назвати приклад Польщі, що планує створити агентство управління ризиками державного боргу.

Позитивним моментом системи регулювання державного боргу дореволюційної Росії був достатній розвиток інформаційного забезпечення. Дані про обсяги державного боргу царської Росії, зокрема зовнішнього, були доступні для інвесторів та аналітиків [191, с. 69].

Відмінною рисою регулювання державного боргу дореволюційної Росії була практика розробки звичайного та надзвичайного бюджету. Надзвичайний бюджет формувався з надходжень від зовнішніх та внутрішніх позик, сум, перенесених з фонду Казначейства, внесків у Державний Банк, великих одноразових надходжень від спеціальних капіталів, продажу державної власності, сум, що повернені приватними залізничними спілками в погашення державних позик. Кошти надзвичайного бюджету використовувалися на фінансування будівництва залізничних доріг, портів, на військові потреби, погашення безпроцентного боргу та ін. [191, с. 69].

Подібна система формування державного бюджету застосовується сьогодні у Великобританії. Державний бюджет даної країни складається з 2 частин: Консолідованого фонду, який включає поточні надходження коштів та їх витрачання і Національного фонду позик, до якого входять доходи та витрати держави, пов'язані з рухом капіталу. Основна частина витрат фінансується з Консолідованого фонду, який формується з податкових і неподаткових надходжень. Дефіцит Консолідованого фонду покривається за рахунок позик Національного фонду позик, в результаті збільшується державний борг на суму позички. Перевищення доходів над витратами



Консолідованого фонду зараховується в дохідну частину Національного фонду позик. Дохідна частина Національного фонду позик формується за рахунок відсотків, які надходять від державних корпорацій і місцевих органів влади як плата за кредит, частини прибутку Банку Англії, коштів деяких спеціальних фондів. Витрати національного фонду позик включають відсотки по державному боргу і його управлінню, довгострокові кредити на капітальні вкладення державним корпораціям і місцевим органам влади [96].

У сучасній Росії дана практика знайшла часткове відображення у створенні „фінансового резерву” для фінансування боргових виплат.

За часів Радянського Союзу, характерними рисами боргової практики були своєчасне погашення та обслуговування зовнішніх боргів та переважання внутрішньої складової у сумі загальної заборгованості. Основними факторами радянської дійсності, що вплинув на формування системи управління державним боргом у пострадянських країнах, була відсутність досвіду подолання боргових криз та застосування сучасних методів врегулювання державної заборгованості.

Одним із питань боргового планування є встановлення співвідношення між внутрішнім і зовнішнім боргом, підходи до якого мають відмінності у різних країнах. Так, Росія має намір сплатити повністю зовнішні і борги і не здійснювати у подальшому запозичення на зовнішньому ринку. Прикладом країни, що запровадила такий підхід у борговій практиці є Нова Зеландія, яка ще у 1994 році, згідно прийнятої програми, розрахувалася за зовнішніми зобов'язаннями [163, с. 56]. Для України даний досвід є неприйнятним через нерозвиненість інфраструктури та інструментів внутрішнього ринку облігацій.

В країнах з розвинутою ринковою економікою боргове планування органічно поєднане та здійснюється на основі єдиної методології з бюджетним та макроекономічним плануванням. Розробка та прийняття середньострокових програм запозичень (3-5 років) є невід'ємною складовою

сфери управління державним боргом.

Система планування в США передбачає проектування майбутньої заборгованості на декілька років. Наприклад, у федеральному бюджеті 2002 року на термін з 2002 по 2004 рр. був спроектований дефіцит у розмірі 1,288 трлн. дол. США [206]. При формуванні прогнозів, для урахування відхилень, беруться до уваги наступні фактори:

- зміни економічного характеру (неочікуваний спад в економіці);
- зміни політичного характеру (зменшення податків, додаткові витрати).

За період з 2002 по 2004 рр. 49 % коливань прогнозованої величини дефіциту відбувалося за рахунок економічних і технічних переоцінок, 29 % - через звільнення від сплати податків, 22 % - через військові заходи [206].

Зазначимо, що уряд США здійснює проектування величини федерального боргу на довгострокову перспективу. Так, згідно прогнозів, що розроблені в „Аналітичних перспективах”, при нормальному стані економіки та беззмінності політичної спрямованості країни, відношення федерального зовнішнього боргу до ВВП у 2075 році досягне 249 %, що майже у чотири рази перевищує критичний рівень даного показника [205].

У країнах, що розвиваються та колишніх країнах Радянського Союзу система і механізми планування характеризуються наявністю окремих елементів і відсутністю єдиної системи планування державних запозичень. В результаті вирішення поточних соціальних та економічних завдань не враховуються структурні особливості і графіки розрахунків за державними зобов'язаннями. Прикладом подібних ускладнень є наявність піків платежів за зовнішнім боргом Росії, України.

Удосконаленням боргового менеджменту в Росії в останній рік є врахування параметрів боргової політики при формуванні проекту федерального бюджету і проектів програм внутрішніх і зовнішніх запозичень, з визначенням і обґрунтуванням Міністерством фінансів цілей

останніх. До 2007 р. боргова політика РФ була направлена на нарощування внутрішнього державного боргу, з метою заміщення зовнішнього державного боргу. Сучасна боргова стратегія Росії передбачає збільшення державного внутрішнього боргу лише з метою реструктуризації існуючих зобов'язань та фінансування поточних потреб. Згідно прогнозів Міністерства фінансів РФ, що розробляються на три роки, державний борг з 2007 року у номінальному вираженні буде збільшуватися (2008 р. – 3,03 трлн. руб, 2009 рік – 3,246 трлн. руб. ), а у відношенні до ВВП – зменшуватися (2008 рік – 9,16%, 2009 рік – 8,71%). Одним із напрямів сучасної боргової політики Росії є зміна структури державного боргу за наступною схемою:

- здійснення дострокового погашення зовнішнього державного боргу Парижському клубу кредиторів;
- 2007 рік – обсяг внутрішнього боргу буде складати 46,5 % від загального обсягу державного боргу, обсяг зовнішнього боргу – 53,5%;
- 2008 рік – обсяг внутрішнього боргу – 52,8 % від загального обсягу державного боргу , обсяг зовнішнього боргу – 47,2 % відповідно;
- 2009 рік – обсяг внутрішнього боргу – 57,4 % від загального обсягу державного боргу, обсяг зовнішнього боргу – 42,6 % відповідно [141].

У деяких країнах до заходів регулювання державного боргу відносяться законодавче встановлення лімітів заборгованості. Так, у США у 1917 році було започатковано практику обмеження зростання боргу. Однак, з причин здебільшого політичного характеру, дані ліміти підлягали вимушеному частковому перегляду у бік збільшення, що спричиняло негативні наслідки через призупинення роботи Казначейства по розміщенню векселів і продажу облігацій. Встановлення максимального обсягу дефіциту федерального бюджету на кожен фінансовий рік створює умови для цілеспрямованого управління боргом.

Серед постсоціалістичних країн, законодавчо встановлені ліміти не лише державної, а й місцевої заборгованості наявні у республіці Казахстан.

У зазначеній країні в законі „Про державні запозичення та борг” подані визначення:

- „ліміт боргу уряду” - запланована у республіканському бюджеті на відповідних рік сума отриманих і непогашених позик уряду, яку не має перевищувати фактичний борг уряду на кінець фінансового періоду;

- „ліміт зовнішнього боргу Національного Банку Республіки Казахстан” - запланована фіксована сума отриманих і непогашених зовнішніх позик Національного Банку, яку не має перевищувати фактичний зовнішній борг Національного банку на кінець фінансового року (50% чистих золотовалютних активів банку, крім випадків залучення Національним Банком програмних позик від міжнародних фінансових організацій);

- „ліміт боргу місцевого виконавчого органу” – запланована у місцевому бюджеті на відповідний рік сума отриманих і непогашених позик місцевого виконавчого органу, яку не має перевищувати фактичний борг місцевого органу на кінець звітного періоду.

Ще одним прикладом законодавчого обмеження розмірів державного боргу є Білорусія, яка встановлює обмеження на зростання внутрішнього державного боргу. Зокрема, у державному бюджеті на 2007 рік обмежується приріст державного внутрішнього боргу на рівні 3 % від ВВП.

В інших країнах (Франція, Великобританія, Німеччина) відсутні обмеження на абсолютний розмір державного боргу, але підконтрольним є показник приросту його за рік, тобто різниця між сумою випущених і погашених в даному році позик. Так, у Німеччині вказаний приріст не може перевищувати об’єму передбачених в даному році асигнувань на капітальні вкладення в федеральному бюджеті і бюджеті земель. Боргова політика у Великобританії передбачає дотримання 2 основних правил:

- „золоте правило” – уряд робить позики тільки для того, щоб інвестувати їх у певні сектори економіки, а не витратити;

- „правило стабільного інвестування” – відношення суми внутрішнього державного боргу до ВВП протягом економічного циклу має утримуватися на стабільному рівні 30% [96].

Складовою поелементної структури фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є методи управління державним боргом. У дореволюційній Росії використовувалися наступні їх види:

- погашення державного боргу за рахунок продажу державного майна;
- обмін частини державного асигнаційного боргу в облігації внутрішньої державної позики.

Методи регулювання державного боргу сформувалися за допомогою гнучкої співпраці країн-дебіторів і країн-кредиторів за тривалий період світової боргової практики. Проаналізуємо світовий досвід регулювання державної заборгованості з метою підбору ефективних способів погашення вітчизняних боргів.

Одним із способів врегулювання проблем із державним боргом є реструктуризація боргових зобов'язань, що направлена на мінімізацію втрат кредиторів та забезпечення виконання зобов'язань позичальником за рахунок зменшення тягаря боргу. Параметри реструктуризації є індивідуальними для кожної країни, з деякими спільними особливостями чи закономірностями.

Реструктуризації підлягають як внутрішні так і зовнішні запозичення. Зазначимо, що перші є переважно примусовим заходом, що забезпечується значною регулюючою роллю держави в економіці багатьох країн. Так, даний метод був застосований в Аргентині для врегулювання внутрішньої заборгованості перед пенсійними фондами. В результаті було здійснено обмін урядових зобов'язань і відсотків за ними на нові, скориговані на рівень інфляції, строком на 42 роки, із щорічною відсотковою ставкою 5,96 % [97].

Реструктуризація є основним методом управління державним боргом, що використовується останнім часом у Молдавії. Зменшення величини

зовнішнього боргу досягла Молдавія за рахунок реструктуризації у 2006 році державного боргу перед Росією та США на умовах Паризького клубу кредиторів. Остання угода передбачала реструктуризацію двосторонніх зовнішніх боргів Молдавії перед країнами - членами клубу на суму близько 150 млн. дол. Реструктуризація платежів по 30% буде відбуватися на основі Х'юстонських умов: борги за офіційною допомогою на розвиток протягом 20 років, з відстрочкою 10 років; комерційні борги – на 15 років з 5-річною відстрочкою з прогресуючою сплатою за відповідним ринковим курсом; інші 70% боргів будуть погашатися протягом 3 років [180].

Реструктуризація, як традиційний метод управління державним боргом набула розповсюдження і в країнах ЦСЄ. Зокрема Польща здійснювала реструктуризацію шляхом викупу боргів та обміну на облігації Брейді у відповідності з планом Брейді, що покращило умови обслуговування і погашення заборгованості.

Метод сек'юритизації зовнішнього боргу, на одному з етапів еволюційного розвитку країни, був застосований у Болгарії, що дозволило зменшити величину заборгованості та покращити її структуру за рахунок збільшення частки довгострокових позик.

Конвертація як метод управління державним боргом була застосована у Казахстані. Відбулася конвертація частини зовнішнього державного боргу у внутрішній через випуск похідних цінних паперів у національній валюті. Дані заходи направлені на підвищення доступності фінансових інструментів для інституційних інвесторів, скорочення валютних ризиків та відкритих валютних позицій Казахстану.

Поширеною практикою в процесі обслуговування державного боргу є використання приватизаційних програм. Так, суттєве зменшення зовнішнього державного боргу Словаччини, на 0,5 млрд. дол. США, пов'язане з проведенням ефективної приватизаційної політики [42].

В Угорщині половина прибутку від приватизації направляється на

погашення зовнішнього боргу, в Єгипті надходження від приватизації використовуються для реструктуризації зовнішнього боргу з метою зменшення відсоткових платежів [163, с. 57]. За даними Міністерства фінансів і Національного банку Угорщини за 1994-1998 рр. обсяг зовнішнього боргу скоротився з 27,8 до 20 млрд. дол., за рахунок погашення державного боргу коштами, отриманими від приватизації державного майна. Найбільші приватизаційні емісії державних облігацій здійснили також Італія, Пакистан, Індія, Іспанія.

Для деяких країн Центральної та Східної Європи необхідність термінового погашення значної зовнішньої заборгованості призвела до не вигідного продажу державних підприємств. Для врегулювання зовнішньої заборгованості Болгарія поновила практику приватизації за схемою „Брейді”, що передбачає продаж державної власності закордонним інвесторам чи проведення екологічних заходів міжнародного характеру в рахунок погашення зовнішньо державного боргу.

На нашу думку, використання зазначеної схеми „зовнішній борг - акції” в Україні призвело б до позитивного результату на першому етапі приватизації, коли держава володіла значним пакетом акцій підприємств. На сучасному етапі зазначена схема, у випадку її застосування, є прикладом неоптимального використання українських державних активів з огляду на можливе підвищення відносної ціни акцій українських компаній в найближчій перспективі. Використання більш дешевих засобів платежу за подальшого їх подорожання є неоптимальним і призведе до економічних втрат.

У світовій практиці застосовується метод списання боргів для країн з показниками боргового навантаження (відношення державного боргу до ВВП, відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, відношення зовнішнього державного боргу до експорту та ін.) більшими за їх критичний рівень. Прикладом застосування зазначеного методу у постсоціалістичних

країнах є угода між Росією та Афганістаном про списання заборгованості останньої на суму 10 млрд. дол. Схеми повного або часткового списання з боку зовнішніх кредиторів застосовувалися по відношенню до Болгарії, Польщі, Сербії та Чорногорії.

Світовий досвід показує, що у кінці 20 ст. сталися зміни у підході до визначення державних позик. Відбувся перехід від їх оцінки як вимушеного заходу заміни нестачі внутрішніх фінансових ресурсів до використання запозичень як ефективного джерела фінансування розвитку національних економік. Відповідно в індустріально розвинених країнах окремі елементи управління державним боргом еволюціонували до єдиної системи, що включає в себе багатоланковий механізм регулювання державним боргом.

Важливою тенденцією на міжнародному борговому ринку є зростання ролі державних цінних паперів. Можливість використання різних за видами інструментів, маневрування їх величиною та валютною структурою забезпечує витіснення міжнародного банківського кредитування фінансуванням за допомогою боргових цінних паперів. Зокрема державний борг розвинених країн повністю сек'юритизований. Ця особливість впливає на функціонування системи обслуговування та погашення державної заборгованості, що являє собою систему заходів щодо обслуговування боргових цінних паперів різного строку погашення.

Для розширення ринку державних цінних паперів у розвинених країнах використовується спеціальний режим оподаткування, що передбачає звільнення відсоткового доходу за державними цінними паперами від податку чи його стягнення за меншими ставками. Так, у Англії не стягується податок по податковим сертифікатам. Від стягнення основного і додаткового прибуткового податку звільнені доходи по національним ощадним сертифікатам. У Німеччині від прибуткового податку звільнені доходи по облігаціям короткострокових позик федерального уряду. У США дохід по федеральним позикам звільняється від оподаткування прибутковим



податком. Подібні заходи забезпечують зменшення витрат на обслуговування внутрішнього державного боргу через стримання зростання відсоткових ставок за державними цінними паперами.

Основною тенденцією на ринку облігацій країн, що розвиваються, за матеріалами Financial Times (переклад Cbonds), є посилення ролі деривативів, що стали переважним методом хеджування ризиків. Причина цього - скороченні обсягів пропозиції облігацій через зміну боргової політики деяких країн, що розвиваються, зокрема Бразилії, Мексики, Колумбії, Венесуели та Росії. Дані країни достроково викуповують свої зовнішні борги або здійснюють обмін їх на місцеві валюти. Одним із видів кредитних деривативів є кредитні свопи (credit default swaps, CDS) подібні до страхових контрактів за якими відбувається сплата за облігаціями у випадку дефолту або використовуються як інструмент хеджування ризиків чи для спекулятивних операцій з облігаціями, що лежать в основі даних деривативів. Популярність отримують і складні деривативи – певні синтетичні структури – забезпечені боргові зобов'язання (collateralized debt obligations, CDO), що являють собою змінені структури інших кредитних деривативів [2].

**Висновки до першого розділу.** За результатами проведеного дослідження можна сформулювати наступні висновки:

1. Важливим інструментом реального впливу на раціоналізацію управління рухом фінансових ресурсів і формування фінансових відносин, які виникають в процесі реалізації заходів активної чи пасивної політики на ринку державних запозичень, оптимізації структури державного боргу має стати фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу.

2. У широкому розумінні фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу - це система фінансово-економічних методів, прийомів, важелів з управління фінансовим забезпеченням заходів економічної політики у поєднанні з відповідним правовим, нормативним та

інформаційним забезпеченням. Механізм регулювання державного боргу - це комплекс заходів регуляторного характеру, що застосовуються державою у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень, з метою їх ефективного залучення, використання та обслуговування. З погляду постадійної структури фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу складається з наступних елементів: суб'єкт та об'єкт регулювання, функції, цілі, принципи та форми. Сутність фінансово-економічного механізму регулювання проявляється через його поелементну структуру, з погляду на яку до його складу входять: боргова політика, боргове планування і прогнозування, погашення і обслуговування боргу, облік і оцінка державних запозичень, контроль за використанням запозичених коштів, методи управління державним боргом, фінансові важелі, інформаційне, правове і нормативне забезпечення. Основу функціонування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу необхідно будувати на законодавчо визначених та закріплених, науково обґрунтованих принципах: комплексності та цілісності, доцільності, гнучкого реагування, безперервності контролю, стабілізації боргу, скорочення, упорядкування заборгованості, ефективного використання запозичених коштів. Цілі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, відповідно до сучасної вітчизняної боргової ситуації поділяються на три групи: оперативні, тактичні і стратегічні. Основними функціями, що виконує фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу, є регуляторна та алокаційна.

3. Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу базується на борговій політиці, яка є основним елементом його системи і функціонує базуючись на принципах: повнота та своєчасність виконання зобов'язань, мінімізація вартості боргових зобов'язань, збереження обсягу прямих та умовних зобов'язань на економічно безпечному рівні з урахуванням всіх можливих ризиків. В умовах зростання витрат на

обслуговування державного боргу, розробка і впровадження засад боргової політики має відбуватися у тісному зв'язку і узгодженістю з фіскальною політикою держави, що надасть можливість збалансувати економіку країни та зменшити навантаження на бюджет.

4. В період трансформаційної економіки посилюється роль боргового планування і прогнозування, як елемента системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. До головних функцій боргового прогнозування належать: кількісний та якісний аналіз тенденцій розвитку світового та національного фінансових ринків; аналіз боргових процесів і тенденцій на ринку державних боргових зобов'язань; оцінка і передбачення боргових проблем; виявлення можливих перспектив зміни стану та структури державного боргу. Боргове планування є важливим засобом регулювання державного боргу через використання системи прийомів по врегулюванню переміщення фінансових ресурсів між позичальником та кредитором, з урахуванням фінансових можливостей держави та прогнозних оцінок її економічного розвитку.

5. Правове і нормативне забезпечення державних запозичень і боргових зобов'язань, як елемент механізму регулювання державного боргу, характеризується відсутністю єдиної, комплексної системи правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення, використання та погашення державного боргу. Для формування цілісної законодавчої бази щодо основних положень організації та реалізації вітчизняної боргової політики необхідно прийняти Закон „Про Державний борг України” та середньострокову програму регулювання державного боргу.

6. Державний борг, як об'єкт регулювання – це сукупність специфічних рис, властивостей та системних елементів, що підлягають впорядкуванню у відповідності з нормами та плановими завданнями фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. Вивчення даних особливостей

дозволяє моделювати різноманітні фінансові зобов'язання і змінювати зміст елементів структури та системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відповідно до вимог економічної ситуації, зокрема розгляд видів державного боргу, критеріїв та особливостей його класифікації дозволяє зробити наступні пропозиції:

- регулювання співвідношення між внутрішнім та зовнішнім боргом для оптимізації структури державного боргу необхідно застосовувати поступово у бік зменшення зовнішньої частини з урахуванням динаміки валютного курсу та оцінкою паритету процентних ставок на вітчизняному та міжнародному фінансових ринках;

- чіткий поділ боргових зобов'язань за різними категоріями власників дозволить розробити ефективну прогнозу боргову політику з визначенням стану попиту і пропозиції на боргові інструменти;

- регулювання та коригування боргових зобов'язань за строками користування має здійснюватися залежно від етапу економічного розвитку і дозволить забезпечити рівномірний графік погашення заборгованості.

Для більш повного розкриття сутності категорії „державний борг” з точки зору його регулювання необхідно доповнювати класифікацію функцій відповідно із змінами боргової політики держави. Актуальним на сьогодні є теоретичне осмислення функції економічної стабілізації та функції оптимального розподілу ресурсів.

7. Вивчення та адаптоване застосування зарубіжного досвіду управління державним боргом буде сприяти пошуку ефективних шляхів забезпечення еволюції вітчизняного процесу регулювання державного боргу до єдиної системи, що включає в себе уніфіковані та багатоланкові елементи та передбачає проведення зваженої політики переходу до застосування методів активного управління з метою скорочення витрат на обслуговування державного боргу. У механізмі формування державного боргу різних країн простежуються специфічні риси та особливості цього процесу, однак можна

виділити загальну еволюційну схему за якою відбувається накопичення зобов'язань і загальні методи та інструменти врегулювання заборгованості, що є результатом накопиченого світового досвіду вирішення боргових проблем, а саме: кризовий етап; етап становлення та розвитку; етап вдосконалення.

Базуючись на дослідженні зарубіжної практики врегулювання боргової проблеми ми виділяємо наступні напрями удосконалення механізму регулювання державного боргу:

- визначення та законодавче закріплення напрямку боргової стратегії, зокрема щодо співвідношення внутрішньої та зовнішньої складової державних запозичень;

- здійснення боргового планування в органічному поєднанні та на основі єдиної методології з бюджетним та макроекономічним плануванням;

- розробка та законодавче затвердження ліміту приросту за рік окремо державного внутрішнього та державного зовнішнього боргів в абсолютному вимірі та у співвідношенні до основних макроекономічних показників розвитку економіки країни;

- розробка та впровадження середньострокової програми регулювання державного боргу як елемента будови ефективної системи планування державної заборгованості;

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у розділі 1 дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях [63, 66, 67, 69, 70, 120].

## **РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЇ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ**

### **2.1. Еволюція структури та механізму регулювання зовнішнього державного боргу**

В період становлення України як незалежної держави гостро відчувається нестача власних ресурсів для реформування національного господарства. Недостатній розвиток ринку державних запозичень та слабкість його ресурсної бази змушують звертатися до зовнішніх джерел мобілізації коштів для фінансування дефіциту бюджету, стабілізації грошово-кредитної системи, поповнення валютних резервів центрального банку, підтримки і врівноваження платіжного балансу.

Залучення запозичених коштів, з одного боку, є джерелом фінансування структурних реформ української економіки, з іншого, є передумовою виникнення державного боргу. За умов виваженої політики у сфері використання зовнішніх запозичень додатково залучені кошти справляють позитивний ефект на національну економіку. Вони дозволяють збільшити сукупні витрати при нижчому рівні національного доходу та обсяги інвестицій, що не забезпечуються внутрішніми заощадженнями. Але в процесі обслуговування зовнішнього боргу відбувається вилучення ресурсів із внутрішнього обігу та передача частини національного продукту у власність інших держав. Також до негативних наслідків впливу зовнішньої заборгованості в результаті сплати відсотків за кредити належать і загострення соціальних проблем суспільства, яке виникає внаслідок

зменшення державних видатків, і спадання економічної активності, спричинене збільшенням податків.

На сьогодні ринок зовнішніх державних запозичень характеризується загостренням проблеми обслуговування зовнішнього державного боргу. Основної уваги, з огляду на середньострокову та короткострокову перспективу, вимагає не стільки зменшення боргового навантаження, скільки забезпечення своєчасних виплат по базовому боргу. Нераціональність і збитковість використання зовнішніх ресурсів, значні масштаби зовнішніх запозичень, короткі строки погашення позик обмежують можливості держави щодо проведення зваженої політики скорочення зовнішньої заборгованості. Саме тому набувають актуальності питання утримання обсягу державного зовнішнього боргу, платежів з його обслуговування і погашення в економічно безпечних межах та оптимізації структури зовнішніх зобов'язань держави.

Історія зовнішніх державних запозичень України починається з 1992 року, коли відбулося перше залучення іноземних кредитів. Від першої практики здійснення зовнішніх позик до сьогодні Україна пройшла шлях від застосування пасивної стратегії управління державним боргом до визнання необхідності стратегічного менеджменту державної заборгованості.

У вітчизняній науковій літературі існує декілька підходів до визначення меж етапів утворення та еволюціонування державного боргу. Ми проаналізуємо періоди формування зовнішнього державного боргу, відокремимо їх за структурою заборгованості, факторами впливу на запозичення та заходами управління борговою залежністю. З'ясування даної специфіки та продовження періодизації є необхідною умовою для формування напряму розвитку елементів фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

Упродовж першого етапу з 1991 по 1993 р. фіскальна і монетарна політика держави характеризувалася як м'яка політика. Зовнішні

запозичення використовувалися переважно на поточні потреби, тобто на забезпечення стабільності грошово-кредитного ринку, підтримку державного бюджету та здійснення "критичного імпорту" (переважно енергоресурсів). Існуючий обсяг бюджетного дефіциту покривався за рахунок додаткової емісії грошей. Це призвело до падіння реального ВВП та гіперінфляції, яка у 1992 та 1993 роках досягла найбільшого в історії країни рівня - 2100 % та 10256 % відповідно [131].

Крім того, на початку існування України як незалежної держави можливість отримання значних кредитів на вигідних умовах (під невеликі відсотки) була обмежена через відсутність кредитного рейтингу молодій державі та її неналежність до міжнародних фінансових організацій. З цієї причини накопичення боргу здійснювалося за рахунок залучення позик інших держав і кредитних ліній, відкритих під гарантії уряду. Згідно з даними Міністерства фінансів за 1993 р., зовнішній державний борг зріс на 3228 млн. дол., тобто у 8 разів перевищив показник 1992 р., і склав на 01.01.1994 р. 3624 млн. дол.

Крім неконтрольованого надання значних масштабів урядових гарантій щодо іноземних кредитів (упродовж 1992-1994 рр. під гарантії уряду було залучено близько 1 млрд. дол.) на зростання зовнішнього боргу вплинуло прогресуюче збільшення заборгованості з імпорту (заборгованість за енергоносії перед Росією та Туркменістаном). Через врегулювання заборгованості перед Російською Федерацією величина зовнішнього боргу зросла на суму 2704 млн. дол.

Аналіз першого етапу показує, що утворення зовнішньої заборгованості тривало як несистемний процес з відсутністю погоджених дій у сфері зовнішніх запозичень.

Другий етап еволюції державного боргу (з 1994 по 1996 р.) проходив у період введення в обіг національної грошової одиниці, з чим пов'язаний перехід до жорсткої монетарної політики і, як результат, утримання інфляції.



На відміну від першого етапу, було припинено "емісійне" фінансування державного бюджету. Але разом з тим, проведення м'якої фіскальної політики та існування бюджетного дефіциту зумовили зростання державного зовнішнього боргу надто високими темпами. Загальна сума боргу за даний період зросла в 2,5 рази. Порівняно з 1994 р., у 1995 р. зовнішній борг виріс на 70% (на 3389 млн. дол.). За даними Міністерства фінансів, на кінець 1995 р. величина зовнішнього боргу складала 8017 млн. дол.

На початку 1994 р. відбулося значне накопичення прострочених зовнішніх платежів за довгостроковим боргом та імпортом енергоресурсів. Лише за угодою між Україною та Росією щодо надання кредиту у 1993 р., прострочені відсотки за користування позиками у 1993-1994 рр. і штрафні санкції за прострочення виплат становили близько 160 млн. дол. Причиною недостатньої ліквідності стала домінуюча роль бартеру в зовнішній торгівлі України з країнами СНД.

На додаток до продовження практики надання державних гарантій і зростання заборгованості за енергоносії, до причин збільшення величини зовнішнього боргу ввійшли кредити міжнародних організацій економічного розвитку. За даний період 35% зростання загальної суми зовнішнього боргу пов'язано з початком залучення коштів міжнародних фінансових організацій. Динаміка зміни частки кредитів МВФ та Світового банку у загальній сумі зовнішньої заборгованості відрізнялася прискореними темпами. Якщо у 1994 р. зазначена частка складала 10%, то у 1997 р. вона вже перевищувала 35 %.

Протилежна ситуація простежується у динаміці заборгованості перед Російською Федерацією. Протягом другого етапу частка боргу перед Росією у загальній зовнішній заборгованості держави скоротилася з 74,6 % у 1994 р. до 20,9 % у 1997 р.

Крім того, в 1995 р. Україна звернулася до нового джерела зовнішніх запозичень: випуску облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП). Вперше були випущені ОЗДП на суму 1155 млн. дол. в рахунок погашення

заборгованості перед РАО "Газпром".

Таким чином, на другому етапі тривав процес накопичення нового боргу та часткового погашення раніше отриманих позик. Ситуація на ринку державних запозичень потребувала врегулювання простроченої заборгованості, що вимагало вжиття заходів щодо регулювання державного боргу. З цією метою була проведена реструктуризація заборгованості перед Росією за одержані кредити у 1993 р., в результаті поліпшилася структура боргу за рахунок пролонгації строків повернення кредитів і встановлення більш тривалого пільгового періоду. З метою врегулювання прострочених боргових зобов'язань України заборгованість за енергоресурси перед Туркменістаном на суму 723,44 млн. дол. була реструктуризована у довгостроковий борг, а на суму 176 млн. дол. - у короткостроковий борг, який був повністю погашений у 1995 р.

Третій етап охоплює період з 1997 р. до 1998 р. Здійснення зовнішніх запозичень є одним із способів збалансування державних фінансів. Так, використання зовнішніх позик як джерела фінансування дефіциту Державного бюджету здійснювалося вже з 1995 р. Протягом 1997 р. для зазначеної мети Україною було залучено іноземних позик на загальну суму понад 2 млрд. дол., серед яких: від Світового банку - 1000,7 млн. дол., від Європейського співтовариства - 351 млн. дол., Ексімбанку Японії - 150 млн. дол.

У даний період спостерігалось зменшення обсягу кредитів від міжнародних фінансових організацій. За даними Міністерства фінансів, в результаті повільного темпу зростання економіки, наявність значного дефіциту державного бюджету держава від міжнародних фінансових організацій отримала лише 33% запланованої суми запозичень. З цієї причини розпочалося залучення зовнішніх комерційних позик через уповноважених агентів та під гарантію іноземних інвестиційних компаній, які частково компенсували недонадходження коштів, що планувалося

отримати на некомерційних умовах.

Звернення уряду до фідучіарних позик (залучення коштів на міжнародних ринках капіталу за допомогою великих банків світу шляхом випуску боргових зобов'язань) обумовлене відсутністю спеціальних програм, виконання яких пов'язують з наданням кредитних коштів (наприклад, міжнародні фінансові організації) та нижчою вартістю запозичень на зовнішніх ринках капіталу порівняно з їх ціною на внутрішньому ринку.

Протягом зазначеного терміну тривала практика залучення додаткових коштів за рахунок випуску короткострокових ОЗДП (9-12 місяців) на суму 750 млн. дол. США під 12 % річних та трирічних ОЗДП на суму 750 млн. нім. марок під 16 % річних і 500 млн. екю під 12 %. Необхідно відмітити, що даний період характеризувався високою доходністю облігацій державної позики та їх розміщенням на ринку з дисконтом, що призвело до зростання вартості даних запозичених коштів.

Певним досягненням третього етапу у сфері управління державним боргом вважають домовленість між урядами України та Росії, згідно з якою, починаючи з 1998 р. Україна в процесі обслуговування і погашення державного боргу не здійснює прямих платежів на користь Російської Федерації. Таким чином, близько 17% поточного державного зовнішнього боргу України не підлягає погашенню і обслуговуванню грошовими коштами. Останнє покращує показники бюджетного навантаження на Державний бюджет та обслуговування боргу до експорту.

Основною проблемою обслуговування державного зовнішнього боргу в даний період був низький рівень фінансового забезпечення платежів за зовнішніми позиками. Це пов'язано, в першу чергу, з недостатнім обсягом валютних коштів держави, у тому числі й обсягів валютних резервів центрального банку. За даними бюлетеня НБУ, на кінець 1998 р. валютні резерви НБУ склали 685,5 млн. дол., в той же час на кінець 1997 р. вони склали 2341,1 млн. дол. Крім того, в даний період мало місце негативне

сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу. У зв'язку з цим кошти від іноземних кредитів змушені були направляти на підтримку платіжного балансу. Через неефективність зовнішньоекономічної діяльності витрати валютних коштів країни перевищували їх надходження. Зазначені чинники ускладнювали обслуговування державного зовнішнього боргу, який ставав важким тягарем для Державного бюджету. На кінець даного етапу (кінець 1997 р.) зовнішній державний борг України досяг величини 10300 млн. дол.

Четвертий етап тривав з 1998 р. до кінця 1999 р. Після валютної кризи 1998 р. Україна різко скоротила залучення іноземних комерційних позик. На світовому ринку відбулося обмеження можливості запозичень через втрату довіри інвесторів до ринків, що розвиваються. Для країн, які перебували на стадії трансформації, у тому числі й Україна, ця кризова ситуація зумовила значне збільшення вартості запозичень та скорочення терміну надання позик. В даний період Україна зазнала значних труднощів з погашенням боргових зобов'язань. Виникла необхідність застосування комплексу заходів щодо скорочення темпів приросту державного боргу, який на 31.12.1998 р. вже складав 12,4 млрд. дол.

За даними Рахункової Палати України, у межах заходів щодо зменшення боргового навантаження в даний період була рефінансована позика, надана у 1997 р. банком "Chase Manhattan", внаслідок чого були зменшені витрати по обслуговуванню державного зовнішнього боргу на 81,7 млн. дол.

На п'ятому етапі (2000 рік) недостатнє наповнення Державного бюджету, скорочення експорту, девальвація національної валюти ускладнили вже існуючу проблему обслуговування державного зовнішнього боргу. Тому початок періоду характеризується загрозою настання стану неплатоспроможності країни. Зростання боргу відбувалося не лише за рахунок залучення нових позик, а й через збільшення витрат на

обслуговування зовнішнього боргу держави, які в 2000-2001 рр. досягли піку виплат. За даними Міністерства фінансів, в 2000 р. зазначені витрати становили 36,9% до доходів Державного бюджету (при критичному рівні - 40 %). Для порівняння, в 1999 р. дані витрати становили 18,8 % відповідно. В результаті виникла загроза економічній, а отже й національній безпеці України.

Таким чином, початковий етап вітчизняної боргової практики з 1992 року по 2000 рік характеризувався:

- відсутністю законодавчо визначених стратегії управління державним боргом, у тому числі нормативних актів щодо процедури реструктуризації державного боргу;
- відсутністю граничних критичних показників розмірів державного, зокрема зовнішнього, боргу;
- здійсненням економічно необґрунтованих і безконтрольних запозичень під державні гарантії та неефективних заходів до підприємств-позичальників щодо виконання ними фінансових зобов'язань за іноземними кредитами;
- відсутністю прогнозування платоспроможності країни, прорахування Урядом та Міністерством фінансів наслідків фідучіарних позик для економіки;
- припинення у 1999 році співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями (МВФ та МБРР) через невиконання Урядом та НБУ взятих на себе зобов'язань (більше року Україна не отримувала позик від міжнародних фінансових організацій).

Поряд з цим, 2000 рік став переломним моментом в динаміці економічного розвитку держави. Після фінансової кризи почалося поступове зростання макроекономічних та галузевих параметрів. На даному етапі Україна розпочала впровадження політики скорочення державного боргу. Зберігається позитивна тенденція до зменшення кредитів, що надавалися під

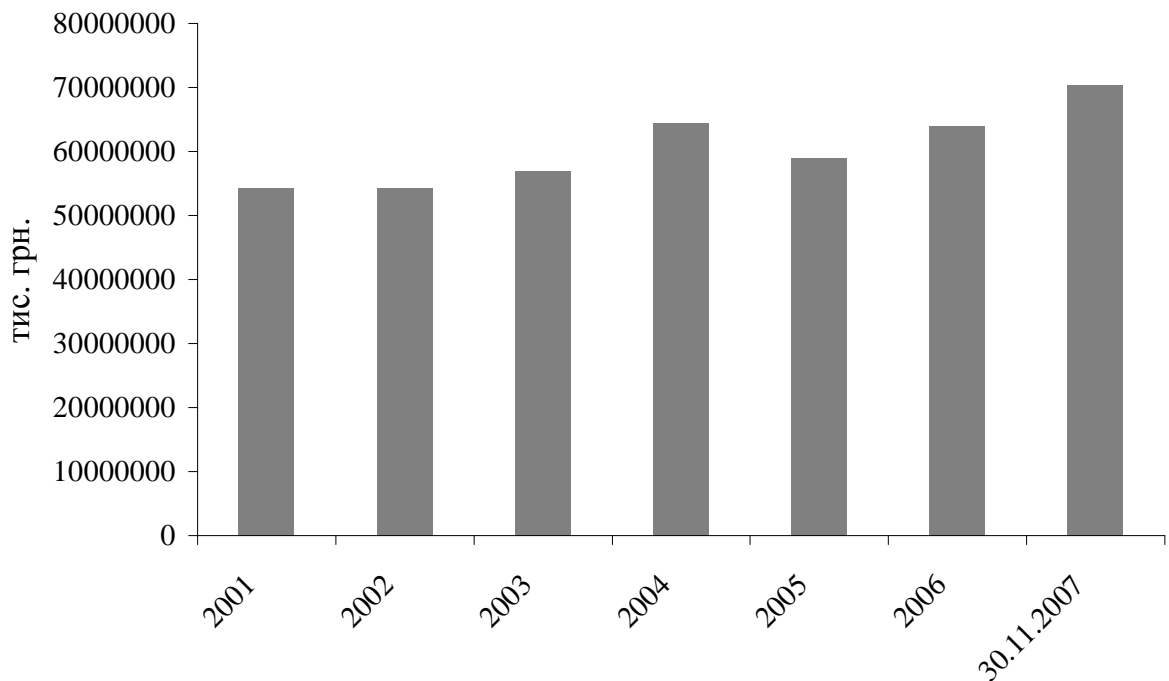
гарантію уряду. За даними Міністерства фінансів України в 1999 р. частка останніх склала 7,7 % в загальному обсязі зовнішніх боргів проти 100% у 1992 р. За січень-листопад 2000 р. зовнішній борг зменшився на 1,5 млрд. дол. і склав на 01.12.2000 р. 13,8 млрд. дол. Досягти зрушень у бік зменшення зовнішньої заборгованості вдалося через проведення реструктуризації зовнішнього боргу та взаємозаліку платежів з Російською Федерацією в рахунок погашення державного зовнішнього боргу України в сумі близько 1,1 млрд. дол. Крім того, зменшення витрат з погашення і обслуговування зовнішньої заборгованості на суму 206 млн. дол. було досягнуто за рахунок обміну єврооблігацій із погашенням у вересні 2000 р. на євробонди з більш тривалим терміном погашення.

Разом з тим, уряд України своєчасно здійснював погашення і обслуговування зовнішньої заборгованості міжнародним фінансовим організаціям. Зокрема, з середини вересня 1999 р. до середини грудня 2000 р. борг Міжнародному валютному фонду скоротився на 1,29 млрд. дол. і склав 1,82 млрд. дол.

Статистика державного боргу, за даними Міністерства фінансів України, (рис. 2.1) свідчить, що тенденція поетапного формування і розвитку державного боргу, що була закладена у початковий період вітчизняної боргової практики, продовжується.

Шостий етап, на нашу думку, належить до 2001 року. Характерною ознакою даного періоду був перехід від післякризового прискорення до стабільного розвитку. Початок даного етапу характеризувався відсутністю продовження реформ 2000 року, наявністю бюджетної незбалансованості, значних зовнішніх виплат, посиленням боргових проблем. Дефіцит бюджету на рівні 0,6% ВВП, зменшення темпів економічного зростання стали досягненнями 2001 року разом із скороченням державного зовнішнього боргу до 31,8% ВВП. У першому півріччі 2001 р. спостерігалось скорочення суми зовнішнього державного боргу. Зазначене зменшення відбулося за

рахунок погашення боргу по кредитах Світового Банку та погашення заборгованості по облігаціях, що були випущені внаслідок реструктуризації зовнішнього комерційного боргу в 2000-2001 рр.



**Рис. 2.1. Динаміка державного зовнішнього боргу України за 2001-2007 рр.**

На стан та структуру зовнішнього державного боргу у 2001 році вплинули наступні чинники:

- залік взаємної заборгованості між Україною та Росією на суму 98,7 млн. дол. США;
- зростання у два рази обсягів іноземних кредитів, залучених державою або під державні гарантії;
- зменшення суми зобов'язань перед МВФ;
- реструктуризація зовнішніх боргових зобов'язань перед приватними кредиторами шляхом додаткового випуску ОЗДП, деномінованих в євро та доларах США [194, с. 59].

Сьомий етап тривав, на нашу думку, з 2002 р. по 2004 р.

Відмінною рисою даного етапу є різка зміна структури державних запозичень, а саме:

- збільшення облігаційної форми державних запозичень з 22,9% у 2001 році до 92,5% у 2002 році в загальній сумі запозичень;
- припинення отримання кредитів від урядів іноземних держав;
- зменшення частки кредитів міжнародних фінансових організацій (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Структура державних запозичень у 2001-2005 роках, % \***

Форми запозичень	2001	2002	2003	2004	2005
Облігаційна (емісія цінних паперів), у тому числі	22,9	92,5	91,7	96,5	76,6
ОВДП	22,9	57,1	17,0	39,9	50,2
ОЗДП	-	35,4	74,7	56,6	26,4
Необлігаційна (кредити), у тому числі:	77,1	7,5	8,3	3,5	23,4
Міжнародні фінансові організації	41,0	3,4	8,3	3,4	19,8
уряди іноземних держав	27,7	2,95	0,01	0,1	-
іноземні банки	8,4	1,15	-	-	3,6
Всього запозичень	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

\* Джерело: за даними Рахункової палати України

Станом на 31.12.2002 р. зовнішній борг збільшився на 0,7 млрд. дол., або на 5,8%, і на кінець року становив 12,8 млрд. дол. США (30,9% до ВВП).

У 2002 році зберігалася стійка тенденція до зростання витрат з обслуговування та погашення зовнішнього боргу. Так, витрати на погашення зовнішнього боргу склали 3050,1 млн. грн., видатки на обслуговування - 2239,9 млн. грн. [194] і порівняно з 1999 роком зросли на 2,2 млрд. грн. Величина зовнішнього боргу зростала навіть без здійснення зовнішніх запозичень. У випадку залучення зовнішніх кредитних ресурсів у іноземних валютах необхідно брати до уваги можливі зміни валютного курсу та їх вплив на динаміку державного боргу. Зниження вартості національної валюти призводить до відповідного зростання зовнішнього боргу в



гривневому еквіваленті. Так, у квітні 2002 р. відбулося зростання зовнішньої заборгованості держави через падіння курсу долара США, що розпочалося в зазначений період на світових ринках, проти інших валют, в яких номіновані українські боргові зобов'язання. Також через вплив зміни валютного курсу у 2002 р. існувала певна економія витрат з погашення та обслуговування зовнішнього боргу у порівнянні з плановими показниками. Зазначена економія склалася внаслідок зниження фактичного курсу долара США до гривні у порівнянні з розрахунковим курсом (розрахунковий - 5,6 грн./дол. США, фактичний - 5,3 грн./дол. США) і складала 1312,6 млн. грн.

Протягом 2002 р. впроваджувалося 5 міжнародних проектів підтримки суб'єктів господарювання приватного сектора та програми реформування фінансового сектора відповідно до проекту Світового Банку за рахунок коштів Нідерландів. На кінець 2002 р. заборгованість за кредитами першої лінії (МГІС-1), в рамках співробітництва з ЄБРР, становила 60 млн. дол.

Серед факторів, що вплинули на зміну структури та стану зовнішнього боргу в 2002 р., за матеріалами Міністерства фінансів України, можна виділити наступні:

- зменшення державного боргу України перед Урядом Росії на 5 % в результаті проведення заліку взаємної заборгованості на суму 97,8 млн. дол.;
- зменшення в 1,6 рази порівняно з попереднім роком обсягів іноземних кредитів, залучених державою або під державні гарантії;
- зменшення суми зобов'язань перед МВФ;
- додатковий випуск ОЗДП, деномінованих у доларах США.

Перше півріччя 2003 р. характеризувалося зростанням надходжень від розміщення на зовнішніх ринках десятирічних ОЗДП 2003 р. (0,8 млрд. дол.). Одночасно у зазначеному періоді держава сплатила за облігаціями попереднього випуску (ОЗДП 2002 р.) 0,3 млрд. дол.

У 2003 р., в рамках заходів щодо управління державним боргом, була проведена реструктуризація державного зовнішнього боргу за поставлений

Туркменістаном природний газ у 1993-1994 рр. В результаті реструктуризована заборгованість обсягом 282 млн. дол. Надходження негарантованих довгострокових кредитів до реального сектора економіки перевищили надходження відповідного періоду 2002 р. на 10% і становили за перше півріччя 2003 р. близько 0,8 млрд. дол. У структурі зовнішньої заборгованості питома вага гарантованих урядом кредитів склала у 2003 р. 20%. Порівняно з 2002 р. (20,7%) дана величина не змінилася, що вказує на потребу більш зваженої політики у сфері покращення структури зовнішньої заборгованості.

У першому півріччі 2003 р. як і у відповідному періоді 2002 р., надходження кредитних ресурсів від міжнародних організацій були незначними (46 млн. дол.). Однак серед кредиторів країни дана категорія позик займала найбільшу питому вагу. Частка міжнародних фінансових організацій на кінець 2002 р. становила 45 % загальної зовнішньої заборгованості, а на кінець 2003 р. - 43% (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Зовнішній державний борг  
за типом кредитора за 2002-2003 рр., % \***

Показник	31.12.2002 р.	31.12.2003 р.
Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	45	43
Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	30	27,4
Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	0,4	0,3
Заборгованість не віднесена до інших категорій	24,6	29,4
Всього	100	100

\* Джерело: за даними офіційного сайту Міністерства фінансів України

За даними Рахункової палати, у порівнянні з 2002 роком, видатки по обслуговуванню державного боргу зменшились на 287,7 млн. грн., а витрати по погашенню державного боргу збільшились на 1249,9 млн. грн.

Серед урядів іноземних держав значна частка у структурі державних

запозичень належить Уряду Російської Федерації (2002 р. - 58,6%, 2003р. - 57,7%) (табл.2.3).

Таблиця 2. 3

**Структура державного зовнішнього боргу  
у розрізі країн - позичальників, % \***

Країна	31.12.2002	31.12.2003	зміна, %
Італія	3,1	3,2	0,1
Німеччина	13,6	15,4	1,8
Росія	58,6	57,7	-0,9
США	9	8,5	-0,5
Туркменістан	9,3	8,4	-0,9
Франція	1,2	1,1	-0,1
Японія	5,2	5,7	0,5
Всього	100	100	-

\* Джерело: за даними офіційного сайту Міністерства фінансів України

Упродовж 2003 - 2004 років Міністерство фінансів дотримувалось поміркованої політики управління державним боргом, головною особливістю якої було зниження ризиків запозичень шляхом збільшення строків та зниження вартості обслуговування. За рахунок проведення зваженої боргової політики показники співвідношення зовнішнього державного боргу до ВВП, доходів державного бюджету та експорту мають тенденцію до зниження. Значення цих показника свідчить про економічно безпечний розмір державного боргу (табл. 2.4).

Даний етап характеризується зростанням обсягів платежів за державним боргом в абсолютній величині, що пов'язано із закінченням пільгових періодів за раніше отриманими кредитами (протягом пільгових періодів сплачувалися лише відсотки). Це призвело до зростання потреби у зовнішніх запозиченнях. За даними Міністерства фінансів України у 2003 році було здійснено два випуски облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) України з доходністю 7,65 % річних та з терміном погашення в 2013 році на загальну суму 1 млрд. дол. США. Як результат відбулося помітне зменшення

вартості обслуговування та подовження строковості державних запозичень порівняно з 2002 роком.

Таблиця 2.4

### Аналіз показників зовнішнього державного боргу України \*

Рік	Частка зовнішнього державного боргу у загальній сумі державного боргу, %	Відношення суми зовнішнього державного боргу до ВВП, %	Відношення суми державного зовнішнього боргу до доходів державного бюджету, %	Відношення суми зовнішнього державного боргу до експорту, %	Приріст боргу у % до минулого року
2002	71,8	24,1	87,8	43,7	-
2003	73,5	21,3	75,7	36,9	4,9
2004	75,5	18,7	70,4	29,3	13,0
2005	75,4	13,3	43,9	25,9	-8,5
2006	79,4	11,9	37,2	25,2	8,5
2007	78,8	9,8**	42,1	-	9,2

\* Джерело: розраховано автором за офіційними даними Міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України

\*\* за попередніми даними

Позитивною тенденцією у 2004 році стало зменшення вартості державних зовнішніх запозичень. Із двох випусків облігацій зовнішньої державної позики, один мав дохідність 6,875 % та термін погашення 7 років, другий - здійснений за ставкою ЛІБОР для 6-місячних депозитів з маржею 3,375 %, що на момент випуску становило 4,9 %, термін погашення - 5 років. Для порівняння, за даними Міністерства фінансів України, середньозважені ставки запозичень на зовнішніх ринках капіталу у 2000 році становили 11%, у 2002 – 9,75%, у 2003 – 7,65%. Отже можна відмітити позитивну тенденцію зменшення вартості державних зовнішніх запозичень, що позитивно впливає на імідж України як позичальника та засвідчує надійність країни, як партнера міжнародних фінансових установ та промислових інвесторів. Таким чином, державна боргова політика поступово стає одним з головних чинників забезпечення стабільності та економічної безпеки.

Питання оптимального за структурою державного боргу актуалізується з кожним етапом становлення вітчизняної боргової політики, яка характеризується надмірним використанням зовнішніх джерел фінансування дефіциту державного бюджету.

За даними табл. 2.5, за період з 2001 по 2005 рр. лише у 2002 році, з незначним відривом, серед джерел фінансування дефіциту бюджету переважали внутрішні державні позики. В інші роки спостерігалось перевищення зовнішніх державних позик над внутрішніми.

Таблиця 2.5

**Структура фінансування дефіциту державного бюджету, % \***

Показники	2001	2002	2003	2004	2005
Державні запозичення, усього	100	100	100	100	100
Внутрішні запозичення	21,8	55,7	16	38,3	48,9
Зовнішні запозичення	78,2	43,4	84	61,7	51,1

\* Джерело: власні розрахунки за даними Рахункової палати України

Восьмий етап – 2005 рік ми відокремили через зміну загальної тенденції до збільшення зовнішнього державного боргу на тимчасове його зменшення (див. рис. 2.1). Однак головними проблемами на даному періоді залишаються зростання залежності державного бюджету від державних запозичень та збільшення витрат на погашення боргових зобов'язань. 2005 рік, не зважаючи на позитивні зміни у структурі державних запозичень, щодо збільшення частки облігаційної форми фінансування дефіциту бюджету, характеризується відсутністю позитивного впливу державних позик на економічне зростання (табл. 2.6). Основна причина даної тенденції – використання запозичень на рефінансування державного боргу та фінансування поточних, а не капітальних витрат. Переважна більшість зовнішніх позик, отриманих для фінансування проектів розвитку, не має інвестиційного характеру. Таким чином, актуалізується питання посилення контролю в системі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу в аспекті законодавчого закріплення „золотого правила”

використання запозичених коштів.

Таблиця 2.6

**Порівняльні дані темпів зростання ВВП та темпів зростання державних запозичень за 2001-2005 рр. \***

Показники	2001	2002	2003	2004	2005
Темпи зростання ВВП, %	9,2	5,2	9,6	12,1	2,6
Темпи зростання запозичень, %	21,4	- 4,4	41,5	42,7	31,8
Перевищення темпів зростання запозичень над темпами зростання ВВП	у 2,3 рази	не має	у 4,3 рази	у 3,5 рази	у 12,2 рази

\* Джерело: за даними Рахункової палати України

За даними Рахункової палати України державний борг протягом 2005 року зменшився на 7,2 млрд. грн. Серед факторів, що вплинули на зменшення відокремлюють погашення заборгованості Національним банком перед Міжнародним валютним фондом без залучення бюджетних коштів. Негативною тенденцією сьомого етапу боргової еволюції є погіршення структури державного боргу за рахунок збільшення участі нерезидентів у придбанні ОВДП, що призвело до зростання частки зовнішніх боргових зобов'язань та збільшило залежність державних фінансів і валютного ринку від поведінки нерезидентів. Негативною характеристикою зовнішніх запозичень, що створило передумови для відтворення державного боргу в майбутньому, було перевищення процентних ставок зовнішніх запозичень над темпами зростання ВВП.

Восьмий етап, що на нашу думку, починається у 2006 році й триває до сьогодні, характеризується зростанням зовнішніх запозичень. Частка зовнішнього державного боргу у загальній структурі державного боргу зросла з 75,4% у 2005 р. до 79,4% у 2006 році (див. табл.2.4). Характерною рисою зовнішнього боргу України в 2006 році було істотне зростання заборгованості банківського (на 7,8 млрд. дол. США) та інших секторів економіки (на 6,6 млрд. дол. США) (табл. 2.7)

Таблиця 2.7

## Структура зовнішнього державного боргу, тис. грн. \*

\* Джерело: розраховано автором за даними офіційного сайту Міністерства фінансів України

Зазначимо, що на восьмому етапі зберігається тенденція до переважання (Додаток К) несек'юритизованої частини заборгованості перед міжнародними організаціями та урядами інших країн у загальній сумі прямого зовнішнього державного боргу, що ускладнює процес управління

Дата	Загальна сума зовнішнього державного боргу	Прямий борг	Гарантований борг
31.12.2002	54 342 069,61	43 082 722,05	11 259 347,56
31.12.2003	57 008 728,26	45 609 538,48	11 399 189,78
31.12.2004	64 446 862,83	46 729 017,78	17 717 845,05
31.12.2005	58 957 310,85	43 957 133,90	15 000 176,95
31.12.2006	63 939 838,99	49 506 074,19	14 433 764,80
30.11.2007	70 350 366,85	53 642 241,94	16 708 124,91

зовнішнім державним боргом.

2007 рік відрізняється мінливістю боргової ситуації. За даними Рахункової палати прямий державний борг зріс на 969,7 млн. грн. або 1,5 %, з 66 млрд. 113,8 млн. грн. до 67 млрд. 83,5 млн. грн., при граничному розмірі на кінець року 75 млрд. 444,3 млн. гривень. Збільшення прямого державного боргу відбулося внаслідок зростання офіційних курсів окремих валют до гривні. Загальний обсяг державного боргу (прямого та гарантованого) з початку року до 1 жовтня зменшився на 4 млрд. 857,6 млн. грн. або на 6,2 % і становив на 73 млрд. 288,9 млн. гривень, зокрема, зовнішній - на 3 млрд. 253,4 млн. грн. і становив, відповідно, 17 млрд. 585,1 млн. грн. та 55 млрд. 703,8 млн. гривень.

Скорочення державного боргу відбулося внаслідок перевищення виплат з погашення державного боргу над сумою запозичень та проведення взаємозаліку боргу України перед Російською Федерацією в рахунок платежів, пов'язаних з перебуванням Чорноморського флоту Російської Федерації на території України.

У структурі зовнішнього державного боргу за даними Рахункової палати відбулися наступні зміни:

- частині заборгованості за облігаціями зовнішньої державної позики зросла на 1 млрд. 397,9 млн. грн. або 5,4 %, до 27 млрд. 333,4 млн. грн.;

- за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав, заборгованість зменшилася на 775,9 млн. грн. або 7,2%, до 9 млрд. 973,8 млн. грн.;

- за позиками міжнародних організацій економічного розвитку заборгованість зменшилася на 382,1 млн. грн. або 3% до 12 млрд. 437,4 млн. грн.; іноземних комерційних банків - на 1 млн. грн. або 71,4% до 0,4 млн. гривень.

У звітному періоді до державного бюджету залучено від зовнішніх запозичень на 671,3 млн. грн. менше, ніж погашено боргу. Зростання зовнішнього боргу відбулося внаслідок зростання курсів окремих іноземних валют до гривні, зокрема, євро - на 7,7%, швейцарських франків - на 4,4% (за даними Міністерства фінансів України).

Таким чином, період з 2000 по 2007 рік включно характеризується:

- коливаннями (чергування збільшення та зменшення) загальної суми зовнішнього боргу;

- відсутністю законодавчо визначених стратегії управління державним боргом, у тому числі нормативних актів щодо процедури реструктуризації державного боргу;

- відсутністю граничних критичних показників розмірів зовнішнього державного боргу;

- зменшенням надходження кредитних ресурсів від міжнародних організацій;

- збереженням тенденції до переважання несек'юритизованої частини заборгованості перед міжнародними організаціями та урядами інших країн у



загальній сумі прямого зовнішнього державного боргу, що ускладнює процес управління зовнішнім державним боргом.

Як відомо, розмір державного боргу в абсолютному вираженні не надає достатнього уявлення про його стан, про здатність країни виконувати свої боргові зобов'язання. Для оцінки вітчизняної боргової стійкості використаємо прийняті у світовій практиці критерії (див. табл. 2.4. та додаток М). За останні роки (2002-2006рр.) спостерігається стійка тенденція до зменшення питомої ваги державного боргу у ВВП. Якщо у 2002 р. обсяг зовнішнього боргу складав 21,4% в обсязі ВВП, то у 2006 р. – 11,9%. Зазначимо, що критичним значенням даного показника є перевищення обсягу зовнішнього боргу 50% обсягів ВВП. Таким чином, рівень боргового навантаження на вітчизняну економіку за даним критерієм є прийнятним.

Для оцінки боргової стійкості проаналізуємо показник „зовнішній державний борг/доходи державного бюджету”. За даними табл. 2.4. за період з 2002 по 2006 рр. дане співвідношення зменшилося з 87,8% до 37,2% відповідно. Дана тенденція є позитивною і показує можливість застосування методів управління державним боргом, зокрема реструктуризації, не за терміною необхідністю, за не вигідних для країни умов, а за виваженого розрахунку без втрат для темпів економічного і соціального розвитку.

Важливим показником платоспроможності країни є коефіцієнт „зовнішній державний борг/експорт”. За даними табл. даний показник також зменшився з 43,7% у 2002 р. до 25,2% у 2006 р.. однак темп зменшення дещо скоротився. Зменшення даного показника забезпечене розвитком експортного сектору вітчизняної економіки і доводить збільшення можливостей виконувати боргові зобов'язання.

Аналіз показників боргового навантаження довів відсутність критичного стану боргової ситуації і тим самим необхідність реалізації нової концепції регулювання державного боргу, що вимагає пошуку шляхів утримання державного боргу на безпечному рівні, поліпшення його

структури. Зазначимо, що на нашу думку, постійне зменшення даних співвідношень не є ціллю боргової політики, необхідним є їх підтримка на стабільному рівні для забезпечення стійкості економічного розвитку, що має бути підкріплене спрямуванням коштів на розвиток виробництва, інноваційних технологій, розвиток інфраструктури.

## **2.2. Специфіка структуризації та обслуговування внутрішнього державного боргу**

Трансформаційні перетворення в Україні розпочалися на тлі внутрішньої і зовнішньої нестабільності, що виявилися зокрема у дефіциті державного бюджету, неврівноваженості платіжного балансу, нестабільності національної грошової одиниці. В сучасних умовах залучення коштів державою на ринковій основі є найбільш прийнятним способом фінансування державного бюджету. Найбільш ефективно і найбільш активно в якості інструмента мобілізації коштів для покриття бюджетного дефіциту, здійснення розрахунків за державним боргом та поповнення готівкових коштів у період платіжної кризи використовуються облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Використання ОВДП дозволяє уряду фінансувати свої видатки без збільшення сукупної грошової маси, сприяє зростанню ліквідності та гнучкості національної економіки. Існування розвинених первинних і вторинних ринків державних цінних паперів дозволяє використовувати державні цінні папери для проведення грошової політики НБУ, контролювати високі темпи інфляції. Проте розвиток ринку державних цінних паперів може зумовити «ефект витіснення» інших інвестицій, у разі великих сум позик, спричинити зростання номінальних процентних ставок.

За роки незалежності спостерігалися надзвичайно високі темпи накопичення внутрішнього боргу. Надмірні боргові виплати здійснюють тиск на державні фінанси і загрожують економічній безпеці країни. На сьогодні є актуальним досягнення оптимальної структури державного боргу з точки зору вартості та строків погашення державних цінних паперів, збільшення довгострокових позик при скороченні питомої ваги короткострокових позик. Тому, дослідження умов та особливостей розвитку ринку державних зобов'язань, аналіз сучасних тенденцій у сфері внутрішніх державних запозичень має сприяти мінімізації вартості обслуговування

державного боргу, що є стратегічним завданням механізму регулювання державного боргу.

Розвиток ринку внутрішніх державних зобов'язань можна простежити з відокремленням декількох етапів, що характеризуються певною специфікою функціонування державних цінних паперів та структурою внутрішнього державного боргу.

Формування внутрішнього державного боргу розпочалося з 1992 року, за відсутності розвиненого вітчизняного фондового ринку (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

**Внутрішній державний борг України у 1993-2000 рр.,  
за станом на початок року\* (млн. грн.)**

Вид заборгованості	Роки						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Заборгованість перед юридичними особами за внутрішніми позиками	0,0	0,0	253,3	2341,6	8762	11154,5	11449
Заборгованість перед НБУ:							
за позиками на фінансування дефіциту бюджету	218,3	2276	7748	1372	1429	2344	3503,5
за іншими зобов'язаннями	209,2	2267	7738,8	1372	1429	2344	3503,5
Інша внутрішня заборгованість:							
заборгованість перед фізичними особами за цінними паперами і компенсаціями	9,1	9,1	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Держаний внутрішній борг, усього	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	219,3	2277	8002,2	3714,5	10192	13449,5	14953,5

\* Джерело: за даними Міністерства фінансів України

В період з 1992 року до 1994 року (на першому етапі) фінансування дефіциту державного бюджету відбувалося за рахунок прямих кредитів НБУ,

тому внутрішній борг держави формувався переважно внаслідок отримання прямих позик Національного банку для фінансування дефіциту бюджету.

Головною якісною характеристикою внутрішнього боргу, що показує ступінь навантаження на державний бюджет, є співвідношення суми державного внутрішнього боргу до ВВП. У 1992 році дане співвідношення складало 36,9% (табл. 2.9), що пов'язане з падінням обсягів ВВП та значними обсягами монетизації бюджетного дефіциту з боку НБУ.

Таблиця 2.9

### Державний внутрішній борг України у 1993-1999 рр.

на кінець року, % до ВВП

Показник	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Заборгованість перед юридичними особами за внутрішніми позиками	0,0	0,0	0,0	0,5	2,9	9,4	10,7	9,0
Заборгованість перед НБУ:	35,0	14,7	18,9	14,2	1,7	1,5	2,3	2,8
за позиками, одержаними на фінансування дефіциту бюджету	18,0	14,1	18,8	14,2	1,7	1,5	2,3	2,8
за іншими зобов'язаннями	17,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інша внутрішня заборгованість	2,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Державний внутрішній борг, усього	36,9	14,8	18,9	14,7	4,6	10,9	12,9	11,8

\*Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України

Зазначимо, що незважаючи на збільшення номінальної суми заборгованості за даними кредитами, частка даної заборгованості у ВВП протягом першого етапу зменшувалася. Це спричинено знеціненням накопиченої заборгованості Національного банку у зв'язку з високими темпами інфляції. Так, зниження даного показника у 1993 році спричинене інфляційним знеціненням внутрішнього боргу. На початку 1994 року внутрішній державний борг України складав 219,3 млн. грн. (25% від

загальної суми державного боргу) або 14,8% до ВВП (див. табл. 2.9) На кінець 1994 року показник співвідношення внутрішнього боргу до ВВП склав 18,9%. Дане зростання пов'язане з уповільненням темпів знецінення кредитів НБУ.

Другий етап, який тривав з 1995 року до 1997 року, відзначився початком розвитку ринку державних боргових зобов'язань, який став альтернативою емісійного покриття дефіциту бюджету. Зазначимо, що до 1996 року весь внутрішній борг складався виключно із заборгованості Національному банку за емісійними та валютними кредитами, наданими на фінансування дефіциту бюджету. Проте з 1995 року стрімко починає зростати заборгованість за внутрішніми державними позиками: з 0,5% до ВВП на кінець 1995 року до 10,7% на кінець 1998 р. Внутрішня заборгованість, яка формувалася до 1996 року мала характер «боргу держави державі». Заборгованість за внутрішніми позиками формувалася переважно перед комерційними банками України та нерезидентами. Тому фактичний тягар для бюджету складає саме заборгованість за ОВДП. Отже, починаючи з 1996 року великий вплив на динаміку державного боргу мав випуск облігацій внутрішньої державної позики, які поступово заміщували прямі кредити НБУ. Випуск ОВДП розпочато у 1995 році, після прийняття Постанови Кабінету Міністрів України від 23.08.1994 р. №586 «Про випуск ОВДП 1995 року». Загальні обсяги розміщення ОВДП у 1995 році становили 34 трлн. крб., з доходністю 140% річних [161]. Зазначимо, що встановлений рівень доходності даних державних цінних паперів, враховуючи рівень облікової ставки НБУ та темпи інфляції<sup>4</sup>, є непривабливим. Крім того, негативними тенденціями розвитку ринку державних зобов'язань на другому етапі виявилася низька активність фізичних осіб при купівлі ОВДП (через складну процедуру придбання та значну вартість облігацій); необхідність

---

<sup>4</sup> Середнє значення облікової ставки НБУ із серпня по квітень 1995 р. - 213%, середній індекс інфляції із вересня 1994 р. по квітень 1995 р. - 23,4% на місяць, що відповідає 1247% на рік.

оподаткування прибутку від операцій з ОВДП, отриманого на вторинному ринку, за ставкою 30%, що перешкоджала розвитку вторинного ринку ОВДП; стягнення мита у розмірі 0,2% суми, зазначеної в угоді, що збільшувало витрати покупців та ускладнювало розрахунок цін для інвесторів.

Задля підвищення ліквідності та привабливості облігацій у 1995 р. НБУ було прийнято положення, що передбачало зниження необхідного обсягу обов'язкових резервів на суму придбаних ОВДП. Це підвищило інтерес банків-резидентів до державних облігацій.

Позитивний досвід, накопичений за перший рік практики випуску ОВДП, став причиною поживлення на ринку державних цінних паперів у 1996 році. У 1996 - 1997 рр. облігації внутрішньої державної позики стали основним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів. В зазначений термін, у зв'язку зі значною доходністю за цінними паперами, активність вітчизняних і іноземних інвесторів на фондовому ринку була досить високою.

Внаслідок уповільнення темпів інфляції ОВДП перетворилися в найліквідніший, максимально прибутковий та надійніший інструмент. Протягом 1996 року дохід від облігацій виплачувався в розрахунку від 40% до 70% річних, при темпах інфляції на рівні 39,7% на рік. Така висока доходність у поєднанні з короткими термінами обігу ОВДП утворили основу для здійснення спекулятивних операцій.

У 1996 році, на відміну від 1995 року, фізичні особи отримали можливість купувати купонні ОВДП, що позитивно вплинуло на розвиток ринку державних зобов'язань. В даний період фактично розвивався лише первинний ринок облігацій. Розвитку вторинного ринку, який розпочався з 1996 р., все ще перешкоджали стягнення податку на прибуток та сплата державного мита. За 11 місяців 1996 р. на фондовій секції УМВБ було укладено угод на загальну суму 69,2 млн. грн.

У загальній структурі емітованих облігацій 51,3% склали тримісячні ОВДП, продаж шестимісячних облігацій склав 21,04% усіх продаж. Таким чином, на даному етапі тривала практика використання для фінансування дефіциту державного бюджету коштів, отриманих за рахунок розміщення короткострокових зобов'язань, що нагромаджувало короткостроковий внутрішній борг.

Після прийняття Постанови Кабінету Міністрів України №1022 від 31.08.96р. «Про здійснення нерезидентами операцій з облігаціями внутрішніх державних позик», на вітчизняний фінансовий ринок був залучений капітал нерезидентів, що мало як позитивні так і негативні наслідки. Прикладом останнього є ревальвація гривні, наростання негативного сальдо платіжного балансу, спричинені залученням нерезидентів на ринок ОВДП. У 1996 році частка нерезидентів серед покупців державних облігацій на первинному ринку складала 21%, а на кінець 1997 року іноземний капітал контролював уже понад 60% внутрішнього державного боргу [48].

Поряд із становленням ринку державних цінних паперів з 1995 року починає стрімко зростати заборгованість перед юридичними особами за внутрішніми державними позиками: з 0,5% до ВВП на кінець 1995 р. (див. табл. 2.9) до 12,7 млрд. грн. або 10,7% до ВВП на кінець 1998 р. (див. табл. 2.9).

Зазначене зростання відбулося за 4 роки функціонування ринку ОВДП, що характеризує стан державного внутрішнього боргу як загрозливий для економічної стабільності.

Таким чином, джерелами внутрішніх державних позик в Україні стали грошова емісія НБУ, іноземний капітал, кредитні ресурси вітчизняних комерційних банків, а вільні заощадження не були залучені. Тому фактично державні позики стали механізмом перерозподілу наявних позичкових



коштів на користь бюджету і не виконували ролі каталізатора інвестиційної активності.

Третій етап тривав з 1997 до середини 1998 року. Незадовільні темпи надходжень до бюджету податкових платежів, відсутність у першому півріччі 1997 року закону про державний бюджет, повільні темпи економічного зростання, спад виробництва створили незадовільну макроекономічну ситуацію впродовж 1997 року, що позначилася на розвитку ринку державних облігацій. Все це у поєднанні зі зростанням обсягів боргових зобов'язань знизило довіру кредиторів до уряду і, як результат, призвело до зростання процентних ставок та зменшення терміну залучення коштів.

На початку 1997 року спостерігалось перевищення попиту на державні облігації над їх пропозицією, зростання інтенсивності залучення коштів через ринок ОВДП. Внаслідок цього стало можливим зниження доходності за ОВДП з 48% на початку року до 25% у травні. Пік зниження доходності припадав на серпень, коли вона становила 19,7%. Суттєве зниження доходності ОВДП створило умови для спрямування інвестицій не тільки на ринок державних облігацій, а й на кредитування реального сектора. Крім того, не відбувалося адекватного зниження ставок за банківськими кредитами і депозитами, що в поєднанні з міжнародною кризою на ринках капіталу, спричинило скорочення попиту на державні облігації та зростання доходності за ОВДП.

З другої половини 1997 року дорогі та короткострокові внутрішні запозичення спричинили появу так званої «піраміди ОВДП», коли значна частка нових надходжень направлялася на погашення попередніх випусків облігацій. За період з 1995 р. до 1999 р. видатки державного бюджету на обслуговування ОВДП зросли з 51,2 млрд. грн. до 1662,1 млрд. грн., тобто у 32,5 рази [104]. Крім того зазначимо, що у 1997 році за рахунок ОВДП

покривали 71% бюджетного дефіциту (для порівняння у 1995 році - лише 8%) [197].

З кінця 1997 року почалося інтенсивне дострокове виведення із внутрішнього ринку України коштів, вкладених у державні цінні папери іноземними інвесторами. Це спричинило зростання доходності ОВДП, задля утримання ринку, до 44% на кінець зазначеного періоду та перехід до випуску одно -, двох -, і тримісячних облігацій, що суттєво погіршило структуру державного внутрішнього боргу.

Кінець третього етапу розвитку внутрішнього боргу охарактеризувався кризою ринку державних зобов'язань. Тривала тенденція зменшення попиту іноземних інвесторів на державні облігації. Основним покупцем на первинному ринку ОВДП залишався НБУ, що негативно впливало на розвиток грошово-кредитного ринку. Ситуація ускладнювалася істотним розширенням валютного коридору, знеціненням національної грошової одиниці та збільшенням обсягів виплат з ОВДП. Таким чином, основною проблемою на ринку державних цінних паперів на початку 1998 року стало погашення накопиченого боргу. Загальна заборгованість за 1997 рік з ОВДП мала характер короткострокової, з терміном погашення у 1998 році, при середньозваженій доходності 32,76% (табл. 2.10) і становила 8,8 млрд. грн.

Негативною тенденцією протягом даного етапу був випуск державних облігацій із терміном погашення до 1 року. Короткотерміновий кругообіг державних облігацій сприяв формуванню нераціональної структури внутрішнього боргу та зосередженню значних обсягів виплат протягом короткого терміну.

З метою погашення бюджетної заборгованості із заробітної плати і соціальних виплат, викупу державних облігацій, на початку 1998 року Україна здійснила розміщення двох зовнішніх позик із терміном погашення два і три роки, що ненадовго покращило стан на фінансовому ринку.

Таблиця 2.10

**Заборгованість Уряду за облігаціями внутрішньої державної  
позики (включаючи відсотки), на кінець періоду\***

		млрд. грн.
1997 рік	1 квартал	3,9
	2 квартал	5,4
	3 квартал	7,4
	4 квартал	8,8
1998 рік	1 квартал	9,1
	2 квартал	9,7
	3 квартал	13
	4 квартал	12,7
1999 рік	1 квартал	8,7
	2 квартал	9,8
	3 квартал	9,9
	4 квартал	10,6

\*Джерело: за даними Міністерства економіки України

Серед заходів уряду щодо припинення нарощування державного боргу, за даними Міністерства фінансів України, було списання частини державного внутрішнього боргу на суму 7747,9млн. грн., як заборгованість НБУ за прямими позиками для фінансування дефіциту державного бюджету. Для покращання ситуації на внутрішньому ринку облігацій, з квітня 1998 року нерезиденти - представники країн, з якими України підписала угоду про уникнення подвійного оподаткування, були звільнені від сплати 30% податку на прибуток від операцій з ОВДП. Проте, цей захід не збільшив активності іноземних інвесторів.

В результаті загострилася проблема внутрішнього державного боргу, який із 01.01.1997р. до 01.01.1998р. збільшився на 43% і становив 31,1 млрд. грн. або 10,9% до ВВП (див. табл. 2.8). За 9 місяців 1998 року на погашення та обслуговування державного боргу було витрачено 67% всіх доходів державного бюджету за цей період.

Таким чином, на третьому етапі кругообіг державних облігацій був короткотерміновим, була сформована нераціональна структура внутрішнього

боргу, ставки доходу зростали, значні обсяги виплат по основній сумі боргу були зосереджені протягом короткого терміну.

Четвертий етап в еволюції державного внутрішнього боргу бере початок у 1999 року і триває до 2001 року. Початок 1999 року характеризується штучним утворенням попиту на державні цінні папери. Доходність ОВДП на первинному ринку, яка складала 25-30% річних, що порівняно з доходністю на вторинному ринку (35%), характеризувало її як непривабливу. Більшість ОВДП були у власності НБУ, що стало причиною нульової ліквідності ринку. Крім того, НБУ залишався єдиним покупцем державних цінних паперів, що надавало внутрішнім позикам емісійного походження. У 1999 році вдвічі було перевищено плановий показник залучення внутрішніх державних позик.

На початку 2000 року ситуація у сфері державної заборгованості продовжувала погіршуватися. Тривало накопичення простроченої заборгованості Міністерства фінансів Національному банку за ОВДП. Державний внутрішній борг було збільшено на суму емісійних кредитів. Наданих на покриття дефіциту державного бюджету у 1992-1996 рр. Крім того, Національним банком надавалися кредити Міністерству фінансів у іноземній валюті для обслуговування зовнішнього державного боргу через попередню купівлю ОВДП у Міністерства фінансів. Станом на 31.12.2000р. внутрішній державний борг дорівнював 43472,47 млн. грн..

На початку 2001 р знизилася активність вітчизняних комерційних банків на ринку державних боргових зобов'язань через необхідність формування страхових резервів за державними облігаціями. В зазначений період попитом користувалися лише безризикові короткострокові боргові зобов'язання уряду. Не стимулювало купівлю ні поява на ринку нових видів державних цінних паперів (короткострокові (дисконтні) державні облігації (КДО) та середньострокові (купонні) державні облігації (СДО)), ні постійне зниження їх доходності з 22% до 16%.

На кінець 2001 р. державний внутрішній борг склав 42691 ,57 млн. грн., що на 780902 тис. грн. менше, ніж у 2000 р. У першому півріччі було досягнуто певної економії коштів на погашення та обслуговування внутрішнього державного боргу. Останнє досягнуто у зв'язку з існуванням нижчого від запланованого з бюджеті обсягу короткострокових запозичень на внутрішньому ринку через значне скорочення обсягів випуску КДО, що автоматично зменшило обсяг коштів, необхідних для погашення облігацій.

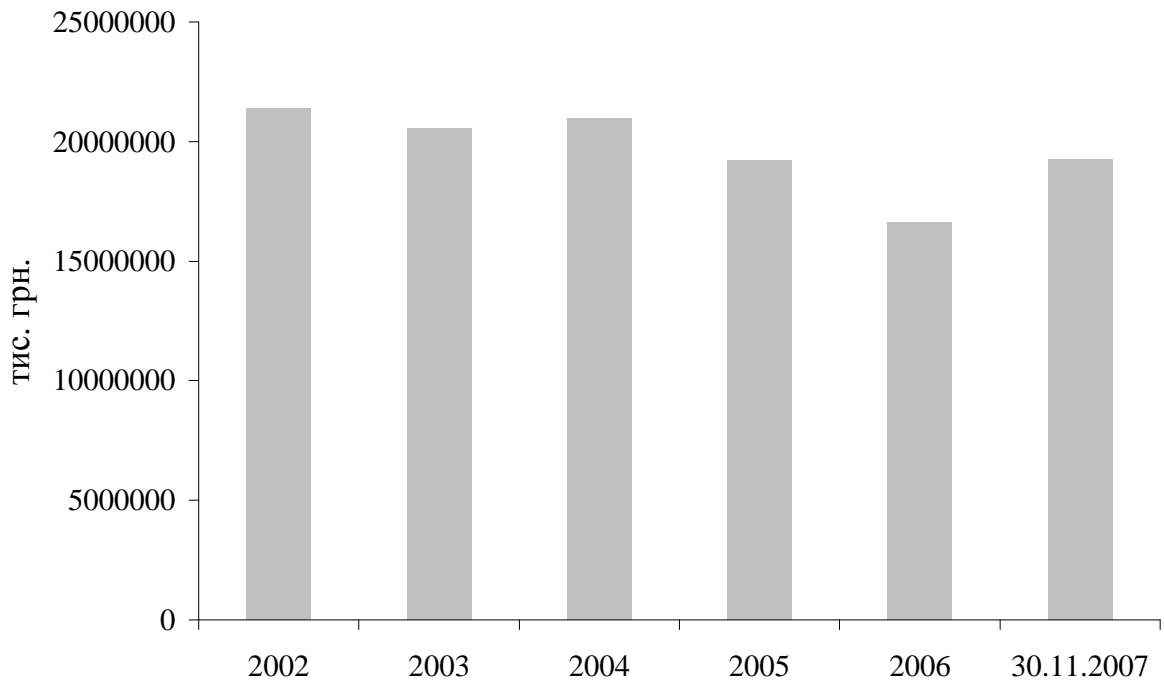
П'ятий етап, на нашу думку, тривав з 2002 до 2003 року, що підтверджується динамікою державного внутрішнього боргу (рис. 2.2).

У першому кварталі 2002 р. обсяг торгів ОВДП скоротився. Середньозважена доходність по цих паперах була на рівні 13,07-13,8%.

У середині квітня 2002 р. угоди з державними облігаціями склали 89,71% з 99% угод позабіржового ринку. На кінець другого кварталу 2002 р. зазначена величина становила 45,88%. Середньозважена доходність за ОВДП у другому кварталі 2002 р. дещо зменшилася і була на рівні 8,19-13,55%, що сприяло залученню коштів вітчизняних комерційних банків.

В кінці 2002 р. спостерігалася низька активність банківських установ на ринку державних зобов'язань. Причиною останнього стало коливання середньозваженої доходності у межах 9-14,3%.

У структурі державного внутрішнього боргу 51,1% складала заборгованість перед юридичними особами. Найбільшу питому вагу у складі боргу займали п'ятирічні та дванадцятимісячні ОВДП. Зазначені дані показують короткостроковий характер внутрішнього боргу, що притаманний всім етапам його еволюції.



**Рис. 2.2. Динаміка внутрішнього державного боргу  
за період з 2002 по 2007 рр.**

Загальне покращення економічної ситуації в Україні, зокрема зростання промислового виробництва, золотовалютних резервів НБУ, досягнення позитивного торговельного сальдо, сприяло розвитку фондового ринку. На ринку державних зобов'язань спостерігалися зменшення доходності облігацій та поява нових альтернативних інструментів.

Шостий етап належить, на нашу думку, до періоду з 2003 по 2004 рр. Функціонування державного внутрішнього боргу в зазначений період відбувалося в умовах кількісних та якісних зрушень у вітчизняній економіці. У структурі державного внутрішнього боргу за типом кредитора найбільшу питому вагу займала заборгованість уряду перед НБУ (за даними НБУ на 01.01.04р. складала 18,4 млрд. грн.). На 11,9% зменшилася, у порівнянні з 2002 р., заборгованість за державними цінними паперами, що знаходяться у власності НБУ, за рахунок проведення Міністерством фінансів політики, спрямованої на зменшення залучення коштів для фінансування дефіциту

бюджету на внутрішньому ринку та збільшення обсягів фінансування за рахунок зовнішніх джерел. За даними табл. 2.11 на цьому етапі спостерігалось незначне зростання загальної величини державного внутрішнього боргу, що відбувалося за рахунок збільшення прямого боргу. Дані табл. 2.12 показують позитивну тенденцію зменшення, порівняно з минулим роком, загальних показників боргового навантаження.

Таблиця 2.11

**Структура внутрішнього державного боргу, тис. грн. \***

Дата	Загальна сума внутрішнього державного боргу	Прямий борг	Гарантований борг
31.12.2002	21 387 033,32	21 386 067,07	966,25
31.12.2003	20 524 748,41	20 523 782,16	966,25
31.12.2004	20 954 273,37	20 953 307,12	966,25
31.12.2005	19 189 257,15	19 188 290,90	966,25
31.12.2006	16 608 678,37	16 607 712,12	966,25
30.11.2007	19 260 346,26	18 259 380,01	1 000 966,25

\*Джерело: розраховано автором за даними офіційного сайту Міністерства фінансів України

У 2003 р. державні облігації практично не оберталися на організованому ринку, що є негативним моментом. Обсяг торгів державними облігаціями на ПФТС становив лише 23,7% загального обсягу торгів в системі. Значне зменшення обсягу внутрішніх державних запозичень шляхом розміщення ОВДП пов'язане з обраною урядом стратегією заміщення внутрішніх позик зовнішніми. Так, Законом України "Про державний бюджет на 2003 рік" було передбачено граничне значення внутрішніх запозичень на рівні 1,78 млрд. грн., а зовнішніх - 7,29 млрд. грн., тобто зовнішні запозичення на 5,51 млрд. грн. більше внутрішніх.

Особливості функціонування ринку внутрішнього державного боргу (за даними НБУ):

- зменшення обсягів залучених коштів за рахунок емісії за рахунок ОВДП;
- низький попит з боку іноземних інвесторів до ОВДП (90% ОВДП придбали комерційні банки);
- відсутність розміщення довгострокових державних облігацій;
- зменшення відсоткової ставки за ОВДП, що сприяло економії державних витрат на обслуговування внутрішнього боргу;
- 60% операцій з ОВДП на вторинному ринку здійснювалися НБУ для рефінансування комерційних банків;
- використання ПОВДП для проведення мобілізаційних операцій на відкритому ринку (операції зворотного РЕПО).

Відмінною рисою даного етапу було прийняття НБУ Положення „Про порядок проведення операцій, пов’язаних з розміщенням ОВДП” та „Положення про депозитарну діяльність НБУ”. Прийняття даних нормативно-правових актів дозволило вдосконалити порядок розміщення ОВДП та забезпечило введення в дію програмно-технологічних засобів укладення угод з купівлі-продажу облігацій, укладених на первинному та вторинному ринках, на основі реалізації принципу „поставка проти оплати” шляхом поєднання між собою електронних систем депозитарного обліку цінних паперів та грошових розрахунків.

Сьомий етап, що на нашу думку тривав з 2004 по 2006 рр., характеризувався збільшенням попиту на ОВДП з боку банків (за даними НБУ, 60% від загального обсягу розміщення) та їх клієнтів (40%), що зумовлено високим ступенем надійності даного фінансового інструменту. На початку даного етапу Міністерство фінансів розміщувало переважно середньострокові ОВДП, що сприяло зменшенню тиску на державний бюджет. Особливістю початку даного етапу формування державного внутрішнього боргу є поява нового виду державних боргових зобов’язань – ОВДП – ПДВ. Дані середньострокові амортизаційні державні облігації



розміщувалися безпосередньо серед юридичних осіб поза процедурою аукціонного продажу. Загальна величина внутрішнього заборгованості у 2004 році збільшилася (за даними НБУ на 1,3 млрд. грн. і склала на 31.12.2004р. 11,2 млрд. грн..) через перевищення обсягів розміщення ОВДП над обсягами їх погашення. Початок етапу характеризується суттєвою зміною структури внутрішнього державного боргу, що зумовлено появою нерезидентів на ринку ОВДП, вперше після кризи 1998 року. Їх питома вага, за даними НБУ, дорівнювала 16%. Ці зрушення були зумовлені своєчасною сплатою процентних ОВДП, що перебували у власності НБУ та розширенням видів внутрішніх зобов'язань шляхом випуску ОВДП-ПДВ. Частка ОВДП, якими володіли банки становили 22%.

Орієнтири бюджету 2005 р. були спрямовані на поліпшення показників, що характеризують граничні межі державного боргу, покращення політики визначення терміну обігу та доходності розміщуваних облігацій внутрішньої державної позики. Серед основних завдань бюджетно-фінансової політики актуальним залишається на цьому етапі зменшення боргового навантаження на економіку. До 2003 р. діяльність держави на ринку внутрішніх запозичень будувалася на необхідності наповнення державного бюджету, що звичайно не сприяло проведенню ефективної бюджетно-боргової політики. Операції з ОВДП є перспективним інструментом грошово-кредитного регулювання в Україні, тому на цьому етапі спостерігається тенденція до поновлення ринку державних боргових зобов'язань. Проте первинний та вторинний ринки все ще працюють незадовільно. На даному етапі триває процес відновлення довіри інвесторів до державних облігацій, проте постійною є тенденція зростання попиту на короткострокові облігації, Крім того, нерозвиненість вітчизняного фондового ринку позначається на ліквідності державних цінних паперів.

Розміщення ОВДП у 2005 р. здійснювалося лише у 1 півріччі. Що було пов'язано з вичерпанням лімітів реалізації ОВДП та запланованим випуском

ОЗДП на кінець року. Особливість даного періоду полягає у розміщенні лише середньострокових ОВДП. Інтерес являє зменшення середньозваженої дохідності ОВДП на тлі збільшення середнього терміну обігу.

В рамках обслуговування державного внутрішнього боргу на даному етапі було повністю погашено заборгованість уряду перед НБУ за процентними ОВДП. Був застосований метод дострокового погашення за рахунок коштів, отриманих від розміщення дешевих внутрішніх державних зобов'язань. Це дозволило зменшити навантаження наступні державні бюджети а змінило структуру власників ОВДП: збільшилася частка нерезидентів. За даними НБУ, станом на 01.01.2006р. обсяг ОВДП, що перебував у власності іноземних інвесторів становив 6,1 млрд. грн., а загальна сума державного внутрішнього боргу – 10 млрд. грн. На зменшення загальної суми державного внутрішнього боргу вплинули наступні фактори: ревальвація гривні у квітні 2005 року, запровадження резервування банками залучених від нерезидентів короткострокових коштів у вересні 2005 року, припинення операцій з розміщення ОВДП.

У кінці зазначеного етапу продовжується практика незбалансованого розміщення ОВДП у часі, що у 2006 р. здійснювалося тільки починаючи з вересня. За даними НБУ у 4,5 рази, порівняно з 2005 р., зменшився обсяг залучених коштів до державного бюджету за рахунок продажу ОВДП, термін обігу яких скоротився, порівняно з початком етапу, а середньозважена дохідність збільшилася до 9,26%. Кінець 8 етапу характеризувався зменшенням попиту з боку іноземних інвесторів на внутрішні державні облігації та переважанням вітчизняних інвесторів на ринку ОВДП. За показниками боргового навантаження даний етап характеризується наявністю помірної державної внутрішньої заборгованості (табл. 2.12).

*Таблиця 2.12*

**Аналіз показників внутрішнього державного боргу \***

Рік	Частка внутрішнього державного боргу у загальній сумі державного боргу, %	Відношення суми внутрішнього державного боргу до ВВП, %	Відношення державного внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	Приріст боргу у % до минулого року
2002	28,2	9,5	34,6	-
2003	26,5	7,7	27,3	-4
2004	24,5	6,1	22,9	2,1
2005	24,6	4,3	14,3	-8,4
2006	20,6	3,1	9,7	-13,4
2007	21,2	2,6**	11,3	13,3

\* Джерело: розраховано автором за офіційними даними Міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України

\*\* за попередніми даними

Восьмий етап бере свій початок, на нашу думку, у 2007 році і триває до сьогодні. З червня поточного року Міністерство фінансів України поновило здійснення розміщення облігацій внутрішніх державних позик, у зв'язку з чим до Державного бюджету України за червень - грудень 2007 р. надійшло коштів у сумі 3622,91 млн. грн. Погашення та сплата доходу за ОВДП здійснювалися своєчасно та в повному обсязі – з початку року обсяг таких платежів становив 2644,13 млн. грн.

На вторинному ринку державних цінних паперів особливої активності в 2007 р. не спостерігалось – обсяг укладених угод становив 2705,09 млн. грн. (у 2006 р. – 8507,37 млн. грн.). Середньозважений рівень дохідності, за яким укладалися угоди на організованому вторинному ринку державних боргових зобов'язань у 2007 р., коливався від 4,74% (у січні) до 9,24% річних (у лютому).

### **2.3. Ринок державних цінних паперів як елемент регулювання державного боргу**

В умовах формування ринкової економіки невід'ємною складовою державних фінансів є державний борг. Значний дефіцит державного бюджету, залучення позик на його обслуговування призвели до формування і значного зростання величини державного боргу, що впливає на фінансову сферу та можливості її самовідтворення. Найбільш доцільною, порівняно з запозиченням коштів у центральному банку, є практика фінансування державного боргу шляхом емісії державних цінних паперів, які є одним із гнучких інструментів регулювання економічних процесів. З 1995 року розвиток ринку державних цінних паперів став важливою ланкою механізму регулювання державного боргу, оскільки державні зобов'язання перетворилися в альтернативу емісійного покриття дефіциту державного бюджету. Тому формування дієвого ринку державних боргових зобов'язань, у контексті боргової політики, набуває актуальності.

Ще у 20-х рр. 20 ст., за часів нової економічної політики у Радянському Союзі, з випуском державних цінних паперів було пов'язане поживлення фондового ринку. Основними характеристиками ринку державних боргових зобов'язань на даному історичному етапі були наступні:

- висока ліквідність державних цінних паперів, яка забезпечувалася за рахунок надання власникам податкових пільг та можливості розраховуватись державними цінними паперами при сплаті податків;
- тривалі терміни погашення позик;
- висока прибутковість державних облігацій;
- примусова реалізація випущених державних цінних паперів.

Необхідно відмітити, що у зазначений період одним із елементів регулювання ринку державних цінних паперів стало поступове збільшення частки довгострокових і середньострокових позик.

Основним завданням ринку державних цінних паперів на сьогодні залишається оптимальне забезпечення потреб державного бюджету. Державні облигації, казначейські зобов'язання, казначейські векселі та ноти, інші державні боргові зобов'язання емітуються центральними урядами та місцевими органами влади з метою мобілізації грошових ресурсів для:

- фінансування дефіциту бюджету;
- погашення розміщених раніше позик;
- фінансування цільових програм;
- згладжування нерівномірності надходження податкових платежів;
- забезпечення касового виконання державного бюджету тощо [198, с. 56].

Ринок державних боргових зобов'язань в країнах з розвинутою ринковою економікою виконує наступні основні функції:

- є джерелом не інфляційного фінансування дефіциту бюджету. Покриття бюджетного дефіциту через емісію грошей призводить до надходження в обіг незабезпечених реальними активами платіжних засобів, зростання інфляції. За рахунок випуску державних цінних паперів здійснюється централізоване запозичення тимчасово вільних грошових коштів фізичних та юридичних осіб, що забезпечує ефективне фінансування бюджетного дефіциту;

- є інструментом грошово-кредитної політики центрального банку. Через виконання функцій дилера на вторинному ринку ОВДП НБУ здійснює вплив на обсяг грошової маси. Інструментом в управлінні грошово-кредитною сферою є операції прямого і зворотного РЕПО, за рахунок яких, в залежності від ситуації на грошовому ринку, НБУ регулює поточну ліквідність банківської системи і стимулює розвиток ринку державних цінних паперів;

- є засобом підтримки ліквідності балансів фінансово-кредитних установ, за рахунок високої надійності і ліквідності даного виду активу;

Для забезпечення реалізації зазначених функцій необхідним є виконання наступних основних завдань:

- розширення кола власників державних цінних паперів;
- регулювання операцій з продажу;
- підтримка кон'юнктури ринку.

Отже, з одного боку, державні облігації є одним із важливіших інструментів фінансування дефіциту бюджету, а з іншого - державні цінні папери відіграють значну роль як регулятивний інструмент фондового ринку. Тому для ефективного використання інструментів ринку державних зобов'язань у межах фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу необхідним є дослідження регуляторної та регулюючої ролі державних цінних паперів.

Як стверджують українські вчені, в Україні лише відпрацьовується механізм управління державними цінними паперами. До того ж становлення цього механізму та відпрацювання інструментів регулювання цінних паперів відбувається паралельно з формуванням ринкової фінансової інфраструктури [17].

Сучасний вітчизняний ринок боргових зобов'язань представляє деформовану систему випуску й обігу державних цінних паперів. Особливістю розвитку ринку державних боргових зобов'язань є перевищення обсягів зовнішнього ринку державних цінних паперів над обсягами внутрішнього ринку.

Характерними ознаками ринку державних цінних паперів є короткостроковий характер інструментів, висока доходність, розміщення облігацій, орієнтоване на рефінансування накопиченого боргу. Тривалий час проблема погашення та обслуговування державного боргу була обумовлена зазначеними чинниками.

Сформований ринок державних зобов'язань є основою грошово-кредитної політики центрального банку. На даному етапі ринок державних

боргових зобов'язань не виконує функції елемента обслуговування державного боргу. На сьогодні НБУ посідає провідне місце на ринку державних облігацій, має у своєму арсеналі інструменти для проведення грошово-кредитної політики у поєднанні з управлінням державним боргом, однак фактично відсутнє використання державних цінних паперів як інструменту регулювання попиту, стерилізації грошового ринку.

Проаналізуємо період з 2002 по 2006 рік. Дані для розрахунку подані у Додатку Н, а таблиця 2.14. відображає зведені результати розрахунку коефіцієнтів кореляції.

*Таблиця 2.14*

**Коефіцієнти кореляції \***

Показник	Значення
Середня дохідність ОВДП – Темп інфляції	-0,37
Середня дохідність ОВДП – Середні проценти по кредитах	0,47
Середня дохідність ОВДП – Середні проценти по депозитах	0,27
Сальдо ОВДП – Приріст монетарної бази	0,29
Сальдо ОВДП – Приріст МЗ	0,27

\*Джерело: розраховано автором за офіційними даними Міністерства фінансів України, Національного банку України та Державного комітету статистики України

Визначити загальні тенденції, розкрити механізм функціонування ринку державних цінних паперів в сучасних умовах монетарної політики України та дослідити вплив ринку державних цінних паперів на фінансовий ринок можна за допомогою аналізу динаміки середньої дохідності первинного розміщення облігацій внутрішньої державної позики на аукціонах НБУ та динаміки монетарного агрегату МЗ. Аналіз динаміки приросту сальдо надходжень у результаті продажу ОВДП та монетарної бази свідчить про слабку ступінь їх узгодженості. Коефіцієнт кореляції між динамікою надходжень коштів до бюджету в результаті продажу ОВДП та приросту монетарної бази показує тісноту взаємозв'язку між ринком державних цінних паперів та монетарним ринком, ілюструє існування закономірності залежності динаміки монетарної маси від динаміки державних цінних

паперів. В результаті можна зробити висновок про слабку регуляторну роль ринку ОВДП.

Коефіцієнти кореляції між динамікою середньої доходності ОВДП та середніми ставками по кредитах відображають більшу ступінь їх узгодженості, ніж між середніми ставками за депозитами і доходністю ОВДП. За світовою практикою, зниження доходності ОВДП стимулює зниження вартості комерційних кредитів. За результатами дослідження на вітчизняному ринку (див. табл. 2.14) дана тенденція не спостерігається.

Коефіцієнт кореляції між динамікою доходності ОВДП та рівнем інфляції демонструє ступінь не узгодженості доходності ОВДП із динамікою інфляції.

Головним принципом політики управління внутрішнім державним боргом являється мінімізація вартості обслуговування величини державного боргу та відсоткових платежів за ним. Здійснення НБУ функцій платіжного агента Міністерства фінансів у процесі погашення ОВДП і сплати доходу за ними дозволяє сприяти дотриманню політики мінімізації вартості обслуговування державного боргу та оптимізації терміну його погашення. Узгодження і збалансування графіку проведення аукціонів з продажу державних цінних паперів з графіком виплат за державними облігаціями дозволить уникнути ускладнень через нерівномірність та значні коливання виплат по облігаціям, що створюють проблеми в обслуговуванні боргу.

Регулювання ринку державних боргових зобов'язань є специфічною функцією фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. В межах реалізації даної функції, на першому етапі утворення заборгованості в процесі здійснення емісії державних цінних паперів, основними завданнями є організація первинного і вторинного ринку боргових зобов'язань та мінімізація витрат запозичень.



Первинний ринок державних цінних паперів впливає на формування монетарних показників діяльності економіки, але спостерігається тенденція до поступового втрачання ролі регулятора фінансового ринку.

Вторинний ринок облігацій внутрішньої державної позики на сьогодні є мало розвиненим. Угоди на ПФТС та фондовій секції УМВБ майже не укладаються. Використання органами державної влади неринкових методів забезпечення необхідних монетарних показників призводить до негативних наслідків, що відображається на динаміці фінансового ринку. Тому, розвиток вторинного ринку державних цінних паперів є необхідною умовою створення дієвого монетарного механізму регулювання фінансового ринку.

Стійкий вторинний ринок дозволяє стабілізувати ринкові відносини за рахунок наступних його характеристик:

- значний обсяг державних цінних паперів, що обертаються на вторинному ринку;
- широкий розподіл серед великої кількості власників;
- надійна система клірингу і погашення;
- чіткість та об'єктивність структури.

Крім того, розвиток вторинного ринку державних боргових зобов'язань може здійснювати вплив на вартість емісії боргових зобов'язань. Проведення дієвої торгівлі ОВДП на вторинному ринку має сприяти збільшенню кількості інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу.

Регулювання ринку державних цінних паперів направлене на здійснення оптимального варіанту умов емісії для даної ринкової ситуації і передбачає використання наступних заходів:

- 1) створення нових фінансових інструментів на основі використання гнучких процентних ставок;
- 2) встановлення оптимальних строків погашення і врахування особливостей погашення окремих випусків;

### 3) визначення особливостей оподаткування процентних доходів.

Гнучкість процентних ставок може бути досягнута наступними способами:

- через емісію облігацій з плаваючими процентними ставками, що можуть бути ув'язані з процентною ставкою за іншими цінними паперами, з індексом зміни процентних ставок чи індексом цін;

- через застосування заздалегідь встановлених різних фіксованих ставок на різних етапах обігу даного випуску.

У випадку використання облігацій з плаваючими процентними ставками необхідно враховувати, що в період спадання процентних ставок зменшується попит на них порівняно з довгостроковими інструментами з фіксованими ставками.

В умовах різних коливань та невизначеності процентних ставок для збільшення привабливості цінних паперів і підтримки високого рівня їх продажу використовують різні строки погашення державних облігацій. Гнучкість строків погашення, на нашу думку, може сприяти розширенню первинного ринку облігацій.

На обсяги розміщення державних облігацій впливають умови їх погашення, що відрізняються в залежності від:

- розподілу платежів за часом: виплата певної суми в кінці строку погашення, виплата певної суми регулярно чи у розстрочку;

- вартості погашення випуску чи його частин: за номіналом, за ринковою ціною.

Враховуючи побажання інвесторів та ринкову ситуацію, можна варіювати умовами погашення від періодичності виплат до повного одноразового погашення за фіксованим доходом.

Для розширення ринку державних облігацій може використовуватися також спеціальний режим оподаткування, що передбачає звільнення від оподаткування процентного доходу за державними цінними паперами чи

зменшення ставки оподаткування. Даний захід сприяє зменшенню витрат з обслуговування державного внутрішнього боргу, адже стримує зростання процентних ставок за державними цінними паперами.

На величину первинного ринку державних цінних паперів впливає не тільки привабливість його інструментів, а і ступінь врахування інтересів його учасників. Програма емісії державних боргових зобов'язань має враховувати особливості попиту на державні цінні папери з боку різних груп інвесторів. Розробка оптимальної, з точки зору переваг потенційних інвесторів, структури випуску буде сприяти збільшенню обсягів продажу державних цінних паперів та, як наслідок, зниженню вартості випуску боргових зобов'язань. Поділ боргових зобов'язань за різними категоріями власників дозволить розробити ефективну прогнозу боргову політику з визначенням стану попиту і пропозиції на боргові інструменти.

Необхідними заходами у сфері регулювання державної заборгованості є зміна структури кредиторів держави із збільшенням долі вітчизняних комерційних банків, підприємств, населення. Наявність великої кількості різнорідних сегментів ринку державних цінних паперів дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик.

Населення є перспективною групою інвесторів, інвестиційні пропозиції якої коливаються залежності від рівня доходів, здатності до заощаджень та досвіду здійснення накопичень. З метою залучення грошових коштів фізичних осіб можна здійснити випуск високоліквідних зобов'язань.

За перспективного переходу до таргетування інфляції актуалізується питання розширення участі комерційних банків на ринку ОВДП. Режим плаваючого валютного курсу дозволить регулювати грошову пропозицію в економіці через операції придбання Національним банком державних цінних паперів у комерційних банків та рефінансування останніх Національним банком під заставу ОВДП. Отже питання об'єктивізації доходності

державних цінних паперів, взаємоузгодження обсягів державних запозичень з ціновими коливаннями на ОВДП є важливими як для Національного банку так і для вітчизняних комерційних банків. Виходячи з зазначеного, на даному етапі необхідним є збільшення обсягу державних цінних паперів у портфелі комерційних банків. Заохочення останніх передусім передбачає наявність високої і стабільної доходності державних цінних паперів та впевненість у можливості уряду своєчасно сплачувати зобов'язання. При цьому важливо враховувати необхідність мінімізації вартості внутрішніх запозичень з метою зменшення державного боргу. Прийняття рішення про ступінь участі комерційного банку на ринку ОВДП необхідно здійснювати базуючись на:

- аналізі формування ціни на ОВДП за допомогою дослідження щільності зв'язку з процентними ставками міжбанківського ринку. За даними табл. 2.14 коефіцієнт кореляції між середньою доходністю ОВДП та середньою ставкою за кредитами дорівнює 0,47, що свідчить про значний ступінь корельованості між даними показниками;

- аналізі поточного стану грошово-кредитного ринку в аспекті наявного грошового попиту та пропозиції;

- аналізі обсягів державних запозичень у майбутньому.

В умовах трансформаційної економіки особливої уваги вимагає вплив темпів інфляції, реальних відсоткових ставок і надбавки за ризик на майбутню вартість фінансування державного боргу. Маніпулювання з використанням різних видів державних цінних паперів допоможе запобігти впливу порушень економічної рівноваги на стан і структуру державного боргу.

**Висновки до другого розділу.** За результатами аналізу вітчизняної боргової практики, особливостей структурної будови складових державного боргу можна зробити наступні висновки:

1. Формування зовнішнього державного боргу відбувалося за умови

впливу наступних негативних чинників:

- здійснення безсистемних позик, нераціональне використання зовнішніх запозичених коштів, що призвело до змішування державних боргів та боргів підприємств, які були взяті під гарантії уряду;

- обмежена можливість, на перших етапах формування, отримання значних кредитів на вигідних умовах (під невеликі відсотки) через відсутність кредитного рейтингу та неналежність держави до міжнародних фінансових організацій;

- відсутність граничних критичних показників розмірів;

- здійснення економічно необґрунтованих і безконтрольних запозичень під державні гарантії та неефективних заходів до підприємств-позичальників щодо виконання ними фінансових зобов'язань за іноземними кредитами;

- відсутність прогнозування платоспроможності країни, прорахування Урядом та Міністерством фінансів наслідків фідучіарних позик для економіки;

- переважання короткострокових ОЗДП;

- на перших етапах формування, недостатній обсяг валютних резервів, через низьку ефективність зовнішньоекономічної діяльності;

- кризою боргового ринку (1998р.), що зумовила збільшення вартості зовнішніх запозичень та скорочення терміну надання позик;

- використання запозичень на рефінансування державного боргу.

2. До комплексу заходів по врегулюванню проблеми зовнішнього боргу можна віднести наступні:

- інвентаризація всіх видів запозичень з метою визначення їх справжньої суми, що дозволить уникнути безсистемних позик;

- забезпечення раціонального використання зовнішніх запозичених коштів, надання пріоритетності витрачання на виробничі потреби;

- використання можливості виваженого трансформування зовнішнього державного боргу у внутрішній, що вимагає наявності глобальної

макроекономічної нестабільності, з урахуванням ситуації на внутрішньому та міжнародному фінансових ринках, удосконаленням внутрішнього фінансового ринку.

- дотримання принципу малодефіцитності державного бюджету, що дасть можливість знизити динаміку зростання зовнішнього державного боргу;

- забезпечення максимальної прозорості та узгодження стратегії регулювання на всіх стадіях здійснення запозичень - від розгляду доцільності до остаточного погашення позик, що дозволить уникнути піків платежів та оптимізувати структуру державного боргу;

- використання гнучких методів контролю відтоку капіталу за кордон, нетарифного регулювання імпорту, з метою зміцнення ресурсної бази обслуговування зовнішнього державного боргу;

- скорочення імпорту енергоносіїв у розрахунку на 1 грн. ВВП;

- визначення можливості використання коштів від приватизації державного майна на погашення зовнішнього боргу;

- забезпечення єдності планування та обліку всіх операцій по залученню, погашенню та обслуговуванню зовнішніх державних запозичень.

3. Пріоритетними напрямками удосконалення механізму зовнішніх державних запозичень є:

- удосконалення законодавчого забезпечення формування зовнішньої заборгованості, зокрема прийняття Закону України "Про зовнішній державний борг України", в якому має бути визначено понятійний апарат, механізми залучення кредитних ресурсів і обслуговування зовнішнього боргу, показники (індикатори) зовнішньої заборгованості, порядок та умови реструктуризації державних боргових зобов'язань з метою правового визначення системи критичних показників, які гарантують національну економічну безпеку;

- підтримка ринку зовнішніх державних зобов'язань та сприяння підвищенню кредитного рейтингу держави, що призведе до зменшення ризикованості боргових зобов'язань і здешевлення їх вартості;

- удосконалення інституційного рівня регулювання державного боргу: відокремлення незалежного підрозділу, що виконує функції з управління зовнішнім державним боргом, підвищення координації роботи різних відомств;

- проведення постійного аналізу та моніторингу кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу, стану зовнішнього боргу, що має сприяти оптимізації структури нових запозичень за строками і портфелем з метою уникнення додаткового навантаження на графік обслуговування існуючих боргових зобов'язань;

- перехід на управління багатокomпонентною валютною структурою державного боргу, з урахуванням валютних ризиків. Зміна валютної структури дозволить проводити більш ефективну політику у сфері зменшення вартості обслуговування та диверсифікації валютних ризиків;

- капіталізація прострочених відсоткових платежів за зовнішнім боргом у новий борг з більш тривалим строком погашення, що дозволить мінімізувати витрати з обслуговування зовнішнього державного боргу;

- сприяння розвитку ринку похідних інструментів, для створення можливості застосування „свопових” механізмів реструктуризації зовнішнього боргу;

- здійснення управління структурою відсоткових виплат: заміщення поточних виплат за фіксованою і плаваючою ставкою з урахуванням найбільш привабливих валют.

4. У розвитку ринку внутрішніх державних запозичень простежуються наступні негативні моменти, що вплинули на формування внутрішнього державного боргу:

- встановлення надвисокої дохідності по випущених ОВДП, з метою

стимулювання надходжень до державного бюджету, що спричинило переплив грошових ресурсів з реального сектора економіки до фінансового;

- високі темпи нарощування внутрішнього державного боргу на початкових етапах його формування, за умов економічного спаду, відсутності реальних джерел надходження коштів до державного бюджету, зумовили направлення великих сум, залучених через випуск ОВДП, на погашення зобов'язань за попередніми випусками, що призвело до присвоєння ринку державних цінних паперів ролі дефіцитоутворюючого фактора;

- нереальність закладених у державний бюджет параметрів податкових надходжень зумовила зростання внутрішнього державного боргу;

- висока доходність по державних облігаціях та податкові пільги для нерезидентів при проведенні операцій з ОВДП сприяли залученню іноземного спекулятивного капіталу до фінансування державного бюджету;

- короткостроковий характер державних облігацій сприяв посиленню нестабільності на ринку державних боргових зобов'язань та валютному ринку.

5. Пріоритетними напрямками удосконалення механізму внутрішніх державних запозичень є:

- удосконалення нормативно-правової бази. В Україні не створено цілісної системи комплексного правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення державних запозичень та їх використання. Управлінський процес від етапу взяття боргових зобов'язань до використання запозичених коштів та їх повернення діє неефективно, а здійснювана боргова політика не зорієнтована на потреби економічного зростання країни;

- створення ефективно діючого ринку державних боргових зобов'язань на довгостроковий період, у тому числі високоліквідного вторинного організованого ринку державних боргових зобов'язань. Проведення дієвої торгівлі ОВДП на вторинному ринку має сприяти збільшенню кількості



інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу;

- створення привабливих, доступних і надійних для всіх категорій інвесторів середньо - та довгострокових фінансових інструментів, з використанням гнучких процентних ставок. Гнучкість процентних ставок може бути досягнута наступними способами:

- через емісію облігацій з плаваючими процентними ставками, що можуть бути ув'язані з процентною ставкою за іншими цінними паперами, з індексом зміни процентних ставок чи індексом цін;

- через застосування заздалегідь встановлених різних фіксованих ставок на різних етапах обігу даного випуску.

- встановлення оптимальних строків погашення і врахування особливостей погашення окремих випусків;

- визначення особливостей оподаткування процентних доходів. Для розширення ринку державних облігацій може використовуватися також спеціальний режим оподаткування, що передбачає звільнення від оподаткування процентного доходу за державними цінними паперами чи зменшення ставки оподаткування. Даний захід сприяє зменшенню витрат з обслуговування державного внутрішнього боргу, адже стримує зростання процентних ставок за державними цінними паперами;

- зміна структури кредиторів держави із збільшенням частки підприємств і населення. З метою залучення грошових коштів фізичних осіб можна здійснити випуск високоліквідних зобов'язань. Наявність великої кількості різномірних сегментів ринку державних цінних паперів дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик;

- планування випуску боргових зобов'язань, враховуючи сезонний фактор наповнення бюджету. Коригування емісії державних цінних паперів буде сприяти формуванню оптимальної за строками погашення структури

державного боргу та ефективному процесу обслуговування основної величини державного боргу;

- коригування боргових зобов'язань за строками користування має здійснюватися залежно від етапу економічного розвитку і дозволить забезпечити рівномірний графік погашення заборгованості;

6. Ринок державних цінних паперів може стати ефективним елементом системи регулювання державного боргу за умов впровадження наступних заходів:

- узгодження і збалансування графіку проведення аукціонів з продажу державних цінних паперів з графіком виплат за державними облігаціями дозволить уникнути ускладнень через нерівномірність та значні коливання виплат по облігаціям, що створюють проблеми в обслуговуванні боргу;

- розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, що має сприяти збільшенню кількості інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу;

- створення нових фінансових інструментів на основі використання гнучких процентних ставок. Останнє може бути досягнуте через емісію облігацій з плаваючими процентними ставками, що можуть бути ув'язані з процентною ставкою за іншими цінними паперами, з індексом зміни процентних ставок чи індексом цін та через застосування заздалегідь встановлених різних фіксованих ставок на різних етапах обігу даного випуску;

- встановлення оптимальних строків погашення і врахування особливостей погашення окремих випусків, що забезпечить гнучкість строків погашення і може сприяти розширенню первинного ринку облігацій;

- визначення особливостей оподаткування процентних доходів, що має сприяти зменшенню витрат з обслуговування державного внутрішнього боргу, адже стримує зростання процентних ставок за державними цінними паперами;

- вираховування у програмі емісії державних боргових зобов'язань особливостей попиту на державні цінні папери з боку різних груп інвесторів, що буде сприяти зниженню вартості випуску боргових зобов'язань, збільшенню ефективності боргового прогнозування;

- зміна структури кредиторів держави із збільшенням частки вітчизняних комерційних банків, підприємств, населення, що дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик.

- маніпулювання з використанням різних видів державних цінних паперів допоможе запобігти впливу порушень економічної рівноваги на стан і структуру державного боргу.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у розділі 2 дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях [64, 65, 66, 68, 71, 73, 75].

## РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ

### 3.1. Моделювання факторів та динаміки державного боргу

На сьогодні, за існуючих незначних критичних показників боргового навантаження, необхідними є наукові розробки з оперативного регулювання державного боргу, спрямовані на стабілізацію боргового процесу, утримання державного боргу на визначеному рівні, управління державним боргом за допомогою параметрів економічної моделі. В умовах спрямованості на досягнення взаємоузгодженості боргової, фіскальної та грошово-кредитної політики в аспекті їх взаємозв'язку із загальнодержавною політикою інтерес являють моделі динаміки державного боргу, що призначені для аналізу тенденцій зміни боргових зобов'язань у співвідношенні з макроекономічними показниками та змінними кредитно-грошової політики.

Розглянемо базову модель динаміки державного боргу, яка припускає використання боргу як єдиного джерела фінансування дефіциту бюджету. Початковими передумовами моделі є відсутність грошової емісії, сеньйоражу та інфляції, при цьому боргові зобов'язання не диференціюються за видами (для умовності можна припустити, що це державні облігації) [176, 177].

На основі попередніх зауважень та припущень, що приріст боргу здійснюється в обсязі, достатньому для покриття дефіциту бюджету і забезпечення прибутковості боргових зобов'язань, визначаємо рівняння динаміки державного боргу в безперервній постановці:

$$\dot{x} = rx + g_0, \tag{1}$$

де  $x > 0$  – змінна боргу (функція від часу),

$$\dot{x} = \frac{dx}{dt} - \text{приріст боргу за «малий» інтервал часу,}$$

$r > 0$  – ставка прибутковості за борговими зобов'язаннями,

$g_0 > 0$  – дефіцит державного бюджету.

З математичної точки зору дана модель являє собою диференціальне рівняння, рішенням якого є  $x(t)$  – траєкторія боргу, яка залежить від екзогенних змінних моделі: ставки відсотка ( $r$ ) і дефіциту державного бюджету ( $g$ ). Тип рівняння та особливості його розв'язання залежать від завдання цих змінних, які в загальному випадку є функціями від часу.

Припустимо спочатку, що ставка відсотка і дефіцит бюджету є константами. Для таких умов проведемо аналіз розв'язання моделі (1) не тільки за умови дефіциту державного бюджету, а й за умови профіциту державного бюджету. Аналіз заснований на базових положеннях теорії диференціальних рівнянь і методах економічної динаміки [168].

Розв'язання рівняння (1) дає нам експонентну траєкторію державного боргу:

$$x(t) = \left( x_0 + \frac{g_0}{r} \right) e^{rt} - \frac{g_0}{r}, \quad (2)$$

де  $x_0$  – початкове значення боргу,

$g_0$  – початкове (і постійне) значення дефіциту (профіциту) бюджету.

Зазначимо, що у моделях динаміки має значення не стільки знаходження шуканої траєкторії, скільки рівноважне рішення та його стійкість. Наявність стійкої рівноваги свідчить про можливість стабілізації боргового процесу, утримання державного боргу на деякому рівні, керування ним за допомогою параметрів моделі.

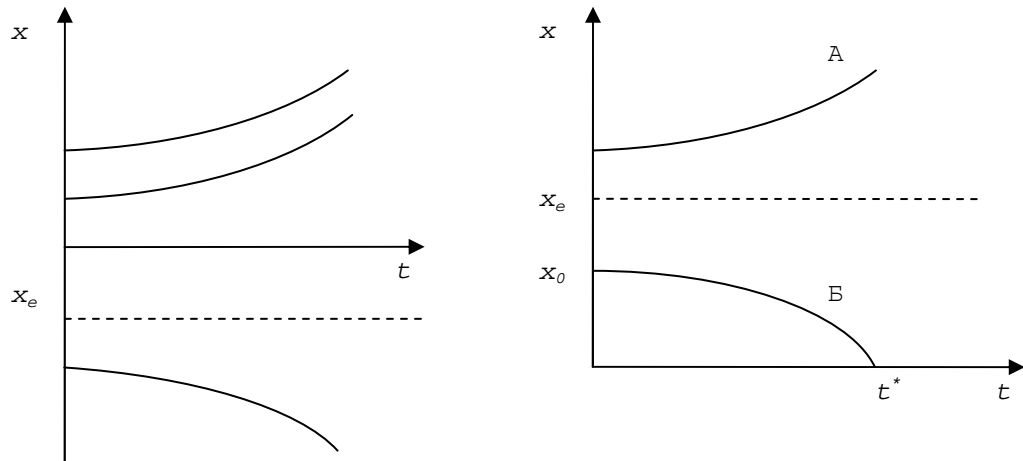
Стійкість рівноваги залежить від знака коефіцієнта в показнику ступеня експоненти. Оскільки  $r > 0$ , то рівновага нестійка. Це означає, що з будь-якого початкового стану система віддаляється від рівноваги за висхідною або спадною траєкторією залежно від того, де стосовно рівноваги вона перебуває

в початковий момент (рис. 3.1). Зазначимо, що темп приросту державного боргу  $\rho$  залежить від часу, державний борг починає рости з початковим темпом  $i$  із часом прагне до величини, що дорівнює ставці прибутковості  $r$ .

$$\rho(t) = \frac{\dot{x}}{x} = \frac{r(x_0 + \frac{g_0}{r})e^{rt}}{(x_0 + \frac{g_0}{r})e^{rt} - \frac{g_0}{r}} \xrightarrow{t \rightarrow \infty} r, \quad (3)$$

$$\rho_0 = \frac{\dot{x}}{x} \Big|_{t=0} = \frac{r(x_0 + \frac{g_0}{r})}{x_0 + \frac{g_0}{r} - \frac{g_0}{r}} = r + \frac{g_0}{x_0}, \quad (4)$$

Рівноважне рішення  $x_e$ , тобто значення боргу, що не змінюється протягом часу, знаходиться з умови  $\dot{x} = 0$ . Таким чином, одержуємо:  $x_e = -g_0/r$ .



а) дефіцит бюджету

б) профіцит бюджету

**Рис. 3.1. Траєкторії державного боргу і рівновага за різних початкових умов**

Розглянемо динаміку державного боргу за умов дефіциту і профіциту державного бюджету:

1. При дефіциті бюджету ( $g_0 > 0$ ) рівноважне розв'язання не має змістовного смислу, тому що  $x_e < 0$ . Однак, це не має істотного значення, тому що рівновага нестійка, тобто траєкторія державного боргу з будь-якого

початкового стану з часом віддаляється від рівноваги (див. рис.3.1а).

Зазначимо, що початкові величини державного боргу можуть бути лише позитивними, тому для нашої моделі мають значення тільки криві в першій чверті (див. рис. 3.1а).

Отже, за умови дефіциту державного бюджету, при будь-якій початковій позитивній величині державного боргу він, відповідно до рівняння (2), монотонно зростає зі спадним темпом. Таким чином, стабілізація боргу в зазначеній ситуації неможлива без залучення інструментів управління витратами і доходами держави, засобів монетарної політики.

2. Зазначимо, що у початковому стані економіка може характеризуватися наявною величиною державного боргу і профіциту бюджету. При профіциті бюджету ( $g_0 < 0$ ) рівноважне значення боргу – це позитивна величина ( $x_e = -g_0/r > 0$ ). Отже, в початковий момент система може перебувати як вище, так і нижче рівноваги (див. рис. 3.1б):

а) якщо початкова величина боргу більше за рівноважну ( $x_0 > -\frac{g_0}{r} > 0$ ), то динаміка боргу аналогічна попередньому випадку, як це графічно представлено на рис. 3.1б (крива А). Початкову умову можна переписати у вигляді:  $r > -\frac{g_0}{x_0}$ , що задає початкове співвідношення між ставкою прибутковості та відношенням профіциту державного бюджету і державного боргу, за якого можлива така траєкторія боргу;

б) якщо початковий державний борг менше рівноважного ( $0 < x_0 < -\frac{g_0}{r}$ ), тобто  $r < -\frac{g_0}{x_0}$ , то зміна боргу відбувається по кривій Б (див. рис. 3.1б): початковий темп негативний, траєкторія має спадний характер і в деякий момент часу  $t^* > 0$  приймає нульове значення. Зазначимо, що це є принциповою відмінністю даної траєкторії від розглянутих вище.

Період часу, необхідний для зниження до нуля початкового боргу,

визначається з умови  $x(t^*) = 0$ , тобто з рівняння:

$$\left(x_0 + \frac{g_0}{r}\right)e^{rt^*} - \frac{g_0}{r} = 0.$$

Розв'язуючи його, одержуємо:

$$t^* = \frac{1}{r} \ln \frac{g_0}{rx_0 + g_0}, \quad (5)$$

Оскільки за умовою  $g_0 < 0$  та  $x_0 < -\frac{g_0}{r}$ , то шуканий момент часу  $t^* > 0$  і має змістовну інтерпретацію.

Таким чином, з урахуванням зазначених вище припущень даної моделі, наявність в економіці профіциту бюджету не гарантує спадні траєкторії боргу. Якщо вважати початкові умови розвитку заданими, а такими в моделі є початкові значення дефіциту (профіциту) державного бюджету і державного боргу, то керуючою змінною виступає ставка прибутковості державних зобов'язань, за допомогою регулювання якої можна змінювати характеристики динаміки державного боргу.

Зменшення боргу з початкової величини до нуля при профіциті бюджету можливо при певних значеннях ставки прибутковості, обумовлених початковими умовами, а саме:  $r < -\frac{g_0}{x_0}$ . Дана умова інтерпретується наступним чином: чим більше профіцит у співвідношенні з початковим боргом, тим більше широкі можливості має держава в підвищенні ставки за своїми зобов'язаннями.

Як було показано вище, у випадку дефіциту державного бюджету дана модель відтворює тільки зростаючі траєкторії боргу, і неможлива його стабілізація. Динаміка зобов'язань розвивається аналогічно грі Понці, яка описує фінансову піраміду, коли покриття поточних боргів забезпечується майбутніми боргами. Зазначимо, що така динаміка державного боргу може відбуватися на тлі значного економічного росту (модель не накладає на нього ніяких обмежень). Необхідною умовою є тільки те, щоб дефіцит



(профіцит) бюджету залишався постійною величиною. Відобразимо це на простій моделі. Припустімо, що доходи бюджету формуються тільки за рахунок податкових надходжень, які в загальному випадку змінюються в часі  $T(t)$ , витрати бюджету є також функцію від часу і позначаються  $G(t)$ . Тоді, дефіцит (профіцит) бюджету дорівнює:

$$g(t) = G(t) - T(t).$$

Припустімо, що економічна політика передбачає постійне податкове навантаження:

$$T(t) = ay(t),$$

де  $Y(t)$  – ВВП,

$a$  – коефіцієнт загального податкового навантаження, який застосовується в економічних дослідженнях [59, 132].

У припущеннях моделі величина дефіциту (профіциту) приймається постійної  $g_0$ , отже:

$$G(t) = ay(t) + g_0.$$

Задаючи різні моделі росту ВВП, ми одержуємо пропорційне зростання податків, а значить доходів бюджету і відповідне збільшення державних витрат (з дефіцитом або профіцитом).

Припустімо, наприклад, ВВП збільшується з постійним темпом (наприклад, у моделі Харрода-Домара [84]), тобто має експонентну динаміку з темпом приросту  $\alpha > 0$ , який, за припущення нейтральності податків, не залежить від податкового навантаження:

$$Y(t) = Y_0 e^{\alpha t},$$

де  $Y_0$  – початкове значення ВВП.

Відповідно, траєкторії державних доходів і державних витрат мають вигляд:

$$T(t) = aY_0 e^{\alpha t}, \quad G(t) = aY_0 e^{\alpha t} + g_0.$$

Зазначимо, що в даній моделі за постійного податкового навантаження  $a$  показник державного навантаження  $q$ , який розраховується як відношення державних витрат до ВВП і використовується для кількісної характеристики

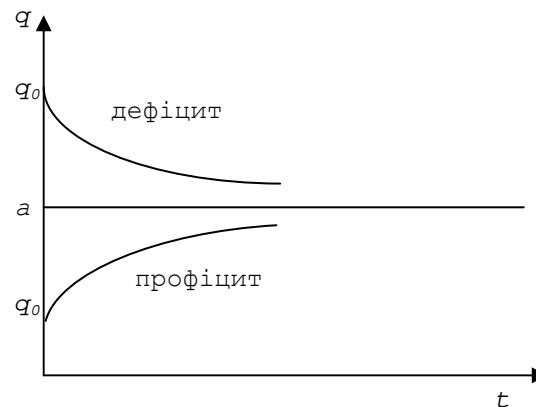
державного втручання в економіку [86], змінюється в часі:

$$q(t) = \frac{G(t)}{Y(t)} = a + \frac{g_0}{Y_0 e^{\alpha t}} = a + \beta_0 e^{-\alpha t},$$

де  $\beta = g/Y$  – показник питомого дефіциту (профіциту) державного бюджету,

$\beta_0$  – початкове значення показника питомого дефіциту (профіциту) державного бюджету.

Отже,  $q(t) = a + \beta_0 e^{-\alpha t} \xrightarrow{t \rightarrow \infty} a$ , тобто державне навантаження із часом наближається до податкового навантаження: при дефіциті бюджету частка державних витрат у ВВП зменшується, наближаючись зверху до значення податкового навантаження, а при профіциті – збільшується, наближаючись знизу (рис.2).



**Рис. 3.2. Динаміка державного навантаження**

В умовах формування дієвого механізму регулювання державного боргу, зокрема, його структури, актуалізується питання характеристики відносних показників державної заборгованості. Відносна величина державного боргу у зіставленні із загальними макроекономічними показниками є важливою і за умов аналізу динаміки державного боргу. Основним відносним показником державного боргу є питома вага державного боргу у ВВП:

$$z(t) = x(t)/Y(t).$$

На практиці використовуються емпіричні оцінки верхньої границі цього показника, наприклад, для економіки, що розвивається, за деякими оцінками вона становить 50-70% [175].

З метою теоретичного обґрунтування тенденцій цього показника проведемо аналіз його динаміки на основі розглянутої вище моделі, з використанням результатів, представлених в роботі Смірнова А.Д. [176, с. 116 - 188].

За рахунок диференціації вираження питомого боргу, одержуємо:

$$\dot{z} = \frac{\dot{x}Y - x\dot{Y}}{Y^2} = \frac{\dot{x}}{Y} - z\frac{\dot{Y}}{Y},$$

звідки, використовуючи рівняння динаміки боргу (1) і позначивши темп приросту ВВП через  $\alpha$ , можемо вивести рівняння динаміки питомого боргу:

$$\dot{z} - (r - \alpha)z = \frac{g}{Y} \quad (6)$$

У правій частині рівняння (6) знаходиться важливий відносний показник - питомий дефіцит (профіцит), тобто частка останнього у ВВП, яка в загальному випадку змінюється в часі, тому що і чисельник, і знаменник є в загальному випадку функціями часу.

Припустімо, що питомий дефіцит – величина постійна, позначимо її  $d$ . Зазначимо, що це може мати місце і при економічному зростанні, і при спаді, але повинна виконуватися умова односпрямованості та пропорційності динаміки ВВП і дефіциту державного бюджету.

Припустімо також, що ставка прибутковості за державними зобов'язаннями і темп приросту ВВП постійні. Позначимо різницю між ними через  $\beta = r - \alpha$ .

Рівноважне значення питомого боргу  $z_e$  залежить від параметрів  $d, \beta$ :  $z_e = -d/\beta$ .

Рішення рівняння (6) при зазначених припущеннях має вигляд:

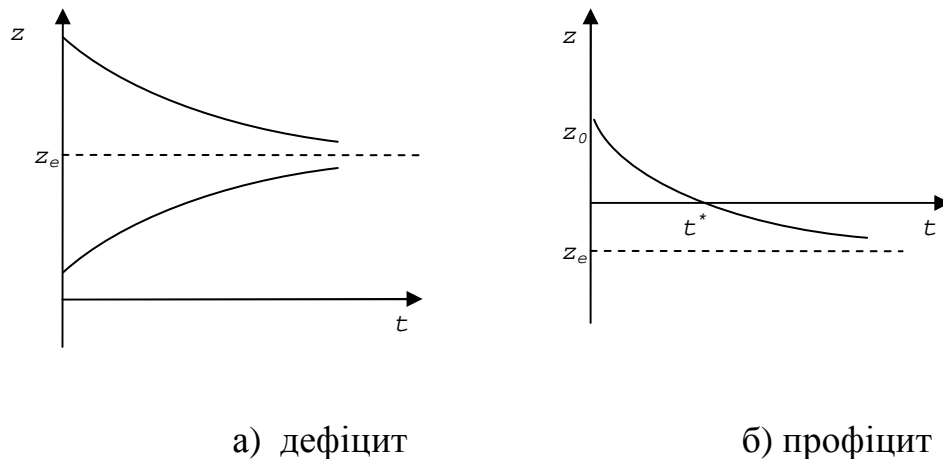
$$z(t) = \left( z_0 + \frac{d}{\beta} \right) e^{\beta t} - \frac{d}{\beta}, \quad (7)$$

де  $z_0$  – початкове значення питомого боргу.

Стійкість рівноваги залежить від параметра  $\beta$ : рівновага нестійка, якщо  $\beta > 0$ , тобто  $r > \alpha$ , і стійка, якщо  $\beta < 0$ , тобто  $r < \alpha$ . Таке співвідношення параметрів можна назвати умовою стабілізації питомого боргу.

Розглянемо властивості траєкторії питомого боргу залежно від виконання зазначеної умови:

1.  $r < \alpha$ . У цьому випадку з будь-якого початкового стану система прагне до рівноваги  $z_e = -d/\beta$ . При дефіциті бюджету ( $z_e > 0$ ) існує можливість стабілізації питомого боргу при будь-якому його початковому значенні (рис. 3. 3а).



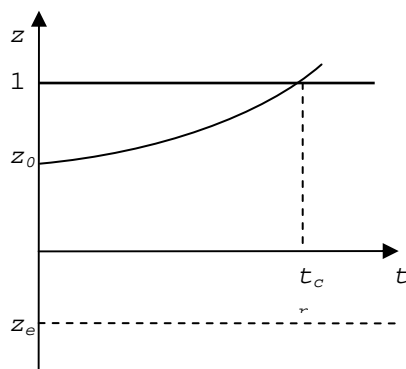
**Рис. 3.3. Стійка рівновага в моделі питомого боргу**

А при профіциті рівноважне значення питомого боргу негативне, і це є суттєво, тому що рівновага стійка. Як видно з рис. 3. 3б, початкове значення змінної зменшується та існує момент часу  $t^*$ , коли борг приймає нульове значення. Цей момент виникає за умови  $z(t^*) = 0$ . Звідси знаходимо:

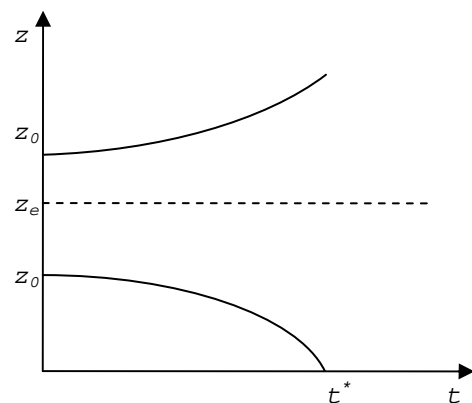
$$t^* = \frac{1}{\beta} \ln \frac{\frac{d}{\beta}}{z_0 + \frac{d}{\beta}}. \quad (8)$$

Таким чином, якщо ставка прибутковості менше темпу приросту ВВП, то при дефіциті бюджету відбувається стабілізація питомого державного боргу, а при профіциті - борг зменшується за певний період до нуля.

2.  $r > \alpha$ , тобто  $\beta > 0$ . У цьому випадку при дефіциті бюджету рівноважне значення питомого боргу не має змістовної інтерпретації, тому що це негативна величина, однак це несуттєво в силу нестійкості рівноваги. Траєкторії  $z(t)$  аналогічні кривим абсолютної величини боргу (рис. 3.1а), але оскільки питома вага боргу у ВВП не повинна перевищувати 1, то існує обмеження для росту питомого боргу (рис. 3. 4а).



а) дефіцит бюджету



б) профіцит бюджету

**Рис. 3.4. Нестійка рівновага в моделі питомого боргу**

Експонентне зростання цієї змінної теоретично може відбуватися тільки до критичного моменту  $t_{cr}$ , коли борг буде дорівнювати ВВП, і який знаходиться з умови:

$$z(t_{cr}) = \left( z_0 + \frac{d}{\beta} \right) e^{\beta t_{cr}} - \frac{d}{\beta} = 1,$$

звідки

$$t_{cr} = \frac{1}{\beta} \ln \frac{1 + \frac{d}{\beta}}{z_0 + \frac{d}{\beta}}. \quad (9)$$

Вираз під логарифмом більше 1, тому що  $z_0 < 1$ , отже,  $t_{cr} > 0$ , тобто має змістовну інтерпретацію. Незважаючи на те, що ситуація, коли державний борг досягає величини ВВП нереалістична, знаходження критичного інтервалу дозволяє оцінити потенційно можливі тимчасові межі «розкручування» боргу, принципові межі припустимого часу в політиці запозичення. Крім того, можна задати будь-яку іншу граничну величину і знайти аналогічним чином припустимий інтервал часу  $t_{cr}$ .

Якщо за умови  $r > \alpha$  має місце профіцит, то нестійка рівновага перебуває в позитивній області, і можливі, аналогічно базової моделі динаміки боргу, дві ситуації: зростання і падіння  $z(t)$  (див. рис. 3. 4б). Якщо в початковий момент система перебувала вище рівноваги, то питоми державний борг буде зростати до 1 (див. рис. 3. 4а). Цей момент визначається з формули (9). Якщо початкове значення питомого боргу менше рівноважного, то він буде зменшуватися і у момент  $t^*$  буде дорівнювати нулю. Цей момент знаходиться з умови (8).

Результати аналізу моделі динаміки питомого боргу (6) узагальнені в табл. 3.1.

За даними табл. 3.1 зменшення початкового питомого боргу можливо не тільки при дотриманні умови стабілізації, але й за умови її порушення, але при відповідному початковому стані  $z_0 < z_e$ . Оскільки рівноважне значення залежить від  $z_e = -d/\beta$ , а  $\beta = r - \alpha$ , то з урахуванням формул для питомого боргу й питомого профіциту початкову умову  $z_0 < z_e$  можна записати:

$$\frac{x_0}{Y_0} < -\frac{g_0}{\beta Y_0}, \text{ і далі } r < \alpha - \frac{g_0}{x_0}.$$

Таблиця 3.1

## Характеристика динаміки питомого боргу

Співвідношення параметрів	Характеристики	Дефіцит	Профіцит
$r > \alpha$	тип рівноваги	нестійкий	
	знак рівноваги	$< 0$	$> 0$
	тип траєкторії	зростаюча	$z_0 > z_e$ – зростаюча $z_0 < z_e$ – убутна
$r < \alpha$	тип рівноваги	Стійкий	
	знак рівноваги	$> 0$	$< 0$
	тип траєкторії	$z_0 > z_e$ – убутна $z_0 < z_e$ – зростаюча	убутна

Остання нерівність дозволяє підбудовувати рівноважне значення під початковий стан системи за допомогою параметра  $r$  з метою зміни характеру динаміки питомого державного боргу. Таким чином, при профіциті бюджету припустимі межі для норми прибутковості розширюються: зменшення боргу відбувається не тільки при  $r < \alpha$ , але й при  $\alpha < r < \alpha - g_0/x_0$ .

Крім запозичень на зовнішньому і внутрішньому ринках для фінансування витрат і бюджетного дефіциту держава також використовує емісію грошей і сеньйораж. Облік цього джерела приводить до відомої модифікації базової моделі динаміки боргу, яка використовується в макроекономічному аналізі [176, с. 116 - 118]

$$\dot{x} + s = rx + g, \quad (10)$$

де  $x(t) > 0$  – змінна боргу (функція від часу),

$\dot{x} = \frac{dx}{dt}$  - приріст боргу за «малий» інтервал часу,

$s(t) = \frac{dM}{dt}$  - сеньйораж (приріст грошової маси  $M(t)$ ),

$r(t) > 0$  – безризикова ставка прибутковості по боргових зобов'язаннях держави,

$g(t)$  – дефіцит (профіцит) бюджету.

У рівнянні (10) усі показники представлені в номінальному вираженні. Для переходу до відносних поділимо почленно рівняння (10) на показник

ВВП ( $y$ ):

$$\frac{\dot{x}}{y} + s = r \frac{x}{y} + \frac{g}{y}.$$

Позначимо:  $m = s/y$  – питомий сеньйораж,  $d = g/y$  – питомий дефіцит (профіцит),  $z = x/y$  – питомий борг.

З огляду на те, що  $\dot{x} = \frac{\dot{x}y - x\dot{y}}{y^2} = \frac{\dot{x}}{y} - x\frac{\dot{y}}{y}$ , можемо записати рівняння

боргу у відносних показниках

$$\dot{z} - (r - \alpha)z = d - m, \quad (11)$$

де  $\alpha = \frac{\dot{y}}{y}$  – темп приросту ВВП.

Рішення цього рівняння при заданих параметрах і початкових умовах дає нам траєкторію питомого боргу  $z(t)$ , яка має різні властивості при різних параметрах. Так, при постійних ставці прибутковості, темпі приросту ВВП, питомому дефіциті й сеньйоражі, рішення (11) мало відрізняється від рішення моделі без сеньйоражу (7), і висновки щодо стійкості рівноваги зберігаються:

$$z(t) = \left( z_0 + \frac{d - m}{\beta} \right) e^{\beta t} - \frac{d - m}{\beta},$$

де  $\beta = r - \alpha$ .

Відмінність цього випадку полягає у тому, що рівноважний стан тут залежить не тільки від дефіциту бюджету, але й від сеньйоражу:  $z_e = -(d - m)/\beta$ .

Інтерес становить випадок, коли питомий сеньйораж є не постійною величиною, а змінюється в часі. Для зручності використовуємо експонентну залежність  $m(t) = m_0 e^{kt}$  і припустимо збалансованість доходів і витрат бюджету (нагадаємо, що витрати по обслуговуванню боргу враховуються в



моделі окремо й не відбиваються в дефіциті або профіциті бюджету).

Рішення моделі (11) при таких припущеннях і початковим значенні  $z_0$  має вигляд:

$$z(t) = \left( z_0 + \frac{m_0}{k - \beta} \right) e^{\beta t} - \frac{m_0}{k - \beta} e^{kt}. \quad (12)$$

Аналіз рішення дозволяє зробити наступні висновки щодо характеру траєкторії питомого боргу залежно від співвідношення параметрів  $k$ ,  $\beta$ .

1.  $\beta < 0$ ,  $k > 0$ . Питома вага боргу у ВВП убуває й можна розрахувати момент часу, коли він станемо рівним нулю. Це наочно ілюструє взаємозамінність сеньйоражу й запозичення в політику фінансування державних витрат і боргу: емісія витісняє борг.

2.  $0 < \beta < k$ . Цей випадок прикметний тим, що ставка прибутковості державних зобов'язань перевищує темп росту ВВП, тобто ситуація несприятлива для динаміки боргу. Однак темп, що обганяє приріст сеньйоражу, приводить також до зниження питомого боргу й можливості зведення його до 0.

3.  $0 < k \leq \beta$ . У такій ситуації, яка характеризується несприятливим співвідношенням темпу ВВП зі ставкою прибутковості й недостатнім використанням емісійного важеля, борг буде рости більш прискорено, ніж ВВП за умови, що  $\left( z_0 + \frac{m_0}{k - \beta} \right) > 0$ .

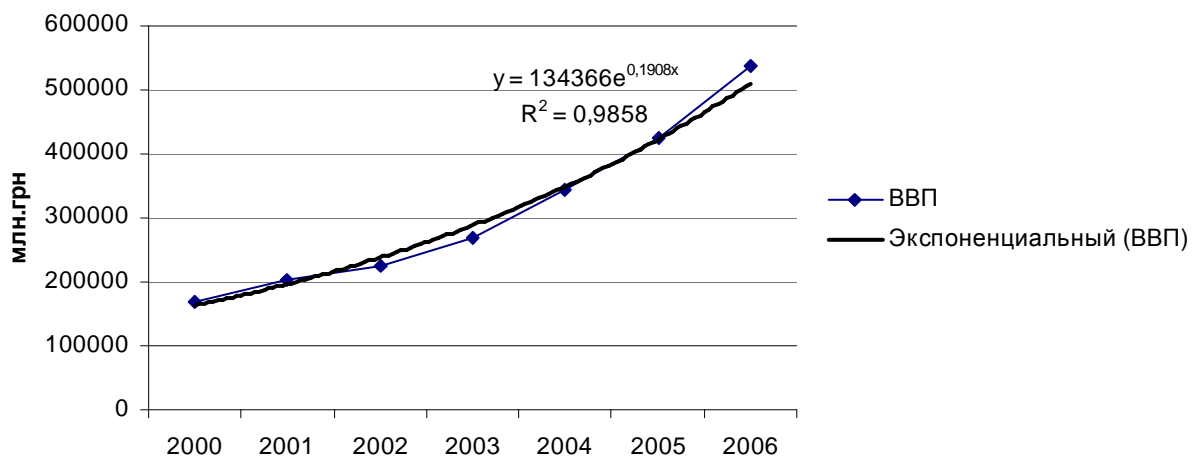
Більш докладно властивості представлених моделей розглянемо на прикладі макроекономічних показників України. Розглянемо сформовані в Україні тенденції зміни державного боргу у взаємозв'язку з динамікою показників зведеного бюджету й ВВП на основі даних, представлених у табл. 3. 2 (розраховане за офіційним даними Міністерства фінансів України).

*Таблиця 3.2*

### **Динаміка державного боргу та ВВП в Україні**

Рік	ВВП у фактичних цінах, млн. грн.	Темп приросту ВВП у фактичних цінах, %	Темп приросту реального ВВП, %	Державний борг, тис. грн.	Приріст боргу у % до попереднього року	Відношення боргу до ВВП (питомий борг), %
2000	170 070	30,38	5,9	77020449,4	-	45,29
2001	204 190	20,06	9,2	74629740,5	-3,1	36,55
2002	225 810	10,59	5,2	75729102,9	1,5	33,54
2003	267 344	18,39	9,6	77533476,7	2,4	29,00
2004	345 113	29,09	12,1	85401136,2	10,1	24,75
2005	441 452	27,92	2,7	78146568,0	-8,5	17,70
2006	537 667	21,80	7,1	80548517,4	3,1	14,98

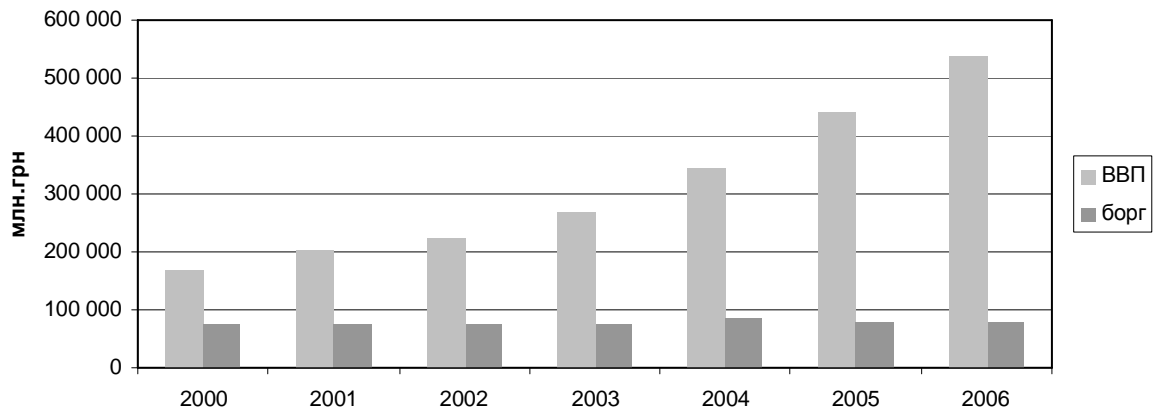
За період 2000 – 2006 рр. більш виражену зростаючу динаміку мав ВВП у фактичних цінах. Вона добре описується експонентним трендом (коефіцієнтом детермінації  $R^2 = 0,986$ ) із середньорічним темпом приросту  $\exp(0,1908) - 1 = 0,21$  (рис. 3.5).



**Рис. 3.5. Динаміка фактичного ВВП**

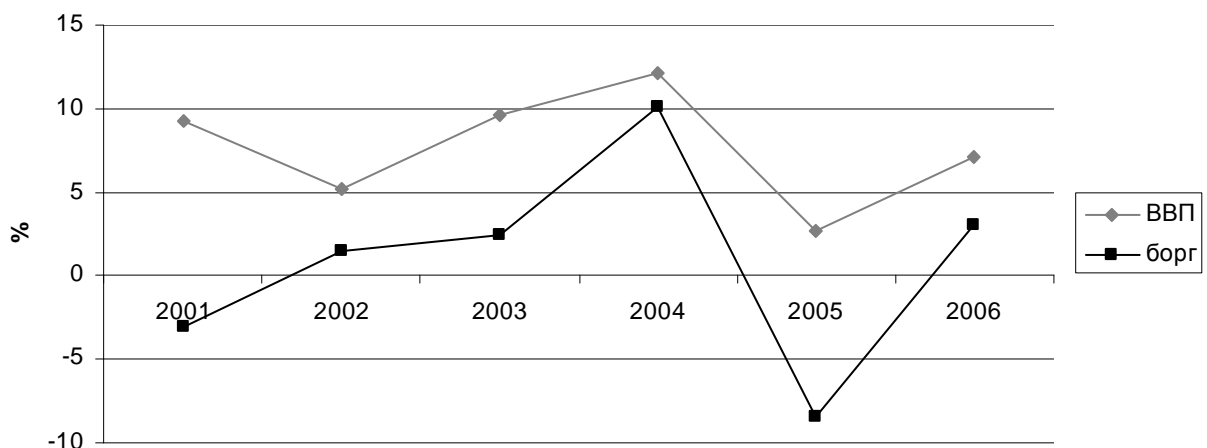
Зміна загального боргу держави також має тенденцію до зростання, хоча набагато більш слабку. Приріст боргу в абсолютному вираженні не був монотонним: 2001 і 2005 роки характеризуються скороченням загальної величини зобов'язань держави. Загальна сума боргу виросла за весь період

на 3528068 тис. грн., що становить щодо невеликий відсоток (4,58%) стосовно базового 2000 року (рис. 3. 6).



**Рис. 3.6. Динаміка фактичного ВВП і державного боргу в Україні**

ВВП ріс не тільки у фактичних цінах, але й у реальному вираженні, однак його темп приросту характеризується суттєвим коливанням від 2,7% (2005 р.) до 12,1% (2004 р.). Привертає до себе увагу погодженість зміни темпів ВВП і боргу (див. рис. 3.6).

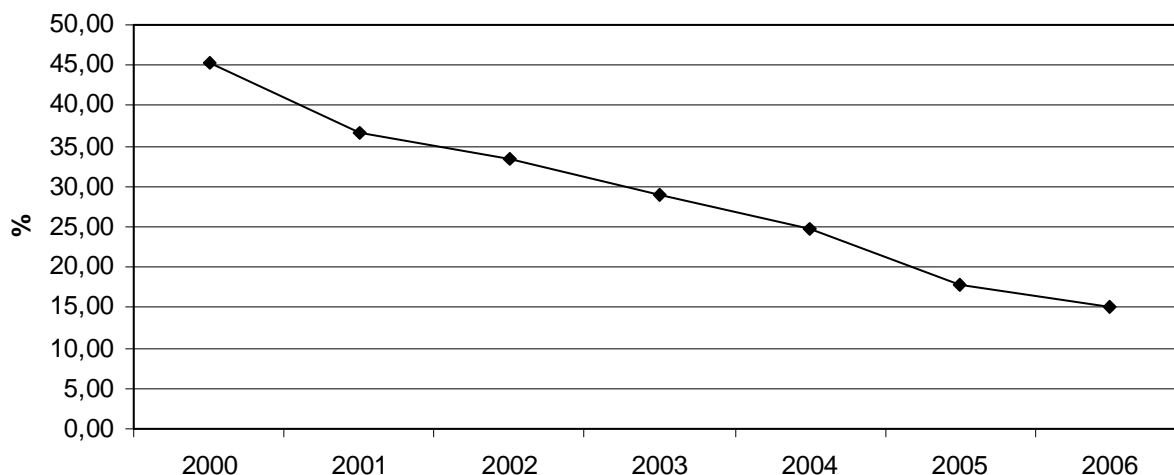


**Рис. 3.7. Темпи приросту ВВП і державного боргу**

Це підтверджується й кількісною оцінкою: коефіцієнт кореляції цих показників 0,77, а при виключенні 2001 р., що як явно вибивається із

загальної тенденції, його величина – 0,91 – свідчить про сильну залежність між показниками.

Примітним є також і те, що збільшення боргових зобов'язань держави в абсолютнім вираженні відбувається при значному і монотонному падінні відносної величини (питомого боргу) – їхньої частки у ВВП (рис. 3. 8).



**Рис. 3.8.** Динаміка питомої ваги державного боргу у ВВП

Зазначимо, що Маастрихтською угодою для європейських країн, що вступають у зону єдиної валюти передбачена гранична величина накопиченого боргу в розмірі 60% від ВВП [78, с. 398]. З обліком цього, а також на тлі значних цифр питомого боргу, які допускалися й мають місце в багатьох розвинених країнах [78, с. 395; 177 с. 136], динаміку даного показника в Україні можна оцінити позитивно.

Розглянуті вище моделі дозволяють проводити різноманітні розрахунки з використанням реалістичних оцінок параметрів, отриманих на основі аналізу статистичних даних. Модель динаміки боргу у відносному вираженні (10) використовує такі параметри, як питомий борг і питомий дефіцит (профіцит), при цьому дефіцит (профіцит) слід розраховувати без обліку відсотків по боргові.

Вихідні дані (статистична інформація офіційного сайту Мінфіну України) і розрахункові значення параметрів моделі представлені в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

### Дефіцит (профіцит) державного бюджету України

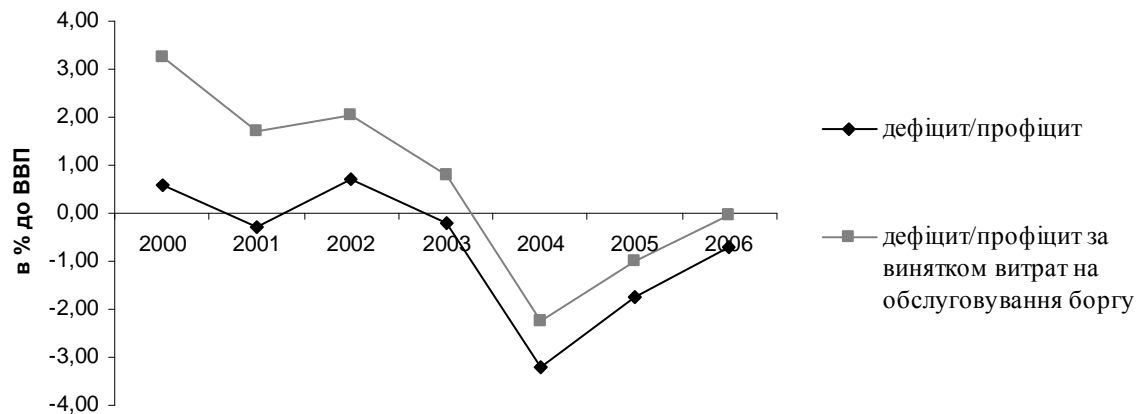
Рік	Дефіцит (-) /профіцит(+) тис.грн	Дефіцит/профіцит без обліку витрат на обслуговування боргу, тис.грн	Питомий дефіцит/профіцит %	Питомий дефіцит/профіцит без обліку обслуговування боргу, %
2000	969352,4	5538157,2	0,57	3,26
2001	-593358,6	3466715,4	-0,29	1,70
2002	1635367,0	4589504,3	0,72	2,03
2003	-506700,8	2137648,9	-0,19	0,80
2004	-11008952,9	-7787522,0	-3,19	-2,26
2005	-7806318,9	-4494755,7	-1,77	-1,02
2006	-3700759,9	-261064,6	-0,69	-0,05

Відзначимо невисокі відсотки відносних показників дефіциту (профіциту): відрізняється тільки 2004 р, у якому дефіцит перевищив 3% - межу, яка вважається критичною в європейських країнах. В інші роки (крім 2004 – 2005 рр.) розглянутого періоду дефіцит не перевищував 1% ВВП.

Виключення витрат по обслуговуванню боргу збільшує розрив між доходами й витратами бюджету (див. табл. 3. 3), при цьому має місце тісний зв'язок між показниками дефіциту (профіциту) з обліком і без обліку обслуговування боргу – коефіцієнт кореляції 0,94 (рис. 3. 9).

Динаміка дефіциту (профіциту) може бути представлена лінійним трендом  $d(t) = -0,7t + 3,44$  ( $R^2 = 0,64$ ).

Щоб оцінити параметр  $r$ , який у моделі (10) характеризує прибутковість боргових зобов'язань держави, розрахуємо повні витрати, пов'язані з боргом, тобто суму витрат по обслуговуванню боргу і його погашення. Поділивши цю суму на величину боргу, одержимо коефіцієнт, який враховує не тільки прибутковість (відсотки) по зобов'язаннях держави, але й повернення величини боргу (див. табл. 3. 4).



**Рис. 3.9. Відносна величина дефіциту (профіциту) з обліком і без обліку витрат з обслуговування боргу**

*Таблиця 3.4*

**Витрати на обслуговування й погашення державного боргу**

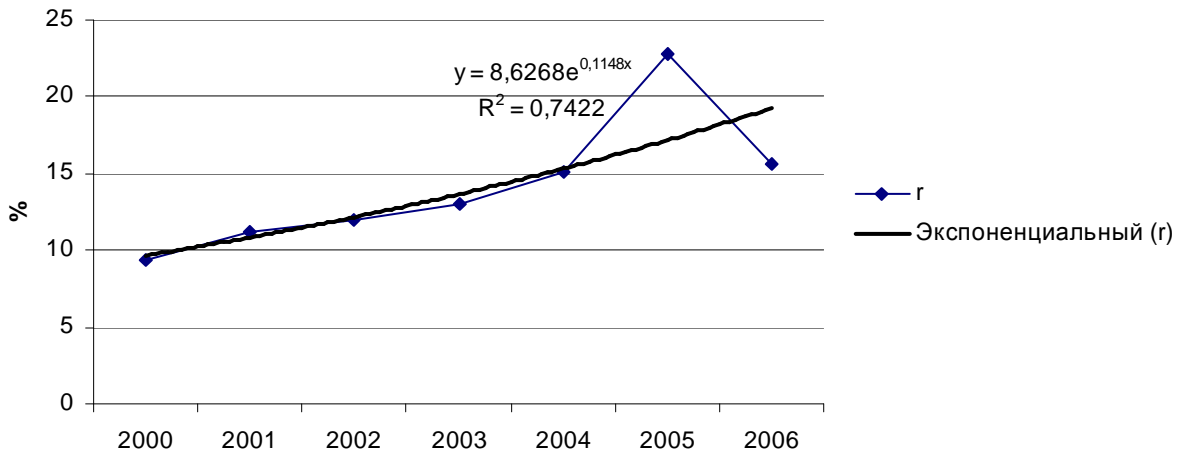
Рік	Витрати на обслуговування боргу, тис. грн.	Державний борг, тис. грн..	Відносні витрати, % (гр. 2 : гр.3)	Відносні витрати з урахуванням погашення боргу, %
1	2	3	4	5
2000	4568804,8	77020449,4	5,93	9,34
2001	4060074,0	74629740,5	5,44	11,19
2002	2954137,3	75729102,9	3,90	11,97
2003	2644349,7	77533476,7	3,41	13,07
2004	3221430,9	85401136,2	3,77	15,11
2005	3311563,2	78146568,0	4,24	22,84
2006	3439695,3	80548517,4	4,27	15,68*

\* враховані витрати тільки по державному бюджету

Якщо витрати з обслуговування державного боргу, у яких відбиваються виплати відсотків по державних цінних паперах, коливаються приблизно від 3% до 6%, то з урахуванням погашення витрати суттєво зростають у відносній величині від 9% до 23%.

Тренд питомих витрат з урахуванням погашення боргу показує

експонентну залежність, коефіцієнт детермінації  $R^2 = 0,74$  можна вважати прийнятним (рис. 3. 10).



**Рис. 3.10** Зміна питомих витрат з урахуванням погашення боргу

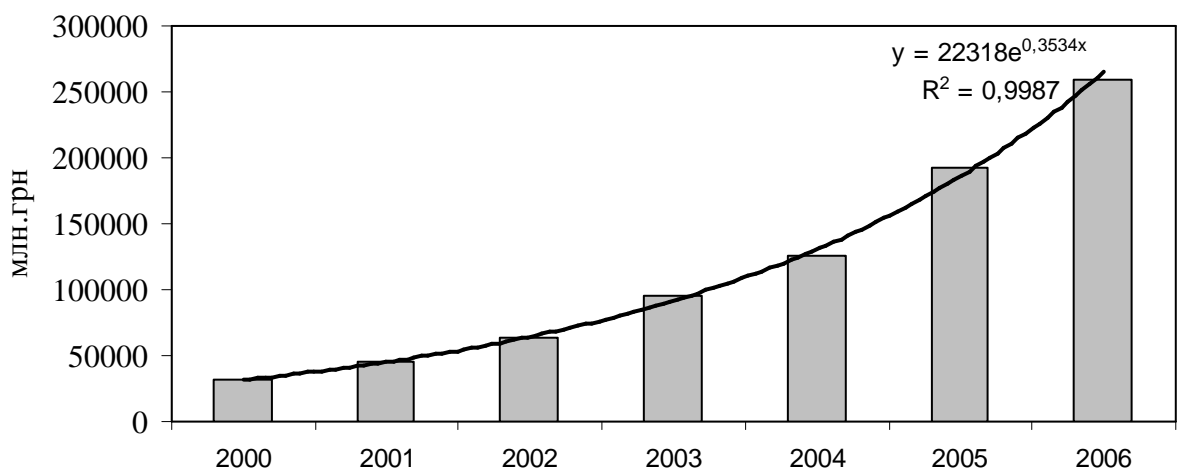
Реальні дані про динаміку питомого боргу (табл.3.2) свідчать про те, що держава використовує емісійний важіль для фінансування витрат бюджету. У табл. 3.5 представлена інформація про зміну грошового агрегату М2 (за даними офіційного сайту Національного банку України).

За аналізований період відбувалося монотонне зростання грошового агрегату М2, який описується експоненціальним законом з високим коефіцієнтом детермінації (рис. 3.11). Середньорічний темп приросту грошової маси склав  $\exp(0,3534) - 1 = 0,42$ .

Таблиця 3.5

**Динаміка грошової маси**

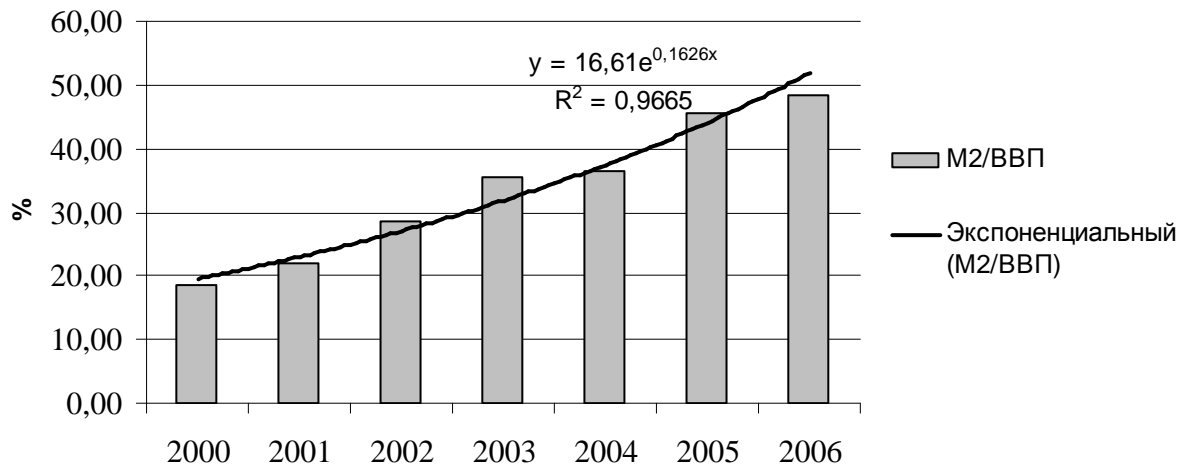
Рік	Грошовий агрегат М2, млн. грн.	ВВП у фактичних цінах, млн. грн.	Темп приросту реального ВВП, %	Відношення М2 до ВВП, %
2000	31544	170 070	5,9	18,55
2001	45186	204 190	9,2	22,13
2002	64321	225 810	5,2	28,48
2003	94855	267 344	9,6	35,48
2004	125483	345 113	12,1	36,36
2005	193145	441 452	2,7	45,47
2006	259413	537 667	7,1	48,25



**Рис. 3.11. Емпірична динаміка й тренд грошового агрегату М2**

Збільшення грошової маси спостерігається також і в співвідношенні із ВВП: динаміка співвідношення М2 до ВВП описується експоненціальним трендом з високим коефіцієнтом детермінації (рис. 3.12).





**Рис. 3.12. Зміна співвідношення грошової маси й ВВП**

Відзначимо високу узгодженість оцінок темпів зростання показників ВВП і грошової маси: тренд показує миттєвий темп приросту ВВП 0,19 (див. рис. 3.5), грошового агрегату М2 – 0,35 (див. рис. 3.11), а їх співвідношення – 0,16 (див. рис. 3.12), що отримуємо шляхом віднімання темпів (0,35 – 0,19). Така кореспонденція результатів забезпечується високими значеннями коефіцієнтів детермінації побудованих трендів.

Середньорічний темп приросту реального ВВП за даними табл. 5 становить 6,73%, що дає оцінку параметра  $\alpha = \exp(0,067) - 1 = 0,065$ .

Таким чином, оцінка параметрів моделі (10) за реальними даними показала, що вони не є постійними й можуть бути описані наступними залежностями:

$$d(t) = -0,701t + 3,442$$

$$m(t) = 16,61 \exp(0,163t)$$

$$r(t) = 8,63 \exp(0,115t)$$

Дані параметри приводять до наступного виду моделі

$$0,27 \exp(0,163t) + \dot{z}(t) = 0,007t - 0,034 + (0,09 \exp(0,115t) - 0,06)z(t) - 0,01 \exp(0,163t),$$

рішення якої за допомогою пакета прикладних програм MAPLE.6 при початковій значенні питомого боргу, що відповідає 2000 р., початковому року аналізованого періоду,  $z(0) = 0,45$  дає наступні результати,

представлені в таблиці 3. 6.

Таблиця 3. 6

**Результати розрахунків показника питомого боргу**

Рік	Емпіричні значення, %	Розрахункові значення, %	Відхилення розрахункових значень від емпіричних, %
2000	45,29	45	-0,63
2001	36,55	39,38	7,75
2002	33,54	33,98	1,32
2003	29,00	28,61	-1,35
2004	24,75	23,02	-6,97
2005	17,70	16,86	-8,36
2006	14,98	9,69	-35,32

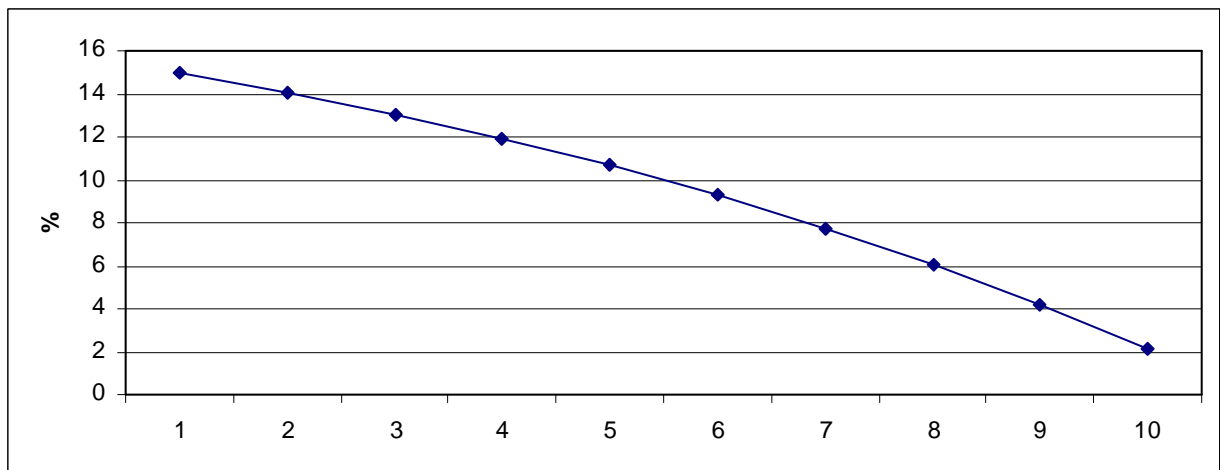
Відхилення коливаються в межах 8% за винятком останнього року. Модель дає значне заниження (більш 30%) реального питомого боргу, що пояснюється дуже нестійкою динамікою темпу росту ВВП наприкінці періоду (див. табл. 5), а в моделі прийнятий постійний темп. Також на розрахункових результатах позначилася невисока якість оцінок динаміки дефіциту  $d(t)$  (див. рис. 3.9) і відсотка прибутковості  $r(t)$  (див. рис. 3.10) внаслідок різких коливань в кінці періоду, тобто в 2004 – 2006 рр.

У цілому з урахуванням попередніх міркувань модель адекватно відтворює реальну динаміку  $y$ , оскільки її призначення – це аналіз тенденцій і прогноз типу змін, то вона може бути використана для прогнозних оцінок динаміки боргу при різних припущеннях щодо зміни параметрів.

Розглянемо варіант стабільних параметрів моделі, який припускає, що темп приросту ВВП, відсоток по обслуговуванню боргу, відношення грошової маси до ВВП і питомий дефіцит не змінюються в часі. У якості їхніх значень використовуємо найбільше близькі за часом оцінки 2005 – 2006 рр.: темп приросту ВВП  $\alpha = 6\%$ , коефіцієнт витрат по обслуговуванню  $y$  погашенні боргу  $r = 16\%$ , питомий дефіцит  $d = 0,005\%$ , відношення агрегату

M2 до ВВП  $m = 0,48$ .

Тоді параметр  $\beta = 0,1$  виходить позитивним і, отже, рівноважне значення питомого боргу  $z_e = 0,238$  нестійке. Початкове значення питомого боргу приймемо на рівні 2006 р.  $z(0) = 15\%$ , тобто менше рівноважного. Це значить, що траєкторія боргу буде спадна і через певний проміжок часу, приблизно через 10 років ( $t^* = 9,95$ ), він досягне нуля (рис. 3. 13).



**Рис. 3.13. Прогнозна динаміка питомого боргу**

Зазначимо, що така гладка теоретична траєкторія в реальності не реалізується, але основний висновок аналізу в тому, що навіть при високих витратах по обслуговуванню і погашенню боргу – їхня відносна величина суттєво більше темпу приросту економіки ( $r > \alpha$ ) – можлива сприятлива динаміка боргу при збереженні незначного бюджетного дефіциту ( $d = 0,005\%$ ) і постійних інших параметрах моделі.

### 3.2. Підвищення ефективності боргової політики держави

Основним елементом фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу є боргова політика, ступінь розробки та спрямованість якої безпосередньо впливають на стан та структуру державного боргу. Аналіз формування, механізму регулювання державного боргу, що наведений у 2 розділі дисертаційної роботи, показує необхідність підвищення ефективності вітчизняної боргової політики, зміни її спрямованості, переорієнтації з вирішення поточних проблем на розробку концептуальних підходів боргової стратегії держави.

На нашу думку сучасна боргова політика в Україні має бути направлена на виконання наступних основних завдань:

- розробка довгострокової стратегії зовнішніх та внутрішніх державних запозичень;
- визначення пріоритетів використання позикових ресурсів, зокрема на інвестиційні програми розвитку держави;
- обґрунтоване розширення обсягів внутрішніх запозичень з метою диверсифікації ризиків, пов'язаних з зовнішнім боргом;
- створення системи залучення коштів населення та комерційних банків у державні цінні папери;
- здійснення сегментації ринку державних цінних паперів через поділ інвесторів з різними інвестиційними цілями.

Виконання даних пріоритетних завдань боргової політики має базуватися і бути підкріплене визначенням та впровадженням нової боргової стратегії, основних її напрямів, що на нашу думку відображені у наступному:

- визначення питомої ваги зовнішнього і внутрішнього боргу у загальній структурі державного боргу та припустимої межі витрат з обслуговування у структурі державних витрат;

- сполучення ринкових та інституціональних механізмів регулювання державного боргу;

- перехід на трьохрівневу структуру регулювання державного боргу. Перший рівень – структура, підпорядкована уряду, що буде здійснювати стратегічне регулювання державного боргу. Другий рівень – державне боргове агентство на базі Міністерства фінансів України, що буде здійснювати оперативне регулювання державного боргу. Третій рівень - агентство з регулювання державного боргу, що підзвітне Міністерству фінансів України та зорієнтоване на керування ризиками боргової діяльності.

В період трансформаційної економіки посилюється роль боргового планування, як елемента системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу та інструмента підвищення ефективності вітчизняної боргової політики. В аспекті вирішення завдання можливого поліпшення структури державного боргу, утримання критичних показників боргового навантаження на стабільному рівні боргова політика щільно взаємопов'язана з борговим плануванням, яке є важливим засобом регулювання державного боргу через використання системи прийомів по врегулюванню переміщення фінансових ресурсів між позичальником та кредитором, з урахуванням фінансових можливостей держави та прогнозних оцінок її економічного розвитку.

Ми пропонуємо процедуру боргового планування реалізовувати на трирічний період, послідовно у наступних взаємопов'язаних етапах:

1. Аналіз макроекономічних показників розвитку національної та світової економіки, прогнозування доходів державного бюджету на основі складання середньострокового фінансового плану.

2. Вивчення стану та структури державного боргу.

3. Планування витрат на погашення і обслуговування державного боргу.

Планування операцій рефінансування державних зобов'язань.

4. Планування обсягів майбутніх позик, з розробкою сценаріїв запозичень.

5. Складання зведеного графіку погашення та обслуговування державного боргу і формування оптимального боргового портфеля.

Зазначимо, що на всіх етапах планування має проводитися з урахуванням двох базових принципів:

- виконання всіх обмежень, що встановлені нормативно-правовими актами України;
- дотримання обсягу зобов'язань на економічно безпечному рівні.

Аналіз тенденцій розвитку національної та світової економіки є важливим етапом планування з точки зору прогнозування можливостей фінансування державних витрат у майбутньому, що включає в себе:

- аналіз очікуваних експортних надходжень;
- аналіз наявних валютних резервів та можливих змін їх величини та структури;
- очікувані державні доходи.

Зазначені елементи першого етапу боргового планування мають враховувати національні економічні інтереси і бути направлені на розробку програми залучення позик з урахуванням особливостей національного розвитку і ефективного обслуговування державного боргу. Даний етап має включати проведення моніторингу державного боргу, що передбачає систематизацію даних про структуру, обсяги боргових зобов'язань, проведення облікової політики для оцінки фактичного обсягу заборгованості держави, ступеню концентрації платежів з обслуговування і погашення державного боргу.

На етапі вивчення стану та структури державного боргу здійснюється аналіз існуючих зобов'язань на можливість їх своєчасного виконання. Основними напрямками етапу є аналіз існуючого боргового портфелю та графіку погашення зобов'язань протягом визначеного інтервалу планування.

Борговий портфель держави включає наступні види позик:

- наявні – позики, що знаходяться на стадії реалізації;
- планові – позики, за якими визначені кредитори;
- прогнозні – позики, за якими визначаються базові умови.

На етапі планування наявних і планових позик головним є розробка планів і прогнозів майбутніх виплат за даними позиками, згідно визначених умов кредитних угод.

Планування витрат з обслуговування і погашення державного боргу направлене на уникнення ситуації „пікових” платежів і недопущення кризи неплатежів. Основною метою планування погашення і обслуговування існуючих зобов'язань є верифікація можливості їх виконання. Важливим моментом даного етапу є обрання інтервалу планування, що необхідно розбити на однакові часові періоди розрахунку. Складність і відповідальність процедури визначається необхідністю обрання для кожного зобов'язання у кожному з періодів розрахунку обсягу платежів. Інтервал планування, графік розрахунків може обиратися відповідно до цілей і особливостей бюджетної політики. На даному етапі необхідно планувати можливі операції з рефінансування, зокрема якщо не виконуються законодавчі обмеження, поточний рівень боргових зобов'язань не є економічно придатним. Операція рефінансування за своєю сутністю є операцією формування нової державної заборгованості, що дорівнює попереднім зобов'язанням, але з новими умовами погашення та обслуговування. На етапі планування операцій рефінансування необхідно враховувати можливість як добровільного так і примусового їх характеру. В сучасних умовах функціонування вітчизняного боргового ринку добровільне рефінансування, як метод активного управління державним боргом, є можливим напрямом удосконалення механізму регулювання державного боргу. Примусові операції рефінансування необхідно спланувати і проводити

першочергово. Особливості планування на даному етапі полягають у необхідності:

- прогнозування можливості проведення незапланованих операцій рефінансування за умови настання сприятливих умов на ринку запозичень;
- врахування витрат на здійснення операції рефінансування;
- врахування поточної боргової стратегії і мети проведення операції рефінансування.

Етап планування операцій рефінансування має включати аналіз затрат і вигод, їх дисконтуванням до потрібного моменту часу для коректного співставлення.

Підготовка до планування нових запозичень передбачає визначення об'єкту планування, потреби в нових запозиченнях, врахування помилок прогнозування. Особливий інтерес на сучасному етапі становлять помилки прогнозування вартості майбутніх запозичень, що можуть збільшити витрати з обслуговування державного боргу.

На даному етапі здійснюється планування прогнозних показників, розробляється сценарій запозичень, який включає в себе: розрахунок основних показників боргової залежності держави (сума державного боргу у відношенні до ВВП у відсотках, сума державного боргу у відношенні до суми експорту у відсотках, сума державного боргу у відношенні до чисельності населення у відсотках та ін.); визначення потреб у внутрішніх та зовнішніх запозиченнях і можливості їх взаємозамінності.

У випадку сценарного планування доцільно використовувати мінімум три сценарії: оптимістичний, песимістичний та нейтральний (чи консервативний).

Оптимістичний прогноз формулюється на основі:

- оптимістичних оцінок економічного розвитку держави;



- припущенні про зменшення у майбутньому ринкових обмежень (зниження ринкових процентних ставок, підвищення ліквідності зобов'язань, збільшення можливих строків залучення запозичених коштів та ін.).

Песимістичний прогноз формується на основі:

- песимістичних оцінок економічного розвитку держави;
- очікуваних посилень ринкових обмежень.

Нейтральний сценарій формується на основі найбільш вірогідних оцінок, обирається між песимістичним та оптимістичним сценаріями. Замість нейтрального сценарію можливо використання консервативного сценарію, який формується на припущеннях незмінності майбутньої економічної ситуації на ринку запозичень у порівнянні з поточною.

Аналіз існуючих зобов'язань передуює етапу планування нових позик і проводиться на етапі підготовки програми запозичень. Залучення нових запозичень може здійснюватися лише за умови економічної прийнятності рівня поточних зобов'язань за умови виконання нормативно-правових обмежень.

Планування майбутніх позик передбачає розроблення сценарію поведінки боргових зобов'язань по загальній сумі боргу, планових позиках, фактичних позиках або окремому частковому запозиченню. На даному етапі узгоджуються основні параметри боргу з процентними ставками і курсами валют. Основою планування нових запозичень є співвідношення потреб у нових позиках і можливостей держави задоволення цих потреб.

При плануванні нових залучень позик мають бути враховані чисельні обмеження боргових показників. На нашу думку, інтерес становлять передусім ринкові обмеження, що визначаються ринковими умовами і передбачають:

- обмеження за ризиком. Прикладом даного обмеження є небажання кредитора надавати кредити за фіксованою ставкою через негативні інфляційні очікування;

- обмеження за структурою. Подібні обмеження виникають у разі неможливості залучення довгострокових кредитів;
- обмеження за вартістю. Прикладом даного обмеження є небажання кредитора зменшувати вартість запозичень через негативну кредитну історію позичальника.

Складання зведеного графіку погашення та обслуговування державного боргу і формування оптимального боргового портфеля є останнім з етапів комплексного боргового планування. Зведений графік погашення та обслуговування державного боргу необхідно скласти для кожного часового періоду всередині інтервалу планування кожного з етапів. Перевагою даної будови є можливість перенесення виконання зобов'язання на наступний період у разі його невиконання в строк. Формування оптимального боргового портфелю базується на розподілі випусків облігацій зорієнтованому на найкраще збалансування між процентними ставками, ліквідністю, строковою структурою, ризиками і виконання завдань боргової політики відповідного періоду. Структурування державних боргових інструментів здійснюється таким чином, щоб забезпечити виконання зобов'язань, узгодити фінансові потоки.

Всі етапи боргового планування мають бути направлені на зменшення помилок прогнозування задля уникнення ризику ліквідності бюджету з метою забезпечення формування оптимального боргового портфеля. Мінливість кон'юнктури фінансового ринку, що перш за все впливає на рівень доходності позик, вимагає чіткого планування умов випуску нових позик, задля зменшення економічних і політичних ризиків. Планування випуску боргових зобов'язань, враховуючи фактор наповнення бюджету, дозволить коригувати емісії державних цінних паперів, формувати оптимальну, за строками погашення, структуру державного боргу. Коливання реальних відсоткових ставок та ризикової надбавки впливає на майбутню вартість державного боргу, що може ускладнити процес його

обслуговування і погашення. Планування портфеля державних цінних паперів, з урахуванням можливих ризиків, має сприяти мінімізації вартості запозичень.

Одним із перспективних напрямів удосконалення вітчизняної боргової політики є перехід до довгострокового планування з одночасним підвищенням якості прогнозів. Необхідно подовжити інтервал планування до 10 років і розширити процедуру планування, що має включати потреби в запозиченнях не тільки одного запланованого року. Подібне довгострокове планування дозволить оцінити наслідки діючої бюджетної політики (наприклад, прийняття дефіцитних чи профіцитних бюджетів) та інвестиційної політики (реалізація інвестиційних проектів у запланований термін з урахуванням економічних вигід від їх реалізації). Також, використання сучасних механізмів планування дозволить здійснювати додаткову деталізацію прогнозів усередині обраного інтервалу планування.

Об'єктами довгострокового планування в рамках фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу можуть бути:

- потреби в запозиченнях у кожному році протягом інтервалу планування;
- графік погашення та обслуговування зобов'язань протягом інтервалу планування.

Довгострокове планування має здійснюватися послідовно у два етапи: підготовчий етап і етап планування. Першочергово здійснюється підготовка і збирання необхідної інформації:

- довгостроковий прогноз економічного розвитку країни, зокрема фінансового ринку;
- зведений, за роками інтервалу стратегічного планування, графік погашення та обслуговування державного боргу.

Процедура довгострокового планування застосовується послідовно для кожного року за охарактеризованими вище загальними етапами боргового планування.

Зазначимо, що довгострокове планування доцільно здійснювати після реалізації процедури середньострокового планування і довгострокового планування доходної і витратної частини бюджету, адже просте розширення інтервалу планування може призвести до погіршення якості прогнозів. Вдосконалення методик прогнозування та підвищення професіоналізму спеціалістів забезпечить відповідну точність оцінок.

На сьогодні залишається не реалізованою можливість збільшення ефективності вітчизняної боргової політики за рахунок удосконалення її інституційного оформлення. В сучасних умовах неможливості здійснення ефективного розподілу функцій між Міністерством фінансів і Національним банком, імовірним є перехід на трьохрівневу структуру регулювання державного боргу, що зробить борговий процес більш координованим, пристосованим до мінливості кон'юнктури. Як було визначено нами у напрямках нової боргової стратегії, третій рівень регулювання представлений агентством з регулювання державного боргу, що підзвітне Міністерству фінансів України та зорієнтоване на керування ризиками боргової діяльності: виявленні, всебічному аналізі та оцінці, розробці заходів контролю та мінімізації ризиків, ефективного використання змін ринкової кон'юнктури. Для мінімізації ризиків необхідно впровадження наступних заходів:

- здійснення розрахунку і моніторингу ризиків за видами боргових зобов'язань і боргового портфелю на основі коротко -, середньо -, і довгострокових прогнозів;
- розробка та впровадження інструментів страхування фінансових ризиків;
- підтримка та підвищення кредитного рейтингу держави.

Інституціональним механізмом підвищення ефективності боргової політики є також створення консультативного органу, що має повноваження внесення коректив, нагляду за бюджетною дисципліною, визначення її відповідності певним критеріям, що є необхідним за стратегічних прагнень України до членства у Європейському Союзі. На даний орган має бути покладені функції щодо формування рекомендацій підтримки бюджетно-боргової дисципліни, обмеження зростання запозичень з метою утримання державного боргу на рівні, нижчим за законодавчо встановлені критерії боргової безпеки.

Окремим питанням боргової практики є встановлення законодавчих обмежень на обсяг, структуру державного боргу. Додатком до системи обмежень, встановлених національним законодавством, що позитивно вплине на боргову політику, може стати закріплення наступних обмежень:

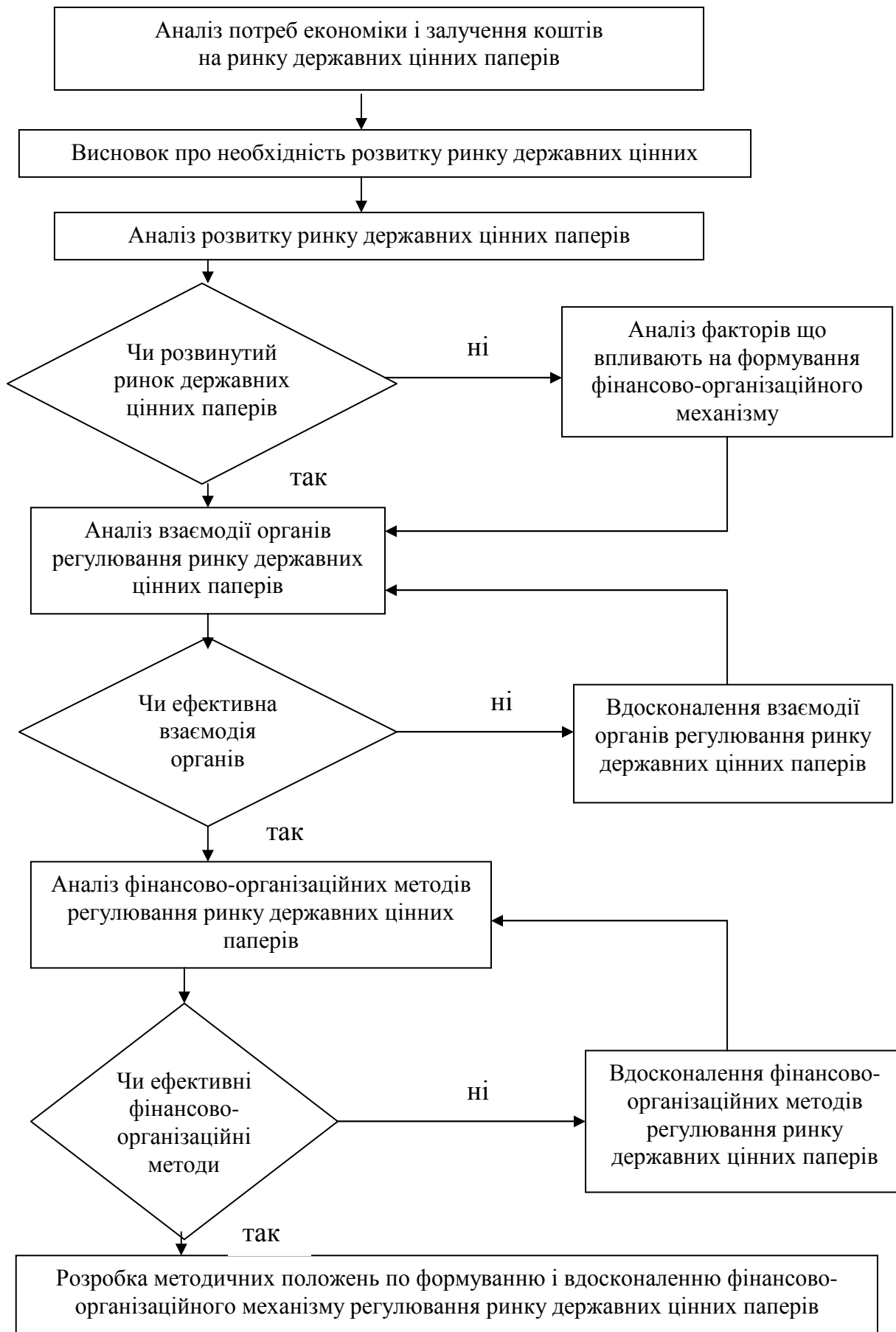
- на залучення короткострокових запозичень. Необхідно встановити критичне значення обсягу короткострокових запозичень, наприклад, до доходів державного бюджету;

- на використання запозичень на рефінансування державного боргу, за яким настав строк оплати. Необхідно зазначити, що залучені кошти мають інвестиційне призначення і можуть використовуватися для операцій рефінансування тільки для дострокового погашення чи викупу державного боргу на покращених умовах.

Можливим заходом поліпшення боргової політики може стати розроблена концепція зміни орієнтирів боргової політики, переходу до принципів активного регулювання державного боргу. На сучасному етапі орієнтація боргової політики на мінімізацію ризиків, що спричинені макроекономічними шоками, є більш пріоритетним напрямом підвищення її ефективності, порівняно з простою стратегією мінімізації витрат на обслуговування та погашення державного боргу. Тому актуалізується потреба застосування похідних цінних паперів, використання яких

направлено на зменшення загального рівня ризику. Крім того стратегічною метою державної боргової політики України має стати залучення фінансових ресурсів для ефективної реалізації програм інвестиційного розвитку країни із одночасним забезпеченням стабільності показників боргового навантаження. Розробка нових боргових інструментів дозволить поєднати можливість хеджування ризиків та спрямування запозичених коштів на інвестиційні цілі. У сукупності це вирішить завдання підвищення ефективності боргової політики через її спрямування на вирішення завдань економічного розвитку країни. До зміни орієнтирів боргової політики ми також відносимо зосередження її основних завдань на пошуку оптимального співвідношення між борговим та податковим фінансуванням бюджетних видатків. У короткостроковому періоді залучення позичкових ресурсів дає можливість дещо знизити фіскальне навантаження на національну економіку в розрахунку на спрямування додаткових коштів, які залишаються у суб'єктів господарювання, на їхній розвиток. Між тим, таким чином фінансування поточних бюджетних видатків здійснюватиметься за рахунок майбутніх ресурсів розвитку, а отже, економічний розвиток гальмуватиметься у довгостроковій перспективі.

В якості наступного заходу підвищення ефективності боргової політики пропонуємо алгоритм формування фінансово-організаційного механізму регулювання ринку державних цінних паперів (рис. 3.14). Операції з державними цінними паперами є ефективним інструментом оперативного регулювання державного боргу за умови розвиненості боргового ринку. Дія за певним алгоритмом дозволяє структурувати процес функціонування ринку державних цінних паперів, виявити недоліки і удосконалити окремі його елементи, що у підсумку зорієнтовано на скорочення витрат з



**Рис. 3.14.** Алгоритм формування і вдосконалення фінансово-організаційного механізму регулювання ринку державних цінних паперів

обслуговування державного боргу. Даний алгоритм охоплює всі стадії функціонування ринку державних цінних паперів: від прийняття рішення про необхідність фінансування потреб економіки до розробки рекомендацій щодо удосконалення регулювання ринку державних цінних паперів.

Також на сучасному етапі необхідно збільшити ступінь довіри інвесторів до політики держави у сфері регулювання державного боргу. Боргова політика в Україні на сучасному етапі обмежена суто сферою боргових відносин і не включена у загальну економічну стратегію держави. Тому необхідно забезпечити умови визначеності та узгодженості загальнодержавної, бюджетної, монетарної та боргової політик, що позитивно вплине на кон'юнктуру ринку боргових зобов'язань. Крім того підвищення ступеня довіри можна досягти за рахунок транспарентності позичальника, тобто держави, що досягається через сукупність організаційних заходів забезпечення передбачуваності обсягів емісії цінних паперів, повноти інформації.

Таким чином, боргова політика, як основний елемент фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу через який здійснюється безпосередній вплив на його стан та структуру, вимагає впровадження визначених напрямів підвищення її ефективності для забезпечення стабільності і економічної безпеки України. Оптимізація вітчизняної боргової політики потребує розробки та впровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання удосконалення нормативно-правового, організаційного, інституційного забезпечення боргової політики, фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.



### **3.3. Основи формування середньострокової програми регулювання державного боргу України**

Успішне впровадження фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу залежить від визначення місця, ролі та структури програми регулювання державного боргу в існуючій системі економічного і соціального розвитку держави.

В умовах дії програмно-цільового методу планування державного бюджету та сучасного стану вітчизняної економіки розробка програми регулювання державного боргу має здійснюватися на середньострокову перспективу, що надасть можливості для оптимальної реалізації боргової стратегії та загальної стратегії розвитку України.

Створення ефективної концепції регулювання державним боргом має базуватися на формуванні боргової стратегії України у контексті створення і затвердження перспективного фінансового плану і середньострокової програми регулювання державного боргу, що має враховувати ступінь боргової стійкості країни, особливості міжнародного руху капіталу, фінансового ринку і стати частиною стратегічного фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

Середньострокова програма регулювання державного боргу має ґрунтуватися на наступних принципах:

1. Достовірне прогнозування макроекономічного розвитку на 3-5 років.
2. Узгодженість боргової і бюджетної політики.
3. Узгодженість боргової і валютної політики.
4. Узгодженість боргової політики з ціновою політикою.

1. Достовірне та обґрунтоване макроекономічне прогнозування є необхідним для обмеження ступеня невпевненості щодо розвитку економічної ситуації в країні. Основним є формування прогнозів щодо надходжень до державного бюджету для визначення загального рівня

наявних ресурсів. Можливим заходом дисциплінуючого впливу може стати участь незалежних приватних інституцій у процесі формулювання макроекономічних прогнозів. Прогнозування показників доходів і витрат державного бюджету з максимально припустимою часовою деталізацією даних показників (за місяцями), буде сприяти підвищенню ефективності оцінки потреб у запозиченнях на фінансування тимчасових касових розривів у межах року, що планується.

В умовах трансформаційної економіки особливої уваги вимагає вплив темпів інфляції, реальних відсоткових ставок і надбавки за ризик на майбутню вартість фінансування державного боргу. Прогнозування зміни даних величин і підбір різних видів державних цінних паперів допоможе запобігти порушенню стану та структури державного боргу.

На стадії боргового планування здійснення нових запозичень на зовнішніх ринках є важливим прогнозування рівня зростання ВВП порівняно з експортом та дослідження структури експорту.

2. Сукупні цілі боргової політики мають поєднуватися з основними принципами та цілями бюджетної політики.

На сучасному етапі простежується одностороння направленість боргової політики, що вирішує завдання збалансування бюджету. Планування доходів і витрат державного бюджету знаходиться у компетенції бюджетної політики у відповідних сферах. Програма регулювання державного боргу направлена на розширення функцій системи регулювання державного боргу від технічних до аналітичних, тобто від простого забезпечення запозиченими коштами до визначення потреб у залученні коштів і узгодженому плануванні фінансових потоків зобов'язань. Боргова політика має узгоджуватись з бюджетною політикою не лише на етапі виконання бюджету (при залученні ресурсів для фінансування витрат), а й на етапі фінансового планування (при визначенні припустимого обсягу витрат, що може бути профінансований). Таким чином, взаємозв'язок боргової та бюджетної політики має

встановлюватися на етапі прогнозування фінансових потоків.

У вітчизняній системі відсутній зв'язок між обмеженнями на обсяг державних зобов'язань з можливостями бюджету. Існування лише кількісних обмежень державного боргу перешкоджає узгодженню обсягів сьогоденних запозичень з можливостями бюджету майбутніх періодів використовувати зобов'язання за цими запозиченнями. Останньому може посприяти розмежування підходів до регулювання борговими зобов'язаннями відповідно із різною їх природою.

Узгодження боргової політики з бюджетним процесом має передбачати планування випуску боргових зобов'язань, враховуючи сезонний фактор наповнення бюджету. Коригування емісії державних цінних паперів буде сприяти формуванню оптимальної за строками погашення структури державного боргу та ефективному процесу обслуговування основної величини державного боргу.

Крім того, в межах узгодженості боргової і бюджетної політики ми відокремлюємо необхідність виконання принципу прозорості, що передбачає регулярну публікацію статей фінансування бюджету зі змінами попередньо складеного плану, якщо такі мають місце.

3. Узгодження боргової та валютної політики особливу роль відіграє при регулюванні зовнішнім державним боргом, зокрема прогнозуванні майбутніх обсягів зовнішньої заборгованості.

При формуванні середньострокової програми регулювання державного боргу необхідно врахувати можливу тенденцію до переходу від системи домінування долара США, як основної резервної валюти, до системи декількох валют країн, що стають центрами розвитку. Це сприятиме переходу на формування багатокomпонентної валютної структури державного боргу, зміна якої дозволить проводити більш ефективну політику у сфері зменшення вартості обслуговування запозичень.

Можлива заміна політики курсової стабільності актуалізує питання

планування валютної структури державного боргу. Сучасна спрямованість на створення передумов гнучкого курсоутворення вимагає закладення у програмі регулювання можливого сценарію здійснення запозичень з врегулювання питань збільшення внутрішніх позик. Даний перехід тісно пов'язаний з розвитку внутрішнього фінансового ринку, зокрема ринку державних цінних паперів.

Поетапна лібералізація валютно-курсової політики посилить вимоги до прогнозування тенденцій у зовнішній торгівлі і фінансових операцій, що впливають на коливання валютного курсу. Гривневі зобов'язання не залежать від коливань на внутрішніх ринках тому в період поетапної зміни валютної політики доцільно активізувати процес конверсії у внутрішні державні зобов'язання.

Отже, прогнозування валютних ризиків (зміні валютного курсу до долара США, крос-курсів іноземних валют) є елементом програми регулювання державного боргу.

Окрім долара США необхідно враховувати політику Росії, що ввела конвертованість російського рубля за фінансовими операціями. Це розширює можливості України у використанні рубля як засобу розрахунку за зовнішнім боргом.

4. Узгодженість боргової політики з ціновою політикою шляхом затвердження мінімальних цін на імпортовані товари та уникнення зниження митної вартості імпорту.

Програма регулювання державного боргу має включати перелік систематизованих та взаємопов'язаних пунктів, спрямованих на досягнення цілей і завдань фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, що визначені нами у першому розділі дисертаційної роботи.

Програма регулювання державного боргу має включати наступні пункти:

- 1) розробка параметрів дефіциту бюджету і державного боргу:

- визначення параметрів дефіциту бюджету з урахуванням принципу збалансованості бюджету у середньостроковій перспективі;
- визначення оптимальних параметрів і лімітів державного боргу;
- оцінка можливостей бюджету щодо залучення нових запозичень.

Ми пропонуємо оцінку можливостей бюджету щодо залучення нових позик проводити з урахуванням резервної (страхової) частини. Резервна (страхова) частина – фіксована прогнозована величина грошових коштів призначена для компенсації ризику ліквідності бюджету, що виникає внаслідок помилок середньострокового планування, зокрема, помилки при прогнозуванні майбутніх запозичень, що впливають на вартість запозичень і коливання витрат на їх обслуговування.

## 2) програма обсягів нових запозичень:

- складання на середньостроковий період схеми емісії державних цінних паперів із зазначенням видів цінних паперів та років випуску;
- планування обсягів випусків державних цінних паперів з урахуванням можливості скороченні загальної кількості випусків;
- вирахування періодичності виплати відсотків з метою збільшення строку обороту.
- планування портфелю зовнішніх позик за різних валют запозичення.

При плануванні нових запозичень важливим є врахування законодавчо встановлених кількісних обмежень (лімітів), що визначені Бюджетним кодексом та державним бюджетом на відповідний рік. Однак, в умовах трансформаційної економіки, необхідно застосування обмеження, граничні значення якого не є фіксованими, з метою його коригування у відповідності до економічних змін.

Крім того, необхідно враховувати обмеження, що накладаються ринком. Ми пропонуємо враховувати наступні ринкові обмеження, що є актуальними для вітчизняної боргової ситуації:

- обмеження за структурою - неможливість залучення довгострокових запозичень;

- обмеження за ризиком - в умовах негативних інфляційних очікувань можлива ситуація відмови з боку кредиторів щодо надання кредитів за фіксованою ставкою.

### 3) програма операцій з рефінансування державного боргу.

В умовах накопичення переважно негативного вітчизняного досвіду боргового управління актуальним стає питання планування операцій рефінансування державного боргу. За своєю сутністю процес рефінансування включає дві одночасні операції:

- погашення існуючих зобов'язань;
- залучення рівного за обсягом нових зобов'язань з новими умовами.

Запозичення на рефінансування мають плануватися таким чином, щоб зведений графік обслуговування і погашення державних зобов'язань та очікуваних платежів, з урахуванням рефінансування, не виходив за встановлені межі, був рівномірним на всьому інтервалі планування.

Таким чином, середньострокова програма регулювання державного боргу має бути спрямована на послідовну і комплексну реалізацію боргової політики держави. На сучасному етапі мета розробки даної програми полягає у створенні законодавчого підґрунтя для здійснення системних регуляторних заходів у сфері вітчизняного боргового процесу.

Відповідно до мети, охарактеризованих пунктів, принципів середньострокової програми регулювання державного боргу можна підсумувати наступні її основні завдання:

- розширення нормативно-правової бази з регулювання державного боргу;
- визначення концепції державного регулювання боргового процесу;
- сприяння узгодженості боргової, бюджетної, валютної та цінової політик.

Середньострокова програма регулювання державного боргу буде діяти ефективно за умови впровадження наступних базисних принципів:

- повноти - означає, що всі майбутні позики та витрати на погашення і обслуговування державного боргу мають бути представлені у державному бюджеті у повному обсязі;

- пріоритетності витрачання запозичених коштів на розвиток виробництва - здійснення державою запозичень ставиться у пряму залежність від величини отриманих доходів від вкладення коштів. Визначаючи у пріоритетному порядку розмір інвестиційних витрат, уряд обчислює у відповідності до отриманих результатів обсяги державних запозичень, що потрібні;

- щорічного затвердження – складання програми розвитку ринку державних боргових зобов'язань, відповідно до кожного фінансового року.

Для розробки і впровадження програми регулювання державного боргу необхідно внести певні зміни у підхід до визначення об'єкту її регулювання – державного боргу. Доцільним представляється у системі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу розмежувати прямі та умовні зобов'язання держави, які, у визначенні державного боргу, поданому у Бюджетному кодексі України, є суміщеними. З метою ефективного впровадження програми регулювання державного боргу, на рівні прийняття управлінських рішень, необхідним є ведення окремої класифікації відповідно до природи кожного окремого зобов'язання, що надасть можливість застосовувати різні заходи регулювання. До прямих зобов'язань держави необхідно віднести суму заборгованості держави (Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування), яка складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави (Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування), до умовних - боргові зобов'язання держави (Автономної Республіки Крим чи міських рад), що вступають в дію в результаті виданих гарантій за кредитами, або

зобов'язань, що виникають на підставі законодавства або договору. Таким чином ми відокремимо різні за суттю об'єкти регулювання: прямі зобов'язання - з відомою структурою виплат основної суми боргу та відсотків, умовні зобов'язання - з імовірнісною природою, необхідність оплати за якими може не виникнути.

Державна програма включає в себе характеристику необхідних заходів, впровадження яких буде сприяти досягненню визначених у ній цілей і завдань. Середньострокова програма регулювання державного боргу на даному етапі має включати 2 пріоритетні сфери: нормативно-правову та організаційну. Зазначимо, що ми маємо за мету відобразити підхід до формування середньострокової програми регулювання державного боргу України і тому характеризуємо окремі елементи, зазначаємо науково-методичні особливості. Так, у межах нормативно-правових заходів, що входять до складу програми і мають бути розроблені, ми відокремлюємо необхідність визначення та законодавчого закріплення:

- структури державного боргу України;
- правового статусу суб'єктів у відносинах з приводу формування та обслуговування державного боргу (позичальника, агента, гаранта, професійних учасників ринку, інвесторів та ін.);
- основних умов та принципів реструктуризації, конверсії, як основний методів регулювання державного боргу на сучасному етапі;
- нормування програм запозичень у складі державного бюджету, що дозволило б суттєво скоротити час підготовки кредитних проектів, переходу на виконання всіх інвестиційних проектів через Державне казначейство і включення всіх видатків, що фінансуються міжнародними фінансовими організаціями, до складу державного бюджету.

Організаційні заходи середньострокової програми регулювання державного боргу відокремлені у наступні пункти:



- вивчення питання про можливість переходу на трьохрівневу структуру управління державним боргом, що передбачає створення агентства з управління державним боргом, що підзвітне Міністерству фінансів України та зорієнтоване на управління ризиками боргової діяльності;

- розробка плану заходів щодо сприяння адаптації зарубіжного досвіду регулювання державного боргу відповідно із національними особливостями і до потреб вітчизняного боргового ринку;

- відстеження зв'язку одиниць організаційної структури системи регулювання державним боргом для впорядкування інформаційних потоків на предмет додаткового впровадження потоку інформації щодо моніторингу стану отримувачів гарантій (періодична звітність про якість гарантій, що існують; зведений список гарантій);

- забезпечення підвищення співпраці та координації діяльності між органами, що здійснюють регулювання державного боргу, що дозволить фіксувати та своєчасно обмінюватися інформацією.

Таким чином, визначені науково-методичні основи програми регулювання державного боргу представляють узгоджений комплекс конкретних заходів спрямованих на досягнення загальнодержавних цілей економічного розвитку. Крім того, відповідно до Закону України „Про державні цільові програми” [153] середньострокова програма регулювання державного боргу має передбачати наступні очікувані результати її виконання:

- складання на середньостроковий період схеми запозичень за видами цінних паперів та роками;

- застосування різних інструментів запозичень в залежності від строків залучення позик;

- мінімізація процентних ризиків через встановлення оптимального співвідношення у загальному обсязі запозичень між середньостроковими,

довгостроковими та короткостроковими зобов'язаннями, між внутрішніми та зовнішніми зобов'язаннями, в залежності від поточної ринкової ситуації;

- встановлення орієнтирів на борговому ринку;
- збільшення обсягу випуску державних цінних паперів за скорочення загальної кількості випусків;
- консолідація державних боргових зобов'язань;
- підготовка та апробація методології оцінки ризиків проведення боргової політики;
- зменшення періодичності строків виплат при збільшенні строків оборотності;
- зменшення ризику невиконання зобов'язань і нівелювання піків платежів за рахунок переорієнтації на випуск середньострокових і довгострокових боргових зобов'язань
- здійснення постійного моніторингу динаміки ринку цінних паперів;
- узгодження державної політики у сфері формування доходності державних цінних паперів із загальними тенденціями, що формуються на фінансовому ринку України; узгодження динаміки ринку державних цінних паперів та фінансового ринку в цілому;
- гармонізація економічних інтересів інвесторів та держави на ринку державних цінних паперів.

Основним напрямом подальшого розвитку фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу може бути програма довгострокового регулювання державного боргу (5-7 років). Одним з пунктів такої програми необхідно включити спеціальний план дій державних органів в умовах виникнення кризової ситуації на ринку державного боргу з метою забезпечення своєчасного реагування на фінансову кризу та її наслідки, їх мінімізацію, прийняття відповідних заходів щодо захисту учасників ринку державних боргових зобов'язань. Недопущення кризової ситуації базується на безперервному контролі за

обслуговуванням державного боргу, формуванням системи боргових обмежень для отримання адекватної оцінки ризиків. Першочерговими заходами антикризового плану мають бути: продовження строків запозичень, недопущення утворення короткострокового боргу; моніторинг еволюції частки зовнішнього боргу та облік його змін; розробка альтернативних заходів регулювання державного боргу для випадків погіршення ситуації на фінансовому ринку; активне впровадження методів страхування валютних і процентних ризиків; створення резервного фонду для компенсації наслідків погіршення кон'юнктури ринку.

Довгострокова програма регулювання державного боргу має вирішувати наступні основні завдання:

- розробка основних критеріїв, за якими можуть визначити наближення кризи на борговому ринку. Дані критерії мають бути адаптованими до вітчизняної економічної ситуації. Зокрема доцільним є обґрунтування і розробка критерію оптимальності державного боргу;
- визначення заходів щодо попередження та зменшення негативних наслідків у разі настання боргової кризи;
- визначення шляхів подолання боргової кризи та взаємних оперативних дій державних органів щодо здійснення антикризових заходів;
- визначення показників безпеки боргового ринку на основі визначених системних критеріїв фінансової кризи.

Таким чином, програма регулювання державного боргу представлена як систематизована сукупність принципів, пунктів, заходів, спрямованих на досягнення мети та завдань фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу і може бути розроблена на середньострокову і довгострокову перспективу. Зважаючи на сучасний стан вітчизняної економіки пріоритетним є розробка середньострокової програми регулювання державного боргу.

**Висновки до третього розділу.** За результатами пошуку шляхів

оптимізації державного боргу та удосконалення механізму його регулювання були сформовані наступні висновки:

1. В умовах спрямованості на досягнення взаємоузгодженості боргової, фіскальної та грошово-кредитної політики в аспекті їх взаємозв'язку із загальнодержавною політикою, моделі динаміки державного боргу, що призначені для аналізу тенденцій зміни боргових зобов'язань у співвідношенні з макроекономічними показниками та змінними грошово-кредитної політики, забезпечать потреби в актуальному на сьогодні оперативному регулюванні державного боргу, стабілізації боргового процесу, утриманні державного боргу на визначеному рівні. Необхідність формування дієвого механізму регулювання державного боргу, зокрема, його структури, актуалізує питання характеристики відносних показників державної заборгованості. Відносна величина державного боргу у зіставленні із загальними макроекономічними показниками є важливою і за умов аналізу динаміки державного боргу. Основним відносним показником державного боргу є питома вага державного боргу у ВВП. У результаті проведеного аналізу на основі побудови початкової моделі динаміки державного боргу та моделі динаміки питомого державного боргу можна констатувати наступні, підтверджені підсумковими даними моделі, висновки:

- якщо борг розглядається як єдине джерело фінансування дефіциту бюджету, то в умовах постійної величини дефіциту, борг монотонно росте з убутним темпом при будь-якій його початковій величині. Стабілізація боргу в такій ситуації неможлива без залучення інструментів управління витратами і доходами держави, а також засобів монетарної політики. Аналогічна тенденція боргу має місце при постійному дефіциті бюджету також в умовах зростання ВВП, доходів і видатків державного бюджету, що цілком логічно, якщо фінансування дефіциту здійснювати тільки за рахунок емісії державних боргових зобов'язань;

- дотримання політики профіцитного бюджету упродовж деякого періоду не дає однозначної відповіді на питання динаміки державного боргу. При профіциті державного бюджету можливі і збільшення, і зменшення державного боргу залежно від співвідношення параметрів моделі;

- головною відмінністю моделі питомого державного боргу від моделі динаміки абсолютних показників є те, що її розв'язання є стійким при певному співвідношенні параметрів, тобто є можливість стабілізації динаміки питомого державного боргу. Якщо стосовно абсолютної величини боргу цього досягти не можна, то відносну його величину можна втримати на деякому рівні, регулюючи параметри моделі – темп приросту ВВП і ставку прибутковості державних зобов'язань;

- суттєво, що для реалізації такої можливості значення мають не стільки розміри цих параметрів, скільки їхнє співвідношення, що потенційно дозволяє підрегулювати норму прибутковості як більш керований параметр, під реальний (сформований) темп росту ВВП, який менш піддається регулюванню й невіддільний від прямого управління;

- початковий рівень питомого боргу має істотне значення тільки при економічному зростанні з бюджетним профіцитом: при невиконанні умови стабілізації завищене, в порівнянні з рівноважним, значення питомого боргу в початковий момент веде до його зростаючої динаміки. В інших випадках профіцит супроводжується поступовим зменшенням початкового боргу до нуля протягом деякого періоду, тривалість якого залежить від початкового питомого боргу, співвідношення профіциту державного бюджету і ВВП, співвідношення ставки прибутковості за державними борговими зобов'язаннями і темпу приросту економіки;

- при профіциті бюджету сприятливий з точки зору зменшення державного боргу розвиток можливий не тільки при виконанні умови стабілізації, але й при її порушенні. На відміну від цього при дефіциті бюджету спадні траєкторії державного боргу можливі тільки при виконанні

умови стабілізації.

2. На прикладі динаміки макроекономічних показників України була проведена оцінка параметрів моделі питомого боргу, яка показала, що вони не є постійними параметрами, а характеризуються певним трендом: відсоток по обслуговуванню боргу та відношення грошової маси до ВВП описуються експоненціальною залежністю, а питомий дефіцит – лінійною. Якщо розглянути варіант стабільних параметрів моделі та використати найбільше близькі за часом оцінки 2005 – 2006 рр., тоді рівноважне значення питомого боргу виходить на рівні 24% і є нестійким. Якщо початкове значення питомого боргу прийняти на рівні 2006 р. (15%), що менш рівноважного, то траєкторія боргу буде убутною, і через певний проміжок часу ( $\approx 10$  років), він досягне нуля. Проведені розрахунки дозволяють обґрунтувати висновок, що навіть при високих витратах по обслуговуванню і погашенню боргу, коли їх відносна величина суттєво більше темпу приросту економіки, можлива сприятлива (незростаюча) динаміка боргу при збереженні незначного бюджетного дефіциту ( $d = 0,005\%$ ) і постійних інших параметрів моделі.

3. Елементом підвищення ефективності вітчизняної боргової політики може бути впровадженням нової боргової стратегії, основних її напрямів, що на нашу думку відображені у наступному: визначення питомої ваги зовнішнього і внутрішнього боргу у загальній структурі державного боргу та припустимої межі витрат з обслуговування у структурі державних витрат; сполучення ринкових та інституціональних механізмів регулювання державного боргу; перехід на трьохрівневу структуру управління державним боргом; перехід на ринкові методи управління державним боргом, рефінансування за рахунок запозичень на внутрішньому та зовнішньому ринках.

4. В аспекті вирішення завдання можливого поліпшення структури державного боргу, утримання критичних показників боргового навантаження на стабільному рівні боргова політика щільно взаємопов'язана

з борговим плануванням. Ми пропонуємо, в якості напряму удосконалення боргової політики держави, процедуру боргового планування реалізовувати послідовно у наступних етапах:

- аналіз макроекономічних показників розвитку національної та світової економіки, прогнозування доходів державного бюджету на основі складання середньострокового фінансового плану;
- вивчення стану та структури державного боргу;
- планування витрат на погашення і обслуговування державного боргу.

Планування операцій рефінансування державних зобов'язань;

- планування обсягів майбутніх позик, з розробкою сценаріїв запозичень;
- складання зведеного графіку погашення та обслуговування державного боргу і формування оптимального боргового портфеля.

5. В умовах дії програмно-цільового методу планування державного бюджету та сучасного стану вітчизняної економіки розробка програми регулювання державного боргу має здійснюватися на середньострокову перспективу, що надасть можливості для оптимальної реалізації боргової стратегії та загальної стратегії розвитку України. Середньострокова програма регулювання державного боргу має ґрунтуватися на наступних принципах:

- достовірне прогнозування макроекономічного розвитку на 3-5 років.
- узгодженість боргової і бюджетної політики.
- узгодженість боргової і валютної політики.
- узгодженість боргової політики з ціновою політикою.

Програма регулювання державного боргу має включати наступні пункти:

- розробка параметрів дефіциту бюджету і державного боргу;
- програма обсягів нових запозичень;
- програма операцій з рефінансування державного боргу.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у розділі 3 дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях [69, 72, 74].



## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі наведено теоретичне обґрунтування побудови фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу та розробка науково-методичних рекомендацій стосовно впровадження та удосконалення його практичної дії. За результатами проведених у дисертації досліджень можна сформулювати наступні висновки:

1. Важливим інструментом реального впливу на раціоналізацію управління рухом фінансових ресурсів і формування фінансових відносин, які виникають в процесі реалізації заходів активної чи пасивної політики на ринку державних запозичень, оптимізації структури державного боргу має стати фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу.

2. У широкому розумінні фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу - це система фінансово-економічних методів, прийомів, важелів з управління фінансовим забезпеченням заходів економічної політики у поєднанні з відповідним правовим, нормативним та інформаційним забезпеченням. Механізм регулювання державного боргу - це комплекс заходів регуляторного характеру, що застосовуються державою у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень, з метою їх ефективного залучення, використання та обслуговування. З погляду постадійної структури фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу складається з наступних елементів: суб'єкт та об'єкт регулювання, функції, цілі, принципи та форми. Сутність фінансово-економічного механізму регулювання проявляється через його поелементну структуру, з погляду на яку до його складу входять: боргова політика, боргове планування і прогнозування, погашення і обслуговування боргу, облік і оцінка державних запозичень, контроль за використанням запозичених коштів, методи

управління державними боргом, фінансові важелі, інформаційне, правове і нормативне забезпечення. Основу функціонування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу необхідно будувати на законодавчо визначених та закріплених, науково обґрунтованих принципах: комплексності та цілісності, доцільності, гнучкого реагування, безперервності контролю, стабілізації боргу, скорочення, упорядкування заборгованості, ефективного використання запозичених коштів. Цілі фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу, відповідно до сучасної вітчизняної боргової ситуації поділяються на три групи: оперативні, тактичні і стратегічні. Основними функціями, що виконує фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу, є регуляторна та алокаційна.

3. Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу ґрунтується на борговій політиці, яка є основним елементом його системи і функціонує базуючись на принципах: повнота та своєчасність виконання зобов'язань, мінімізація вартості боргових зобов'язань, збереження обсягу прямих та умовних зобов'язань на економічно безпечному рівні з урахуванням всіх можливих ризиків. В умовах зростання витрат на обслуговування державного боргу, розробка і впровадження засад боргової політики має відбуватися у тісному зв'язку і узгодженістю з фіскальною політикою держави, що надасть можливість збалансувати економіку країни та зменшити навантаження на бюджет.

4. В період трансформаційної економіки посилюється роль боргового планування і прогнозування, як елемента системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. До головних функцій боргового прогнозування належать: кількісний та якісний аналіз тенденцій розвитку світового та національного фінансових ринків; аналіз боргових процесів і тенденцій на ринку державних боргових зобов'язань; оцінка і передбачення боргових проблем; виявлення можливих перспектив зміни стану та

структури державного боргу. Боргове планування є важливим засобом регулювання державного боргу через використання системи прийомів по врегулюванню переміщення фінансових ресурсів між позичальником та кредитором, з урахуванням фінансових можливостей держави та прогнозних оцінок її економічного розвитку.

5. Правове і нормативне забезпечення державних запозичень і боргових зобов'язань, як елемент механізму регулювання державного боргу, характеризується відсутністю єдиної, комплексної системи правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення, використання та погашення державного боргу. Для формування цілісної законодавчої бази щодо основних положень організації та реалізації вітчизняної боргової політики необхідно прийняти Закон „Про Державний борг України” та середньострокову програму регулювання державного боргу.

6. Державний борг, як об'єкт регулювання – це сукупність специфічних рис, властивостей та системних елементів, що підлягають впорядкуванню у відповідності з нормами та плановими завданнями фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу. Вивчення даних особливостей дозволяє моделювати різноманітні фінансові зобов'язання і змінювати зміст елементів структури та системи фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу відповідно до вимог економічної ситуації, зокрема розгляд видів державного боргу, критеріїв та особливостей його класифікації дозволяє зробити наступні пропозиції:

- регулювання співвідношення між внутрішнім та зовнішнім боргом для оптимізації структури державного боргу необхідно застосовувати поступово у бік зменшення зовнішньої частини з урахуванням динаміки валютного курсу та оцінкою паритету процентних ставок на вітчизняному та міжнародному фінансових ринках;

- чіткий поділ боргових зобов'язань за різними категоріями власників дозволить розробити ефективну прогностичну боргову політику з визначенням стану попиту і пропозиції на боргові інструменти;

- регулювання та коригування боргових зобов'язань за строками користування має здійснюватися залежно від етапу економічного розвитку і дозволить забезпечити рівномірний графік погашення заборгованості.

Для більш повного розкриття сутності категорії „державний борг” з точки зору його регулювання необхідно доповнювати класифікацію функцій відповідно із змінами боргової політики держави. Актуальним на сьогодні є теоретичне осмислення функції економічної стабілізації та функції оптимального розподілу ресурсів.

7. Вивчення та адаптоване застосування зарубіжного досвіду управління державним боргом буде сприяти пошуку ефективних шляхів забезпечення еволюції вітчизняного процесу регулювання державного боргу до єдиної системи, що включає в себе уніфіковані та багатоланкові елементи та передбачає проведення зваженої політики переходу до застосування методів активного управління з метою скорочення витрат на обслуговування державного боргу. У механізмі формування державного боргу різних країн простежуються специфічні риси та особливості цього процесу, однак можна виділити загальну еволюційну схему за якою відбувається накопичення зобов'язань і загальні методи та інструменти врегулювання заборгованості, що є результатом накопиченого світового досвіду вирішення боргових проблем, а саме: кризовий етап; етап становлення та розвитку; етап вдосконалення.

Базуючись на дослідженні зарубіжної практики врегулювання боргової проблеми ми виділяємо наступні напрями удосконалення механізму регулювання державного боргу:

- визначення та законодавче закріплення напрямку боргової стратегії, зокрема щодо співвідношення внутрішньої та зовнішньої складової державних запозичень;

- здійснення боргового планування в органічному поєднанні та на основі єдиної методології з бюджетним та макроекономічним плануванням;

- розробка та законодавче затвердження ліміту приросту за рік окремо державного внутрішнього та державного зовнішнього боргів в абсолютному вимірі та у співвідношенні до основних макроекономічних показників розвитку економіки країни;

- розробка та впровадження середньострокової програми регулювання державного боргу як елементу будови ефективної системи планування державної заборгованості.

8. За результатами аналізу вітчизняної боргової практики, особливостей структурної будови складових державного боргу з'ясовано, що формування зовнішнього державного боргу відбувалося за умови впливу наступних негативних чинників:

- здійснення безсистемних позик, нераціональне використання зовнішніх запозичених коштів, що призвело до змішування державних боргів та боргів підприємств, які були взяті під гарантії уряду;

- обмежена можливість, на перших етапах формування, отримання значних кредитів на вигідних умовах (під невеликі відсотки) через відсутність кредитного рейтингу та неналежність держави до міжнародних фінансових організацій;

- відсутність граничних критичних показників розмірів;

- здійснення економічно необґрунтованих і безконтрольних запозичень під державні гарантії та неефективних заходів до підприємств-позичальників щодо виконання ними фінансових зобов'язань за іноземними кредитами;

- відсутність прогнозування платоспроможності країни, прорахування Урядом та Міністерством фінансів наслідків фідучіарних позик для

економіки.

9. До комплексу заходів по врегулюванню проблеми зовнішнього боргу можна віднести наступні:

- інвентаризація всіх видів запозичень з метою визначення їх справжньої суми, що дозволить уникнути безсистемних позик;

- забезпечення раціонального використання зовнішніх запозичених коштів, надання пріоритетності витрачанням на виробничі потреби;

- використання можливості виваженого трансформування зовнішнього державного боргу у внутрішній, що вимагає наявності глобальної макроекономічної нестабільності, з урахуванням ситуації на внутрішньому та міжнародному фінансових ринках, удосконаленням внутрішнього фінансового ринку.

- дотримання принципу малodefіцитності державного бюджету, що дасть можливість знизити динаміку зростання зовнішнього державного боргу;

- забезпечення максимальної прозорості та узгодження стратегії регулювання на всіх стадіях здійснення запозичень - від розгляду доцільності до остаточного погашення позик, що дозволить уникнути піків платежів та оптимізувати структуру державного боргу;

- використання гнучких методів контролю відтоку капіталу за кордон, тарифного регулювання імпорту, з метою зміцнення ресурсної бази обслуговування зовнішнього державного боргу;

- скорочення імпорту енергоносіїв у розрахунку на 1 грн. ВВП;

- забезпечення єдності планування та обліку всіх операцій по залученню, погашенню та обслуговуванню зовнішніх державних запозичень.

10. Пріоритетними напрямками удосконалення механізму зовнішніх державних запозичень є:

- удосконалення законодавчого забезпечення формування зовнішньої заборгованості, зокрема прийняття Закону України "Про зовнішній

державний борг України", в якому має бути визначено понятійний апарат, механізми залучення кредитних ресурсів і обслуговування зовнішнього боргу, показники (індикатори) зовнішньої заборгованості, порядок та умови реструктуризації державних боргових зобов'язань з метою правового визначення системи критичних показників, які гарантують національну економічну безпеку;

- підтримка ринку зовнішніх державних зобов'язань та сприяння підвищенню кредитного рейтингу держави, що призведе до зменшення ризикованості боргових зобов'язань і здешевлення їх вартості;

- удосконалення інституційного рівня регулювання державного боргу: відокремлення незалежного підрозділу, що виконує функції з управління зовнішнім державним боргом, підвищення координації роботи різних відомств;

- проведення постійного аналізу та моніторингу кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу, стану зовнішнього боргу, що має сприяти оптимізації структури нових запозичень за строками і портфелем з метою уникнення додаткового навантаження на графік обслуговування існуючих боргових зобов'язань;

- перехід на управління багатокomпонентною валютною структурою державного боргу, з урахуванням валютних ризиків. Зміна валютної структури дозволить проводити більш ефективну політику у сфері зменшення вартості обслуговування та диверсифікації валютних ризиків;

- капіталізація прострочених відсоткових платежів за зовнішнім боргом у новий борг з більш тривалим строком погашення, що дозволить мінімізувати витрати з обслуговування зовнішнього державного боргу;

- сприяння розвитку ринку похідних інструментів, для створення можливості застосування „свопових” механізмів реструктуризації зовнішнього боргу;

- здійснення управління структурою відсоткових виплат: заміщення поточних виплат за фіксованою і плаваючою ставкою з урахуванням найбільш привабливих валют.

11. За результатами аналізу вітчизняної боргової практики, особливостей структурної будови складових державного боргу з'ясовано, що розвитку ринку внутрішніх державних запозичень простежуються наступні негативні моменти, що вплинули на формування внутрішнього державного боргу:

- встановлення надвисокої дохідності по випущених ОВДП, з метою стимулювання надходжень до державного бюджету, що спричинило переплив грошових ресурсів з реального сектора економіки до фінансового;

- високі темпи нарощування внутрішнього державного боргу на початкових етапах його формування, за умов економічного спаду, відсутності реальних джерел надходження коштів до державного бюджету, зумовили направлення великих сум, залучених через випуск ОВДП, на погашення зобов'язань за попередніми випусками, що призвело до присвоєння ринку державних цінних паперів ролі дефіцитоутворюючого фактора;

- нереальність закладених у державний бюджет параметрів податкових надходжень зумовила зростання внутрішнього державного боргу;

- висока дохідність по державних облігаціях та податкові пільги для нерезидентів при проведенні операцій з ОВДП сприяли залученню іноземного спекулятивного капіталу до фінансування державного бюджету;

- короткостроковий характер державних облігацій сприяв посиленню нестабільності на ринку державних боргових зобов'язань та валютному ринку.

12. Пріоритетними напрямками удосконалення механізму внутрішніх державних запозичень є:

- удосконалення нормативно-правової бази. В Україні не створено цілісної системи комплексного правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення державних запозичень та їх використання.



Управлінський процес від етапу взяття боргових зобов'язань до використання запозичених коштів та їх повернення діє неефективно, а здійснювана боргова політика не зорієнтована на потреби економічного зростання країни;

- створення ефективно діючого ринку державних боргових зобов'язань на довгостроковий період, у тому числі високоліквідного вторинного організованого ринку державних боргових зобов'язань. Проведення дієвої торгівлі ОВДП на вторинному ринку має сприяти збільшенню кількості інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу;

- створення привабливих, доступних і надійних для всіх категорій інвесторів середньо - та довгострокових фінансових інструментів, з використанням гнучких процентних ставок. Гнучкість процентних ставок може бути досягнута наступними способами:

- через емісію облігацій з плаваючими процентними ставками, що можуть бути ув'язані з процентною ставкою за іншими цінними паперами, з індексом зміни процентних ставок чи індексом цін;

- через застосування заздалегідь встановлених різних фіксованих ставок на різних етапах обігу даного випуску.

- встановлення оптимальних строків погашення і врахування особливостей погашення окремих випусків;

- визначення особливостей оподаткування процентних доходів. Для розширення ринку державних облігацій може використовуватися також спеціальний режим оподаткування, що передбачає звільнення від оподаткування процентного доходу за державними цінними паперами чи зменшення ставки оподаткування. Даний захід сприяє зменшенню витрат з обслуговування державного внутрішнього боргу, адже стримує зростання процентних ставок за державними цінними паперами;

- зміна структури кредиторів держави із збільшенням частки підприємств і населення. З метою залучення грошових коштів фізичних осіб можна здійснити випуск високоліквідних зобов'язань. Наявність великої кількості різнорідних сегментів ринку державних цінних паперів дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик;

- планування випуску боргових зобов'язань, враховуючи сезонний фактор наповнення бюджету. Коригування емісії державних цінних паперів буде сприяти формуванню оптимальної за строками погашення структури державного боргу та ефективному процесу обслуговування основної величини державного боргу;

- коригування боргових зобов'язань за строками користування має здійснюватися залежно від етапу економічного розвитку і дозволить забезпечити рівномірний графік погашення заборгованості;

13. Ринок державних цінних паперів може стати ефективним інструментом системи регулювання державного боргу за умов впровадження наступних заходів:

- узгодження і збалансування графіку проведення аукціонів з продажу державних цінних паперів з графіком виплат за державними облігаціями дозволить уникнути ускладнень через нерівномірність та значні коливання виплат по облігаціям, що створюють проблеми в обслуговуванні боргу;

- розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, що має сприяти збільшенню кількості інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу;

- створення нових фінансових інструментів на основі використання гнучких процентних ставок. Останнє може бути досягнуте через емісію облігацій з плаваючими процентними ставками, що можуть бути ув'язані з процентною ставкою за іншими цінними паперами, з індексом зміни процентних ставок чи індексом цін та через застосування заздалегідь

встановлених різних фіксованих ставок на різних етапах обігу даного випуску;

- встановлення оптимальних строків погашення і врахування особливостей погашення окремих випусків, що забезпечить гнучкість строків погашення і може сприяти розширенню первинного ринку облігацій;

- визначення особливостей оподаткування процентних доходів, що має сприяти зменшенню витрат з обслуговування державного внутрішнього боргу, адже стримує зростання процентних ставок за державними цінними паперами;

- вираховування у програмі емісії державних боргових зобов'язань особливостей попиту на державні цінні папери з боку різних груп інвесторів, що буде сприяти зниженню вартості випуску боргових зобов'язань, збільшенню ефективності боргового прогнозування;

- зміна структури кредиторів держави із збільшенням долі вітчизняних комерційних банків, підприємств, населення, що дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик.

- маніпулювання з використанням різних видів державних цінних паперів допоможе запобігти впливу порушень економічної рівноваги на стан і структуру державного боргу.

14. В умовах спрямованості на досягнення взаємоузгодженості боргової, фіскальної та грошово-кредитної політики в аспекті їх взаємозв'язку із загальнодержавною політикою, моделі динаміки державного боргу, що призначені для аналізу тенденцій зміни боргових зобов'язань у співвідношенні з макроекономічними показниками та змінними грошово-кредитної політики, забезпечать потреби в актуальному на сьогодні оперативному регулюванні державного боргу, стабілізації боргового процесу, утриманні державного боргу на визначеному рівні. Необхідність формування дієвого механізму регулювання державного боргу, зокрема, його структури, актуалізує питання характеристики відносних показників

державної заборгованості. Відносна величина державного боргу у зіставленні із загальними макроекономічними показниками є важливою і за умов аналізу динаміки державного боргу. Основним відносним показником державного боргу є питома вага державного боргу у ВВП. У результаті проведеного аналізу на основі побудови початкової моделі динаміки державного боргу та моделі динаміки питомого державного боргу можна констатувати наступні, підтвержені підсумковими даними моделі, висновки:

- якщо борг розглядається як єдине джерело фінансування дефіциту бюджету, то в умовах постійної величини дефіциту, борг монотонно росте з убутним темпом при будь-якій його початковій величині. Стабілізація боргу в такій ситуації неможлива без залучення інструментів управління витратами і доходами держави, а також засобів монетарної політики. Аналогічна тенденція боргу має місце при постійному дефіциті бюджету також в умовах зростання ВВП, доходів і видатків державного бюджету, що цілком логічно, якщо фінансування дефіциту здійснювати тільки за рахунок емісії державних боргових зобов'язань;

- дотримання політики профіцитного бюджету упродовж деякого періоду не дає однозначної відповіді на питання динаміки державного боргу. При профіциті державного бюджету можливі і збільшення, і зменшення державного боргу залежно від співвідношення параметрів моделі;

- головною відмінністю моделі питомого державного боргу від моделі динаміки абсолютних показників є те, що її розв'язання є стійким при певному співвідношенні параметрів, тобто є можливість стабілізації динаміки питомого державного боргу. Якщо стосовно абсолютної величини боргу цього досягти не можна, то відносну його величину можна втримати на деякому рівні, регулюючи параметри моделі – темп приросту ВВП і ставку прибутковості державних зобов'язань;

- суттєво, що для реалізації такої можливості значення мають не

стільки розміри цих параметрів, скільки їхнє співвідношення, що потенційно дозволяє підрегулювати норму прибутковості як більш керований параметр, під реальний (сформований) темп росту ВВП, який менш піддається регулюванню й непідвласний прямому управлінню;

- початковий рівень питомого боргу має істотне значення тільки при економічному зростанні з бюджетним профіцитом: при невиконанні умови стабілізації завищене, в порівнянні з рівноважним, значення питомого боргу в початковий момент веде до його зростаючої динаміки. В інших випадках профіцит супроводжується поступовим зменшенням початкового боргу до нуля протягом деякого періоду, тривалість якого залежить від початкового питомого боргу, співвідношення профіциту державного бюджету і ВВП, співвідношення ставки прибутковості за державними борговими зобов'язаннями і темпу приросту економіки;

- при профіциті бюджету сприятливий з точки зору зменшення державного боргу розвиток можливий не тільки при виконанні умови стабілізації, але й при її порушенні. На відміну від цього при дефіциті бюджету спадні траєкторії державного боргу можливі тільки при виконанні умови стабілізації.

15. На прикладі динаміки макроекономічних показників України була проведена оцінка параметрів моделі питомого боргу, яка показала, що вони не є постійними параметрами, а характеризуються певним трендом: відсоток по обслуговуванню боргу та відношення грошової маси до ВВП описуються експоненціальною залежністю, а питомий дефіцит – лінійною. Якщо розглянути варіант стабільних параметрів моделі та використати найбільше близькі за часом оцінки 2005 – 2006 рр., тоді рівноважне значення питомого боргу виходить на рівні 24% і є нестійким. Якщо початкове значення питомого боргу прийняти на рівні 2006 р. (15%), що менш рівноважного, то траєкторія боргу буде убутною, і через певний проміжок часу ( $\approx 10$  років), він досягне нуля. Проведені розрахунки дозволяють обґрунтувати висновок,

що навіть при високих витратах по обслуговуванню і погашенню боргу, коли їх відносна величина суттєво більше темпу приросту економіки, можлива сприятлива (незростаюча) динаміка боргу при збереженні незначного бюджетного дефіциту ( $d = 0,005\%$ ) і постійних інших параметрів моделі.

16. Елементом підвищення ефективності вітчизняної боргової політики може бути впровадженням нової боргової стратегії, основних її напрямів, що на нашу думку відображені у наступному: визначення питомої ваги зовнішнього і внутрішнього боргу у загальній структурі державного боргу та припустимої межі витрат з обслуговування у структурі державних витрат; сполучення ринкових та інституціональних механізмів регулювання державного боргу; перехід на трьохрівневу структуру управління державним боргом; перехід на ринкові методи управління державним боргом, рефінансування за рахунок запозичень на внутрішньому та зовнішньому ринках.

17. В аспекті вирішення завдання можливого поліпшення структури державного боргу, утримання критичних показників боргового навантаження на стабільному рівні боргова політика щільно взаємопов'язана з борговим плануванням. Ми пропонуємо, в якості напряму удосконалення боргової політики держави, процедуру боргового планування реалізовувати послідовно у наступних етапах:

- аналіз макроекономічних показників розвитку національної та світової економіки, прогнозування доходів державного бюджету на основі складання середньострокового фінансового плану;

- вивчення стану та структури державного боргу;
- планування витрат на погашення і обслуговування державного боргу.

Планування операцій рефінансування державних зобов'язань;

- планування обсягів майбутніх позик, з розробкою сценаріїв запозичень;

- складання зведеного графіку погашення та обслуговування державного боргу і формування оптимального боргового портфеля.

18. В умовах дії програмно-цільового методу планування державного бюджету та сучасного стану вітчизняної економіки розробка програми регулювання державного боргу має здійснюватися на середньострокову перспективу, що надасть можливості для оптимальної реалізації боргової стратегії та загальної стратегії розвитку України. Середньострокова програма регулювання державного боргу має ґрунтуватися на наступних принципах:

- достовірне прогнозування макроекономічного розвитку на 3-5 років.
- узгодженість боргової і бюджетної політики.
- узгодженість боргової і валютної політики.
- узгодженість боргової політики з ціновою політикою.

Програма регулювання державного боргу має включати наступні пункти:

- розробка параметрів дефіциту бюджету і державного боргу;
- програма обсягів нових запозичень;
- програма операцій з рефінансування державного боргу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абдеев Р.Ф. Философия информационной цивилизации. – М.: Гуманит. Издат. Центр Владос, 1994. – 226 с.: 58 ил.
2. Активные продажи на развивающихся рынках раскрывают новую тактику. Информационный банковский портал CBonds. – 2006. – 7 июня. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2006/06/060706\\_1800.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2006/06/060706_1800.shtml). – Заголовок с экрана.
3. Антипов Е.В. Долг платежом красен (особенности внешнего долга России и стран СНГ) // ЭКО. – 1999. – № 10. – С. 31–49.
4. Асадчев В.М., Сухоставець А.В. Борги і заборгованість. Різна природа – спільна проблема // Економист. – 2003. – № 4. – С. 54–58.
5. Асадчий Г.В. Структура та динаміка державного боргу України // Формування ринкових відносин в Україні. – 2002. – № 1. – С. 56–66.
6. Бабич М., Блінов А. Зовнішній борг України росте швидше, ніж дідова ріпка. // Україна - Business. – 1999. – № 8(408). – С. 9.
7. Балацкий Е. Принципы управления государственной задолженностью // МЭиМО. – 1997. – № 5. – С. 36–51.
8. Барановський О. Боргова безпека // Банківська справа. – 1999. – № 1. – С. 28–32.
9. Барановський О. Державний борг України в системі економічної безпеки // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 4. – С. 42–46.
10. Басюк Т.П. Реструктуризація дебіторської заборгованості підприємства // Фінанси України. – 2004. – № 12. – С. 115–124.
11. Башинська О.М. Формування та обслуговування державного зовнішнього боргу // Фінанси України. – 2000. – № 12. – С. 67–78.
12. Безунова М.В. Державний бюджет та державний борг України //



Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України: Зб. наук. статей. – Х.: Штрих, 2002. – 274 с.

13. Белокур А. Внешние долги Украины: размеры и история возникновения // Закон и бизнес. – 1997. – 22 января. – С. 4.

14. Белялов Т.Е. Аналіз форм і методів управління дебіторською заборгованістю у складі оперативних фінансових активів корпорації // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 9. – С. 30–37.

15. Библия. Книги священного писания Ветхого и Нового завета. Пятая книга Моисеева. Второзаконие. Глава 15. – Trinitarian Bible Society. – England. – 923 с.

16. Большая советская энциклопедия: В 30 т. Т.16. Мёзия–Моршанск / Гл. ред. А. М. Прохоров. – 3-е изд. – М.: Сов. энциклопедия, 1974. – 615 с.

17. Бондарук Т.Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу // Фінанси України. – 2003. – № 4. – С. 14–19.

18. Бондарук Т.Г. Становлення системи фінансів соціального сектора в Україні // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – № 9. – С. 91–96.

19. Бриндак Д. Класифікація боргових цінних паперів // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 12. – С. 117–120.

20. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. / Азаров М.Я., Ярошенко Ф.О., Барановський О.І. та ін.; Науково-дослідний фінансовий ін-т при Міністерстві фінансів України. Т.6. Підвищення ефективності боргової політики держави. – К.: НДФІ, 2004.– 347 с.

21. Вавилов А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – 2 изд., перераб. и доп. – М.: ООО Городециздат, 2003. – 394 с.

22. Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России // Вопросы экономики. – 1997. – № 12. – С. 62–81.

23. Вавилов А.П., Ковалишин Е.А. Доверие инвесторов и оптимальное

- управление государственным долгом // Экономическая наука современной России. – 2002. – № 1. – С. 10–27.
24. Вавилов Ю.Я. Государственный долг: Учеб. пособие для студ. вузов, обуч. по экон. спец. / Финансовая академия при Правительстве РФ. — 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Перспектива, 2007. – 256 с.
25. Вахненко Т. Граничний розмір державного боргу України // Банківська справа. – 2004. – № 4. – С. 33–45.
26. Вахненко Т. Державний борг: ситуація в Україні та досвід інших країн // Банківська справа. – 19997. – № 6. – С. 27.
27. Вахненко Т. Державні запозичення в Україні: підсумки 1998 року // Банківська справа. – 1999. – № 2. – С. 21–24.
28. Вахненко Т. Концептуальні засади управління зовнішнім національним боргом України // Економіка України. – 2007. – № 1. – С. 14–24.
29. Вахненко Т. Напрями вдосконалення боргової політики держави // Економіка України. – 2002. – № 5. – С. 16–24.
30. Вахненко Т. Обслуговування внутрішнього державного боргу та інструменти грошово-кредитного регулювання у 2001 році // Банківська справа. – 2000. – № 5. – С. 60–62.
31. Вахненко Т. Проблема обслуговування державного боргу України та шляхи її розв'язання // Економіка. Фінанси. Право. – 2000. – № 7. – С.10–13.
32. Вахненко Т. Реструктуризація зовнішнього державного боргу комерційним кредиторам: методи і умови застосування // Економіст. – 2004. – № 8. – С. 23–28.
33. Вахненко Т. Соціально - економічні фактори формування зовнішньої заборгованості // Економіка України. – 2004. – № 3. – С. 18–27.
34. Вахненко Т. Теоретичні засади формування зовнішнього національного боргу // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 9. – С. 16–25.
35. Вахненко Т. Тягар державного боргу: теоретичний аспект // Економіка України. – 1998. – № 3. – С. 21–30.

36. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки / НАН України; Інститут економічного прогнозування. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.
37. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
38. Вахненко Т.П. Платоспроможність держави в контексті обслуговування зовнішнього боргу // Економіка і прогнозування. – 2003. – № 4. – С. 52–62.
39. Висновок щодо виконання Державного бюджету України за дев'ять місяців 2006 року. Випуск 18 / Підготовлено департаментом з питань фінансової та бюджетної політики і затверджено постановою Колегії Рахункової палати від 21.11.2006 № 29-3. – Режим доступу: [http://www.ac-rada.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main?art\\_id=786322&cat\\_id=204](http://www.ac-rada.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main?art_id=786322&cat_id=204) –Заголовок з екрану.
40. Висновок щодо виконання Державного бюджету України за дев'ять місяців 2007 року. Випуск 18 / Підготовлено департаментом з питань фінансової та бюджетної політики і затверджено постановою Колегії Рахункової палати від 21.11.2007. – Режим доступу: [http://www.ac-rada.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main?art\\_id=786322&cat\\_id=204](http://www.ac-rada.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main?art_id=786322&cat_id=204) –Заголовок з екрану.
41. Власов А. В. Внешнеэкономические отношения России: внешний долг // Деньги и кредит. – 2001. – № 10. – С. 35–38.
42. Внешний долг Словаки сократился на 0,5 млрд. дол. США. Портал электронных средств массовой информации для предпринимателей. Деловая пресса. – №5 (52). – 31. 01. 2001. – Режим доступа: [http://www.businesspress.ru/newspaper/article\\_mId\\_21960\\_aid\\_51795.html](http://www.businesspress.ru/newspaper/article_mId_21960_aid_51795.html). - Заголовок с экрана.
43. Внешний долг Чехии увеличивается быстрыми темпами. Информационный банковский портал. – 2007. – 2 апреля. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2007/04/040207\\_1010](http://www.uabanker.net/daily/2007/04/040207_1010). - Заголовок з екрану.

44. Внутренний долг Казахстана составляет 90%. Информационный банковский портал. Газета. RU. – 2005. – 13 сентября. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2005/09/091305\\_1240.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2005/09/091305_1240.shtml). – Заголовок с экрана.
45. Воронін Ю. Управление государственным долгом // Экономист. – 2006. – №1. – С. 58–68.
46. Вплив фінансово-кредитного механізму на розвиток суб'єктів господарювання: Монографія / Відп. ред. Глущенко В.В. – Х.: ХНУ імені В.Н. Каразіна, 2007. – 358 с.
47. Галабурда М.К. Обгрунтування ролі внутрішнього боргу в Україні // Фінанси України. – 2002. – № 9. – С. 65–71.
48. Гапонюк М.А., Буряченко А.Є. Особливості розвитку ринку ОВДП // Фінанси України. – 1998. – № 11. – С. 68–77.
49. Гегель Георг Вильгельм Фридрих Наука логики. Ч. 1. Объективная логика. – СПб.: Наука: С. – Петерб. изд. фирма, 1997. – 799 с.
50. Гегель Георг Вильгельм Фридрих Наука логики. Ч. 2. Субъективная логика. – СПб.: Наука: С. – Петерб. изд. фирма, 1997. – 854 с.
51. Герасимчук Ю. Проблема обслуговування державного боргу в 2000 році // Фінанси України. – 2000. – № 6. – С. 8–10.
52. Гладких Д. Державний борг як фактор інфляції // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С. 26–28.
53. Глущенко В. В., Швайко М. Л. Соціальна спрямованість бюджетного процесу в Україні. – Х. : Видавництво ХНУ ім. В.Н. Каразіна, 2004. – 181 с.
54. Головачев Д.Л. Государственный долг. Теория, российская и мировая практика / Ред. М.А. Сажина. – М.: ЧеРо, 1998. – 176 с.
55. Горобець О. Г. Державний борг України та його вплив на розподіл валового внутрішнього продукту // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 3. – С. 17–24.
56. Горюн Л. П. Воспроизводство рабочей силы и основные направления его

совершенствования в Российской Федерации: Автореф. дис. ... кандидата эконом. Наук / Воронежский гос. ун-т. – Воронеж, 1998. – 16 с.

57. Государственные финансы: Учебное пособие / В.М. Федосов, Л.Д. Буряк, Д.Д. Бутаков и др.; Под ред. В.Л. Федосова, С.Я. Огородника, С.Я. Суторминой. – К.: Лыбидь, 1991. – 276 с.

58. Губар В. Основні засади управління державним зовнішнім боргом, сформовані міжнародною практикою // Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. – 2004. – № 3. – С. 247–254.

59. Девликамова Г.В. Налоговый анализ как составная часть анализа хозяйственной деятельности предприятия // Финансы. – 2001. – №8. – С. 40–43.

60. Державні фінанси: Інтегрований навч.-атестаційний комплекс: Навч. підручник для студ. вищ. навч. закладів / Ушакова Н.М., Кучер Г.В., Александров В.Т. и др.; Ред. А.А. Мазаракі. Т. 2. Управління державним боргом. – К. : АВТ, 2004. – 357 с.

61. Драчук Ю.В. Державний борг у фінансовій політиці України // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 10. – С. 3–8.

62. Драчук Ю.В. Просрочена заборгованість за гарантованими державою кредитами і методи роботи з нею в Україні // Банківська справа. – 2005. – № 4. – С. 71–76.

63. Дудченко В. Державний борг як об'єкт регулювання // Економічний аналіз: Зб. наук. праць Тернопільського національного економічного університету. Випуск 2 (18). – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – С. 82–87.

64. Дудченко В. Зовнішній державний борг України в контексті фінансової глобалізації // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків: Тези доповідей і виступів міжнародної науково-практичної конференції 18 - 20 жовтня 2006 р. – Черкаси: ЧБІ УАБС НБУ, 2006. – С .

65. Дудченко В. Ю. Державний внутрішній борг: особливості формування та структуризації // Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Економічна серія. – 2004. – № 634. – С. 140–144.
66. Дудченко В. Ю. Національний банк України в системі управління внутрішнім державним боргом // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник тез доповідей 7 Всеукраїнської науково-практичної конференції (25-26 листопада 2004 р.). – Суми: УАБС, 2004. – С.104–106.
67. Дудченко В. Ю. Управління державним боргом в трансформаційній економіці України // Праці П'ятої міжнародної наукової конференції студентів та молодих учених „Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”. Ч. 3. / Ред. кол. Ступін О. Б., Александров І.О. та ін. – Донецьк: Дон ДУ, 2004. – С. 61–63.
68. Дудченко В. Ю. Шляхи вдосконалення механізму державних запозичень на зовнішньому ринку // Реструктуризація розвитку фінансового ринку в Україні: філософія, стратегія, тактика: Тези доп. Всеукраїн. наук.-практ. конф. студ. і молодих вчен. (Київ, 20-22 березня 2007 р.) / Відп. ред. І.А. Аванесова. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2007. – С. 49–51.
69. Дудченко В.Ю. Боргове планування в механізмі регулювання державного боргу // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.): У 2-х т. Т.2. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 51–52.
70. Дудченко В.Ю. Зарубіжна практика регулювання державного боргу // Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Економічна серія. – 2007. – № 786. – С. 109–114.
71. Дудченко В.Ю. Зовнішній державний борг: етапи формування та проблеми обслуговування // Вісник Української академії банківської справи. – 2004. – № 1 (16). – С. 26–33.

72. Дудченко В.Ю. Передумови побудови базової моделі динаміки державного боргу // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Вип. 22. – 2007. – № 768/1. – С. 345–353.
73. Дудченко В.Ю. Ринок державних боргових зобов'язань як складова фінансової системи // Матеріали 8 Міжнародної науково-практичної конференції „Наука і освіта 2005”. Т. 73. Фінансові відносини. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. – С. 38–40.
74. Дудченко В.Ю. Сутність та основні засади програми регулювання державного боргу // Розвиток фінансово – кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи: Тези доповідей 3 Всеукраїнської науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених, 25-26 жовтня 2007 р. / Відп. за вип. Б. І. Пшик. – Львів: ЛІБС УБС НБУ, 2007. – С. 36–38.
75. Дудченко В.Ю. Шляхи вдосконалення механізму державних запозичень на внутрішньому ринку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник тез доповідей 9 Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 листопада 2006 р.). Ч. 2. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – С. 19–21.
76. Дюшен Ж., Сєкареєв О., Балакін Р. та ін. Бюджетні обмеження та проблеми обслуговування зовнішнього боргу України // Економіст. – 1999. – № 2. – С. 50–57.
77. Економічна наука в Харківському університеті: Колективна монографія / В.В. Глущенко, В.В. Александров та ін. – Х.: ХНУ, 2005. – 332 с.
78. Жигаєв А. Ю. Управление и прогнозирование государственного долга в среднесрочной перспективе (сценарный подход) // Экономический журнал ВШЭ. – 1999. – №3. – С. 395–422.
79. Заверуха І. Правові проблеми аудиту державного боргу // Юридична Україна. – 2006. – № 12. – С. 31–38.
80. Заверуха І. Правові проблеми класифікації державного боргу // Право України. – 2007. – № 3. – С. 51–55.

81. Заверуха І. Теоретико-правові передумови визначення інституту державного боргу // Підприємництво, господарство і право. – 2005. – № 12. – С. 127–131.
82. Заверуха І. Фінансово-правова природа відносин у сфері державного боргу // Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 8. – С. 53–57.
83. Загорський В.С. Боргова політика: концепція та реалії // Економіст. – 2006. – № 3. – С. 24–27.
84. Замков О.О. и др. Математические методы в экономике / Замков О.О., Толстопятенко А.В., Черемных Ю.Н. – М.: МГУ, Изд-во «ДИС», 1998. – 368 с.
85. Зражевська Н. В. Механізми реструктуризації зовнішнього державного боргу // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 47–56.
86. Илларионов А., Пивоварова Н. Размеры государства и экономический рост // Вопросы экономики. – 2002. – № 9. – С. 18–45.
87. Іваненко Ю. Державний борг України в цифрах і не тільки. Чи є необхідність у його достроковому погашенні // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 12. – С. 4–6.
88. Іваненко Ю., Мамишев А. До питання розкриття інформації про державний борг // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 3. – С. 20–23.
89. Іваницький О. Зовнішній борг і проблеми економічного розвитку // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 2. – С. 44–45.
90. Калач Г. М. Напрями удосконалення інституціональної інфраструктури фондового ринку // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України (економіка, право) / НАДПСУ. – 2007. – № 1(36). – С. 59–66.
91. Калач Г. Фінансова безпека держави в умовах глобалізації // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України (економіка, право). – 2004. – № 4 (26). – С. 68–75.



92. Калач Г.М. Вплив ринку цінних паперів на обсяги інвестування в реальний сектор економіки // Наукові записки. Вип.8. Ч.3. – 2006. – С. 338–345.
93. Калач Г.М. Муніципальні облигації як інструмент залучення кредитних ресурсів // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: Зб. наук. праць. – Вип.7: Економічні науки. – Чернівці, 2006. – С. 134–139.
94. Калач Г.М. Проблеми створення ефективної системи управління державним зовнішнім боргом України // Бюджетно-податкова політика: теорія, практика, проблеми. – Ірпінь. – 2004. – С. 73–76.
95. Калач Г.М. Проблеми управління державним боргом України // Сучасний стан та перспективи розвитку фінансового права. – Ірпінь. – 2007. – С. 107–109.
96. Карлин М. І. Фінанси зарубіжних країн: Навчальний посібник. – К.: Кондор, 2004. – 384 с.
97. Каспрук В. Аргентина после кризиса: как живет на собственные ресурсы // Зеркало недели. – 4–10 декабря 2004. – № 49 (524). – Режим доступа: <http://www.zerkalo-nedeli.com/ie/show/524/48561/>. – Заголовок с экрана.
98. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: Учебное пособие для вузов. – М.: Междунар. отношения, 1998. – 488 с.
99. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм економіки // Фінанси України. – 2001. – №9. – С. 22–29.
100. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.
101. Колот О. Інституціональні основи управління державним боргом, сучасні тенденції у формуванні боргових служб // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2004. – №

9. – С. 15–21.

102. Колот О. Фінансові ризики, пов'язані з державним боргом // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2003. – № 3. – С. 39–43.

103. Коркин В. Государственный внешний долг: причины кризиса и пути преодоления // Финансовый бизнес. – 2001. – № 11. – С. 39–46.

104. Корнєєв В. Боргові парадокси і орієнтири державних запозичень // Економіка України. – 2000. – № 6. – С. 30–38.

105. Корнєєв В. Реструктуризація заборгованості в Лондонському і Паризькому клубах кредиторів // Економіка України. – 2001. – № 3. – С. 13–21.

106. Кравчук Н.Я. Реструктуризація зовнішнього боргу // Фінанси України. – 2001. – № 10. – С. 63–72.

107. Крамаренко Г.А. Государственная задолженность Украины и возможные пути выхода из долгового кризиса // Академічний огляд. – 2001. – № 1. – С. 46–53.

108. Кудрин А. Государственный долг России // Рынок ценных бума. – 2006. – № 3. – С. 22–32.

109. Кудяков О. Анализ состояния и структуры государственного долга развитых стран // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 23. – С. 18–26.

110. Кульман А. Экономические механизмы. – М.: Прогрес: Универс, 1993. – 192 с.

111. Кучер Г. В. Державна боргова криза та перспективи її врегулювання у контексті світового досвіду // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 2. – С. 24–30.

112. Кучер Г. В. Управління державним боргом : Підручник / Київський національний торговельно-економічний ун-т. – К. : КНТЕУ, 2002. – 342 с.

113. Кучер Т. Державний борг: історія і сьогодення // Фінанси України. – 1999. – № 2. – С. 16–22.

114. Лебедев О. Потрібна концепція управління державним боргом // День. – 1999. – 9 лютого. – С. 5.
115. Левицький М. Нормативно-правове регулювання державного боргу // Збірник наукових праць Української академії державного управління при Президентові України. – 2001. – № 1. – С.165–173.
116. Лісовенко В. В. Кредитний рейтинг у системі управління державним зовнішнім боргом // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С. 30–39.
117. Лісовенко В. В. Реструктуризація зовнішнього боргу України // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 5. – С. 2–4.
118. Лісовенко В.В. Державний зовнішній борг України: етапи формування та розвитку // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 9. – С. 35–37.
119. Лютий І. О. Проблеми реструктуризації зовнішнього боргу України // Фінанси України. – 2000. – № 6. – С. 70–75.
120. Макаренко М. І., Дудченко В. Ю. Сутнісно-структурна визначеність механізму регулювання державного боргу // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2006. – № 7 (91)'. – С. 68–75.
121. Макконелл Р., Брю С. Макроекономіка: Пер з англ. – Львів: Просвіта, 1997. – 671 с.
122. Макроекономіка: Учебник / Под ред. А.В. Сидоровича. – М.: МГУ им. М.В. Ломоносова: ДИС, 1997. – 416 с.
123. Малый экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 2000. – 1088 с.
124. Марковська Н., Чупахін О. Чи додадуть кредити здоров'я хворій економіці? // Голос України. – 1997. – 17 липня – С. 6.
125. Маркс К. Энгельс Ф. Сочинения. Т. 2. - М.: Прогресс, 1985. – 432 с.
126. Маркс К. Энгельс Ф. Сочинения. Т. 23. - М.: Прогресс, 1985. – 894 с.
127. Маркс К. Энгельс Ф. Сочинения. Т. 27. - М.: Прогресс, 1985. – 600 с.
128. Маркс К. Энгельс Ф. Сочинения. Т. 3. - М.: Прогресс, 1985. – 498 с.

129. Марченко С. М. Політичні ризики та державний борг // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 8. – С. 91–99.
130. Маханець Л. Л. Зовнішній борг і політичний ризик // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 64–69.
131. Машко А. І. Бюджетний дефіцит: двоєдинство проблем та перспектива // Економіка: проблеми теорії та практики : Зб. наук. праць. Вип. 181. Т2. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003. – 307 с.
132. Меркулова Т.В. Налоговая нагрузка: понятие и показатели // Економіка: проблеми теорії та практики. Вип. 194. Т. 1. – К., 2004. – С. 242 – 248.
133. Місцеві фінанси: Підручник / О. П. Кириленко, О. Р. Квасовський, А. В. Лучка, та ін.; Под ред. О. П. Кириленко. – К.: Знання, 2006. – 677 с.
134. Міщенко В.І., Лисенко Р.С. Вплив чинників бюджетно-боргової політики на дію трансмісійного механізму в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С. 12–24.
135. Міщенко С.В. Особливості організації первинного розміщення державних боргових зобов'язань // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 7. – Суми : Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2003. – 320 с.
136. Муранівський Т. Ракова пухлина зовнішнього боргу // Віче. – 1996. – № 4. – С. 88–94.
137. Новицький В. Є., Плотніков О. В. Динаміка зовнішніх боргових зобов'язань України. – К. : Політична думка, 2000. – 330 с.
138. Омельчук С. Стан ринку боргових зобов'язань в Україні // Економіст. – 2007. – № 10. – С. 32–50.
139. Опарін В.М. Фінанси (загальна теорія): Навчальний посібник: Навчальне видання. – К.: КНЕУ, 1999. – 164 с.
140. Определены направления долговой политики Российской Федерации. РосБизнесКонсалтинг. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/20/04/2006/85584.shtml>. – Заголовок с экрана.

141. Определены направления долговой политики Российской Федерации. РосБизнесКонсалтинг. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/20/04/2006/85584.shtml>. – Заголовок с экрана.
142. Осаволук С. Л. Боргові зобов'язання у формі облігацій як один з інструментів світового фінансового ринку // Фондовый рынок. – 2000. – № 5. – С. 3–6.
143. Особливості та пріоритети боргової політики України // Финансовые риски. – 2004. – № 3. – С. 34–51.
144. Особливості та пріоритети боргової політики України: Аналіт. доповідь / А. С. Гальчинський, З.С. Варналій, В.Я. Майстришин та ін. – К. : Національний ін-т стратегічних досліджень, 2004. — 103 с.
145. Панченко М. Припинення зобов'язань прощенням боргу // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 12. – С. 28–32.
146. Пасічник Ю.В. Методологічні підходи західної фінансової науки до проблем державного боргу // Фінанси України. – 2006. – № 4. – С. 83–92.
147. Платіжний баланс і зовнішній борг України. 1 квартал 2006 року // Платіжний баланс України. – 2006. – № 1.
148. Положення Про затвердження Програми розвитку ринку середньо- і довгострокових державних боргових зобов'язань на 2003-2005 роки: Постанова Кабінету Міністрів України. від 01.03.2003 № 285. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>. – Заголовок з екрану.
149. Понтрягин Л. С. Обыкновенные дифференциальные уравнения. – М. : Наука, 1982. – 331 с.
150. Прикладная экономика / Под ред. проф. А.И. Черняка. – Донецкий национальный университет, 2004. – 382 с.
151. Принципы боргової стратегії України // Фондовый рынок. – 1999. – № 3. – С. 14.
152. Про створення у складі Міністерства фінансів Головного управління обслуговування зовнішнього державного боргу України: Постанова Кабінету

Міністрів України” від 05.09.1994 № 614. – Режим доступу: – <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>. – Заголовок з екрану.

153. Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України: Закон України від 23.03.2000 № 1602-III // Відомості Верховної Ради. – 2000. – № 25. – ст.195.

154. Про державний внутрішній борг України: Закон України від 16.09.1992 № 2604-XII // Відомості Верховної Ради. – 1992. – № 41. – ст. 598.

155. Про державний зовнішній борг: Проект Закону України за станом на 14 грудня 1995 р. // Голос України. – 1995. – 26 грудня – С. 3.

156. Про схвалення Концепції державної боргової політики на 2001 - 2004 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 28.09.2000 № 1483. – Режим доступу: – <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>. – Заголовок з екрану.

157. Рагозин В. Государственные гарантии - составная часть государственного долга // Вопросы экономики. – 2002. – № 10. – С. 111–114.

158. Райзберг Б.А. и др. Современный экономический словарь / Райзберг Б. А. Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. - 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Инфра-М, 2004. - 480 с.

159. Рак Р. В. Теоретичні засади й можливості використання боргової стратегії // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 76–83.

160. Рау К. Основные начала финансовой науки : В 2-х тт. Т. 1. – СПб., 1867. – 68 с.

161. Редькін О. С., Кокшаров О. В. Деякі оцінки практики обслуговування державного боргу України // Фінанси України. – 1997. – № 5. – С. 15–35.

162. Редькін О.С., Гришина О.С. Лібералізація інвестиційних процесів в Україні // Фінанси України. – 2002. – № 2. – С.115–124.

163. Рибалко Г. П. Зарубежный опыт управления государственным долгом // Финансы. – 2000. – № 6. – С. 55–58.

164. Ровбель С. В. Социальная защита пожилых людей в условиях становления рыночной экономики: Автореф. дис. ... кандидата эконом. наук

- / Ун-т экономики и финансов. – Санкт-Петербург , 1994 – 16 с.
165. Рожко О. Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 82–88.
166. Румянцева С. Державні цінні папери Російської Імперії // Цінні папери України. – № 29 (317). – 2004. – С. 17.
167. Рязанова Н.С. Сучасні тенденції зовнішньої заборгованості // Фінанси України. – 2005. – № 7. – С. 26–39.
168. Саркисянц А. Г. Система международных долгов. – М.: ДеКа, 1999. – 716 с.
169. Сахневич И. Долг платежом красен // Банковская практика за рубежом. – 2007. – № 3. – С. 90–95.
170. Селезнев А. Государственный долг: иллюзии и реальность // Экономист. – 2004. – № 3. – С. 31–41.
171. Сениченко Д. Світовий банк та Україна // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 10. – С. 20–23.
172. Синюченко М. І. Державний борг як чинник інфляції // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України.: Зб. наук. праць. Т. 4. – Суми : Ініціатива, 2000. – 292 с.
173. Сігайов А. О. Тягар державного боргу // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 3. – С. 30–32.
174. Смирнов А. Д. Лекции по моделям макроэкономики // Экономический журнал ВШЭ. – 1999. – № 3. – С. 431–433.
175. Смирнов А. Д. Лекции по моделям макроэкономики// Экономический журнал ВШЭ. – 1999. – № 1. – С. 430-432.
176. Смирнов А. Д. Модель динамики государственного долга России // Экономический журнал ВШЭ. – 2005. – № 2. – С. 136–146.
177. Смирнов А. Д. Монетаризация государственного долга // Экономический журнал ВШЭ. – 2005. – №2. – С. 135–172.
178. Советский энциклопедический словарь / Гл. ред. А. М. Прохоров. – 4-е

изд. – М.: Сов. Энциклопедия, 1988. – 1600 с.

179. Солошенко Л. Сумнівна та безнадійна заборгованість // Податки та бухгалтерський облік. – 2004. – № 48. – С. 17–54.

180. США согласились реструктуризировать долг Молдавии. Информационный банковский портал. РБК. – 2006. – 3 ноября. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306\\_0900.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306_0900.shtml). – Заголовок с экрана.

181. Тарачев В. Государственный долг: управлять или манипулировать? // Банковское обозрение. – 2002. – № 10. – С. 18–23.

182. Титков В. Реструктурирование внешнего долга // Экономист. – 1999. – № 2. – С. 90–94.

183. Трофимов Г. Внешний долг и денежно-кредитная политика (к теории вопроса) // Вопросы экономики. – 2000. – № 5. – С.18–31.

184. Ульянецкий М. Государственные облигации внутреннего долга Израиля // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 9. – С. 21–26.

185. Ферианц Я. Хозяйственный механизм и экономия времени. – М.: Экономика, 1987. – 191 с.

186. Финансово-кредитный словарь : В 3-х т. / Гл. ред. В. Ф. Гарбузов. Т. 1. А - Й / Сост. В. К. Сенчагов, Л. П. Павлова, Н. Г. Сычев и др. – М.: Финансы и статистика, 1984. – 511 с.

187. Финансы / Под. ред В. М. Родионовой. – М: Финансы и статистика, 1992. – 312 с.

188. Финансы : Учеб. для студентов вузов, обучающихся по экон. спец. / Л.А. Дробозина, Г.Б. Поляк, Ю.Н. Константинова и др.; Под ред. Л.А. Дробозиной. – М.: Юнити: Финансы, 1999. – 527 с.

189. Финансы, деньги, кредит: Учебник для студ. вузов, обуч. по экон. спец. и напр. / Долгов С.И., Бартенев С.А., Беликова А.В.и др.; Ред. Соколова О.В. – М.: Юристъ, 2000. – 784 с.



190. Хакамада И. Государственный долг: структура и управление // Вопросы экономики. – 1997. – №5. – С. 67–79.
191. Хейфец Б.А. Управление государственным долгом в Царской России // Финансы. – № 11. – 2003. – С. 67–70.
192. Ходачук О.Н. Внешний государственный долг и монетарные проблемы страны // Финансовые риски. – 2001. – № 1. – С. 45–49.
193. Царук О.В. Макроекономічні ефекти державного боргу як об'єкт статистичного вивчення // Статистика України. – 2006. – № 2. – С. 21–26.
194. Чугунок І. Я., Лісниченко І. В. Основні підсумки виконання бюджету у 2002 р. // Фінанси України. – 2003. – № 5. – С. 25–46.
195. Шагас Н. Л., Туманова Е. А. Макроэкономика-2: Учеб. пособие / Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова. Экономический факультет. Вып. 1 : Долгосрочный аспект. – 3 изд.– М.: ТЕИС, 2001. – 122 с.
196. Шамшев В. В. Перспективы использования векселя как инструмента банковского кредитования и рефинансирования // Финансы и кредит. – 2007. – № 20. – С. 42–45.
197. Швабій К. Політику уряду щодо ОВДП переглянуто // Вісник Національного банку України. – 1999. – №1. – С. 20–21.
198. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навчальний посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с.
199. Шипанюк О. Сучасні шляхи врегулювання зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою // Вісник Національного банку України. – 2001. – № 4. – С. 43–46.
200. Шпачук В. Проблеми управління зовнішнім боргом України // Збірник наукових праць Української академії державного управління при Президентіві України. – 2001. – № 1. – С. 173–180.
201. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / Гл. ред. А. М. Румянцев. Т. 1 „А” – Индексы. – М.: «Советская энциклопедия», 1972. – 560 с.

202. Экономическая Энциклопедия. Политическая экономия / Гл. ред. А. М. Румянцев. Т. 3 Н – Социологическая школа – М.: «Советская энциклопедия», 1979. – 624 с.
203. Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна // Журнал європейської економіки. – 2007. – № 1. – С. 6–28.
204. Япония намерена в 2007 году сократить выпуск ценных бумаг. Информационный банковский портал. РИА "Новости". – 2006. – 2 ноября. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2006/11/111006\\_1020.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2006/11/111006_1020.shtml). – Заголовок с экрана.
205. Analytical perspectives. Budget of the United States Government. Fiscal year 2006. – US Government printing office. Washington, 2005. – Режим доступа: [a255.g.akamaitech.net/7/255/2422/07feb20051415/www.gpoaccess.gov/usbudget/fy06/pdf/spec.pdf](http://a255.g.akamaitech.net/7/255/2422/07feb20051415/www.gpoaccess.gov/usbudget/fy06/pdf/spec.pdf). – Заголовок з екрану.
206. Budget of the United States Government. Fiscal year 2002. – US Government printing office. Washington, 2001. – Режим доступа: [www.gpoaccess.gov/usbudget/fy02/pdf/budget.pdf](http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy02/pdf/budget.pdf). – Заголовок з екрану.
207. Latvian central government debt management strategy. Minister of Finance: Riga. - 2005. - № 1. – 10 p.

## ДОДАТОК А

Історія заборгованості країн<sup>5</sup>

Рік:	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Азербайджан	..	..	..	..	NIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN
Білорусія	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN
Болгарія	NIN	NIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	MIN	MIN	MIN	SIN
Вірменія	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	LIN	LIN	LIN	LIN
Естонія	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	MIN	MIN	SIN	SIN
Казахстан	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	MIN	SIN
Киргизька республіка	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN
Латвія	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	SIN	SIN
Молдавія	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	MIN	MIN	SIN	MIN	MIN
Польща	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN	MIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN
Росія	..	..	..	..	MIN	MIN	MIN	MIN	LIN	LIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN
Словацька республіка	..	..	..	..		LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	MIN	MIN
Словенія	..	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	NIN	NIN	NIN	NIN	NIN	NIN	NIN
Таджикистан	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	SIN	SIN	SIN	SIN
Туркменістан	..	..	..	..	NIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN
Угорщина	SIN	SIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN	MIN
Узбекистан	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	NIN	MIN	MIN	MIN	MIN
Україна	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN
Чеська республіка	..	..	..	..	..	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN	LIN

<sup>5</sup> За даними Світового Банку

## ДОДАТОК Б

**Зовнішній державний борг Чехії<sup>6</sup>**

на кінець періоду, млн. євро

Показники	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 *
Державний сектор	1 729,4	1 568,2	1 198,4	1 141,4	1 163,3	978,8	1 533,6	2 152,1	4 958,6	7 657,5	8 980,5
Монетарний сектор	331,3	303,4	313,8	347,5	5,4	6,3	5,0	3,7	30,7	205,9	65,7
Банки	7 597,9	8 598,5	9 330,2	9 928,1	9 175,9	8 781,8	8 150,0	8 742,3	8 299,4	9 241,0	9 931,8
Інші сектори	7 414,2	8 198,9	8 076,8	8 770,6	9 629,2	11 073,0	11 225,3	12 022,7	14 712,4	16 224,9	18 616,9
Пряме інвестування: позики іноземних компаній	0,0	919,5	1 837,5	2 577,5	3 311,3	4 527,8	4 823,6	4 702,7	5 211,0	6 049,4	6 667,7
Валовий зовнішній борг	17 072,8	19 588,5	20 756,7	22 765,1	23 285,1	25 367,7	25 737,5	27 623,5	33 212,1	39 378,7	44 262,6

\* за попередніми розрахунками

<sup>6</sup> Переклад автора за даними Чеського Національного Банку

## ДОДАТОК В

**Зовнішній державний борг Польщі <sup>7</sup>**

на кінець періоду, млн. євро

Показники	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Монетарний сектор	214	716	792	1 835	468	484	105	158	76	1 643	932
Державний сектор*	29 202	31 143	29 196	31 962	35 450	33 111	34 117	35 700	42 357	49 745	51 609
Банки	2 028	3 335	4 394	6 527	6 575	7 621	7 195	8 728	10 554	12 617	17 624
Інші сектори	6 833	9 751	16 286	24 797	32 177	40 245	39 628	40 232	41 894	48 107	56 550
Загальний зовнішній борг	38 227	44 945	50 668	65 121	74 670	81 461	81 045	84 818	94 881	112 112	126 715

\* з 1999 року до складу державного сектору включаються борги місцевих органів влади

<sup>7</sup> Переклад автора за даними Польського Національного Банку

## ДОДАТОК Д

**Зовнішній державний борг Естонії<sup>8</sup>**

на кінець періоду, млн. дол. США

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Державний сектор	193,2	168,8	226,5	312,8	351,4	363,0	396,7
Монетарний сектор	3,1	1,0	17,1	39,1	44,3	3,7	38,6
Банки	1092,0	1129,6	1736,8	2987,6	5224,7	6163,2	8544,3
Інші сектори	1014,5	1135,8	1640,3	2071,0	2452,5	2897,2	4755,9
Пряме інвестування: позики іноземних компаній	704,1	843,6	1083,0	1654,2	1943,9	1887,9	3069,6
Валовий зовнішній борг	3007,0	3278,7	4703,8	7064,7	10016,8	11315,0	16805,1

<sup>8</sup> [http://www.eestipank.info/dynamic/itp1/itp\\_report\\_1c.jsp](http://www.eestipank.info/dynamic/itp1/itp_report_1c.jsp) (переклад автора)

## ДОДАТОК Ж

## Державний борг України (за даними Міністерства фінансів України), млн. грн.

Дата	Загальна сума державного прямого та гарантованого боргу	Прямий борг	Зовнішній борг	Внутрішній борг	Гарантований борг	Зовнішній борг	Внутрішній борг
31.12.2004	85397036,06	67682324,9	46729017,78	14672180,94	17714711,16	17713744,91	966,25
31.01.2005	85575066,22	68150799,37	46262826,11	21887973,26	17424266,85	17423300,6	966,25
28.02.2005	86460038,97	68986810,79	46233187,7	22753623,09	17473228,18	17472261,93	966,25
31.03.2005	83523872,39	66522403,04	43849392,69	22673010,35	17001469,35	17000503,1	966,25
30.04.2005	80512811,78	64425851,43	41707107,94	22718743,49	16086960,35	16085994,1	966,25
31.05.2005	79504643,87	63707344,87	41233340,38	22474004,49	15797299	15796332,75	966,25
30.06.2005	79532756,91	64138345,61	41739609,17	22398736,44	15394411,3	15393445,05	966,25
31.07.2005	80979658,66	65698491,94	42814364,05	22884127,89	15281166,72	15280200,47	966,25
31.08.2005	81247049,24	65424107,05	42789691,28	22634415,77	15822942,19	15821975,94	966,25
30.09.2005	79078799,24	63579425,58	41149813,88	22429611,7	15409373,66	15498407,41	966,25
31.10.2005	82364784,5	66887600,52	44889932,82	21997667,7	15477183,98	15476217,73	966,25
30.11.2005	80221190,97	64952436,57	44248736	20703700,57	15268754,41	15267788,16	966,25
31.12.2005	78145757,47	63144616,8	43956325,9	13462035,81	15001140,67	15000174,42	966,25
31.01.2006	77999843,22	62975143,28	43956752,38	19018390,9	15024699,94	15023733,69	966,25
28.02.2006	77744163,37	62773841,63	43755450,73	19018390,9	14970321,74	14969355,49	966,25
31.03.2006	75313644,82	60948856,75	42006428,04	18942428,71	14364788,07	14363821,82	966,25
30.04.2006	75387664,19	60948832,48	42033403,77	18915428,71	14438831,71	14437865,46	966,25
31.05.2006	74812166,94	60363337,67	42127376,09	18235961,58	14448829,27	14447863,02	966,25
30.06.2006	73887132,22	59821126,58	41779421,47	18041705,11	14066005,64	14065039,39	966,25
31.07.2006	74193985,46	59623303,76	41613598,65	18009705,11	14570681,7	14569715,45	966,25
31.08.2006	73528657,78	59155748,01	41667460,02	17488287,99	14372909,77	14371943,52	966,25

## Продовження Таблиці Додатку Ж

30.09.2006	73288873,47	59078860,75	41494817,83	17584042,92	14210012,72	14209046,47	966,25
31.10.2006	72930081,49	58884453,14	41245346,22	17639106,92	14045.628,35	14044662,1	966,25
30.11.2006	78066096,35	63299059,38	46.33.07,59	16865951,79	14767036,97	14766070,72	966,25
31.12.2006	80547009,22	66113790,54	49506078,42	11133957,02	14433218,68	14432252,43	966,25
31.01.2007	79446668,21	65298710,09	49090997,97	16207712,12	14147958,12	14146991,87	966,25



Дефіцит державного бюджету України, млн. грн.<sup>9</sup>

Рік	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Дефіцит державного бюджету	5,4	102,1	1123,1	3708,3	3975,6	6298,1	2014,7	1965,3	700 *	428,9	2909,4

\* профіцит

---

<sup>9</sup> за даними Національного банку України, Міністерства фінансів України

## ДОДАТОК К

## Розширена структура зовнішнього державного боргу, тис. грн.

Показники	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.11.2007
Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	24505726,18	24520995,79	22 478 826,77	20445772,37	17924926,09	16179868,08
<i>% у загальній сумі державного зовнішнього боргу</i>	<i>45,1</i>	<i>43,0</i>	<i>34,9</i>	<i>34,7</i>	<i>28,0</i>	<i>23,0</i>
Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	16184652,19	15541971,37	14 610 282,42	12046644,56	10840844,63	9875094,31
<i>% у загальній сумі державного зовнішнього боргу</i>	<i>29,8</i>	<i>27,3</i>	<i>22,7</i>	<i>20,4</i>	<i>17,0</i>	<i>14,0</i>
Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	260333,98	209714,8	2661691,86	2932372,9	4571551,04	9047899,09
<i>% у загальній сумі державного зовнішнього боргу</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>4,1</i>	<i>5,0</i>	<i>7,1</i>	<i>12,9</i>
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	13391357,26	16 736 046,30	24696061,78	23532521,02	30602517,23	35247505,37
<i>% у загальній сумі державного зовнішнього боргу</i>	<i>24,6</i>	<i>29,4</i>	<i>38,3</i>	<i>39,9</i>	<i>47,9</i>	<i>50,1</i>

## ДОДАТОК Л

## Розширена структура внутрішнього державного боргу, тис. грн.

Показники	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.11.2007
Заборгованість перед юридичними особами	10924096,7	10062997,2	11233626,96	10023481,83	7695403,05	10347070,94
<i>% у загальній сумі державного внутрішнього боргу</i>	<i>51,078</i>	<i>49,029</i>	<i>53,610</i>	<i>52,235</i>	<i>46,334</i>	<i>53,722</i>
Заборгованість перед банківськими установами	10 461 981,97	10 460 796,56	9 719 691,76	9 164 820,67	8 912 320,67	8 912 320,67
<i>% у загальній сумі державного внутрішнього боргу</i>	<i>48,917</i>	<i>50,967</i>	<i>46,385</i>	<i>47,760</i>	<i>53,661</i>	<i>46,273</i>
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	954,65	954,65	954,65	954,65	954,65	954,65
<i>% у загальній сумі державного внутрішнього боргу</i>	<i>0,004</i>	<i>0,005</i>	<i>0,005</i>	<i>0,005</i>	<i>0,006</i>	<i>0,005</i>

## ДОДАТОК М

Аналіз показників державного боргу<sup>10</sup>

Рік	Відношення державного боргу до ВВП, %	Відношення державного боргу до експорту, %	Відношення державного боргу до доходів державного бюджету, %
2002	33,54	60,88	122,3
2003	29,00	50,22	103,0
2004	24,75	38,89	93,3
2005	17,70	34,39	54,2
2006	14,98	31,75	46,9

<sup>10</sup> Розраховано автором за офіційними даними Міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України

## ДОДАТОК Н

Дата	Сальдо надходжень коштів до бюджету в результаті продажу ОВДП, млн.. грн..	Приріст монетарної бази (за місяць), млн.. грн..	Приріст МЗ (за місяць), млн.. грн..	Середня дохідність ОВДП (при первинному розміщенні)	Темп інфляції (до попереднього місяця у відсотках)	Середні проценти по кредитах, %	Середні проценти по депозитах, %
01.01.2002	49,9		43841	13,63	101	23,0	9,5
01.02.2002	29,4	23,4	45266	13,97	98,6	24,3	8,7
01.03.2002	300	23,9	47599	13,51	99,3	22,4	8,2
01.04.2002	155	25,1	48649	11,76	101,4	22,0	7,6
01.05.2002	109,7	25,9	49095	10,09	99,7	22,1	7,5
01.06.2002	104,4	25,8	51490	11,3	98,2	21,6	7,8
01.07.2002	597	26,2	54224	12,76	98,5	20,2	7,3
01.08.2002	187,8	28,3	56628	11,54	99,8	20,5	7,1
01.10.2002	3,9	26,2	59051	8,6	100,7	19,4	6,6
01.11.2002	2,9	29,1	59943	5,85	100,7	19,5	5,8
01.12.2002	1308,2	29,5	64870	8,96	101,4	18,6	6,7
01.01.2003	92,8	30,8	63200	8,2	101,5	15,2	6,3
01.02.2003	125,9	29,8	65304	7,6	101,1	15,0	6,6
01.03.2003	24	29,9	70114	8,1	101,1	15,3	6,9
01.04.2003	125,9	31,2	72509	10,2	100,7	15,5	6,6
01.05.2003	165	32,8	73977	9,1	100	15,3	6,6
01.06.2003	92,9	33,1	79034	10,8	100,1	14,8	6,5
01.07.2003	64,7	35,2	80786	10,1	99,9	14,5	6,2
01.08.2003	46,1	36,6	83048	10,9	98,3	14,7	6,4
01.09.2003	60,1	38,2	86495	10,8	100,6	14,2	6,4
01.10.2003	117,5	38,0	86856	9,85	101,3	14,2	6,7
01.11.2003	89,7	38,0	88295	10,5	101,9	14,5	7,6

## Продовження табл. Додатку Н

01.12.2003	156,5	38,3	95043	10,9	101,5	13,9	7,8
01.01.2004	71,7	40,1	92643	9,63	101,4	16,1	7,9
01.02.2004	132,9	38,8	96049	11,66	100,4	15,7	7,8
01.03.2004	180,2	40,3	101151	11,18	100,4	15,5	8,1
01.04.2004	178,7	41,4	105104	10,84	100,7	15,7	8,1
01.05.2004	101,1	44,6	109435	9,95	100,7	14,9	7,4
01.06.2004	803,7	46,8	113971	11,49	100,7	14,7	9,3
01.07.2004	34,9	47,2	117130	11,3	100	15,2	7,2
01.08.2004	384,6	51,0	121476	11,31	99,9	15,4	6,1
01.09.2004	100,6	52,9	130277	10,7	101,3	15,2	6,4
01.01.2005	1056,5	53,8	125726	11,31	101,7	15	9,2
01.02.2005	1086,6	52,2	130942	9,82	101	14,9	9,3
01.03.2005	245,6	54,9	140107	6,74	101,6	15,1	8,7
01.04.2005	3740,3	60,3	146495	5,55	100,7	14,8	8,3
01.05.2005	14	62,9	147896	6,3	100,6	14,4	7,7
01.06.2005	379	61,9	156339	5,72	100,6	14,1	7,2
01.07.2005	631,4	65,5	159139	7,2	100,3	14,1	8,2
01.09.2006	110,2	81,9	234770	9,33	102	13,9	6,5
01.10.2006	285	84,8	238461	9,28	102,6	13,7	7
01.11.2006	854,4	87,7	244097	9,23	101,8	13,7	6,6