

Р. Рак, канд. екон. наук, доц.,  
К. Ковальська, канд. екон. наук, асист.

## ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ У СФЕРІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ

*Стаття присвячена визначенню місця держаних цінних паперів сфері державних запозичень та використанню їх у якості інструменту держаної боргової політики.*

*In the article the place of government bonds in sphere of the state borrowing and their use as instrument of politicians state debt is considered.*

В сучасних умовах, подальший розвиток вітчизняної фінансової системи не можливий без змін пов'язаних із сферою державних запозичень. Оскільки процеси, що відбуваються у цій сфері держаних фінансів впливають і на інші сфери та ланки фінансової системи країни, зумовлюючи в них зміни. Тому, для забезпечення ефективною та стабільною роботи фінансової системи та виводу її із кризового стану, необхідно змінити механізми держаних запозичень, використовуючи сучасні методи і надбання у цій сфері.

В наш час, економічна сутність процедур управління державним боргом в системі державних запозичень повинна полягати у пошуку найбільш адекватної структури активів і пасивів держави. Особливо дане питання актуально саме сьогодні, коли над Україною з'являється загроза недостатності фінансових ресурсів для розрахунків з кредиторами, спричинена невдалим спробами подолати розрив між заходами стабілізації в грошово-кредитній сфері і слабкою фінансовою політикою в умовах економічної кризи.

Проблемам державних запозичень присвячені роботи А. Лейнера, Б. Альохіна, О. Барановського, Т. Вахненка, М. Єрмоленка, І. Лютого, В. Мунтіяна, С. Нікітіна, А. Фельдмана та інших.

Метою дослідження є спроба віднайти ефективний механізм здійснення державних запозичень, що, в свою чергу, надало б можливість здійснювати виважено та ефективно боргову політику та прискорило б вихід вітчизняної економіки із кризового стану.

На нашу думку, забезпечення фінансової стійкості позичальника коригується динамікою співвідношення боргу і ВВП, обмеженням темпів зростання боргу у перспективі і зменшенням відносно частки позикових ресурсів у структурі фінансових потоків.

При врахуванні можливих макроекономічних наслідків, пов'язаних з державними запозиченнями, слід звернути увагу на такі негативні прояви державних запозичень:

- ✓ обслуговування зовнішніх запозичень вимагає передачі частини вартості національного продукту у власність кредиторам, тобто вилучається із споживання і нагромадження в межах внутрішнього ринку;

- ✓ переважання внутрішньої ставки позикового процента відносно зовнішньої стимулює притік іноземного капіталу і стає причиною ревальвації національної валюти, внаслідок чого чистий експорт країни падає;

- ✓ активна участь НБУ в операціях з борговими інструментами зумовлює тиск на грошово-кредитний, в т.ч. і на валютний сектори фінансового ринку;

- ✓ запозичення у довгостроковій перспективі можуть призвести до зменшення споживання внаслідок зменшення інвестицій в реальний сектор економіки, хоча на короткі проміжки часу державні позики підвищують споживання;

- ✓ перевищення певних обсягів запозичень призводить до переваження витратної частини державного бюджету і підвищує спрямованість надходжень у сфері приватизації, податкових і неподаткових зборів.

Слід зазначити, що особливості функціонування державних фінансів пов'язані з використанням залуче-

них ресурсів на зовнішніх і внутрішніх ринках, формуються наступним чином.

Перш за все, бюджетний дефіцит/профіцит країни безпосередньо кореспондується з характеристикою динаміки державного боргу. Ми вважаємо, що збільшення державного боргу розглядається кредиторами як підвищення ризику кредитування держави. Це призводить до подорожчання нових запозичень з властивими бюджетними (і не тільки) переваженнями. До того ж надмірний податковий тягар і значні неподаткові збори стримують внутрішній попит і економічну базу зростання.

Так, кількісні показники динаміки бюджетного дефіциту і обсягів державного боргу свідчать про те, що зменшення в 1990-і рр. величини бюджетного дефіциту не супроводжувалося зменшенням державного боргу, а навпаки, борг зростав. За подібних умов "... процедури обслуговування боргу зводяться до нарахування сум його періодичної виплати та відсотків на залишкові частки боргу" [1, с. 156]. Отже, така ситуація призвела до зростання як основної частини боргу, так і видатків на його обслуговування. В цьому аспекті мало місце негативне явище самовідтворення боргу. В умовах хронічного недовиконання дохідної частини бюджету і загальної слабкості фінансової системи країни запланований режим обслуговування і управління боргом не дотримується, і загроза дефолту при збереженні негативних тенденцій стає досить відчутною.

Слід зазначити, що протягом 2000-2006 рр. відносна стабілізація бюджетної і боргової політики синхронізувала обсяги фінансування бюджету, але негативні наслідки попередніх років ще даються взнаки.

В свою чергу, спекулятивний бум використання кредитних ресурсів спричинив гальмівний вплив на інвестиційні процеси. Так, надвисока дохідність ОВДП призвела до того, що кредитна система відокремилась від виробництва, і вільні ресурси спрямовувалися на купівлю ОВДП, обминаючи реальний сектор економіки, провокуючи диспропорції на макро- та мікрорівнях. До початку фінансової кризи ринок ОВДП залишався найважливішим джерелом прибутків комерційних банків, і, таким чином, банківська сфера фактично субсидіювалась за рахунок реальної економіки. Отже, безальтернативність вкладень в ОВДП позбавила учасників фінансового ринку зацікавленості у розвитку корпоративних фондових інструментів, через піраміду ОВДП відбулася трансформація інвестиційних ресурсів у фонди споживання – витрати у соціальній сфері фінансувалися за рахунок позикових, а не продуктивних схем.

Явище уповільнення інвестиційної активності, що походить від надмірного державного запозичення, має назву ефекту витіснення. Внаслідок високої вартості позикового капіталу підприємства не можуть реалізувати інвестиційні програми з належним рівнем рентабельності чи внутрішньою нормою дохідності – значення показника внутрішньої норми беззбитковості при використанні кредитних ресурсів підвищується, як мінімум, до ставки запозичення, а кредитний відсоток визначає поведінку учасників.

Українські облігаційні запозичення як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках все ще залишають-

ся одними з найдорожчих на боргових ринках і водночас мають недостатню характеристику дюрації. Дохідність ОВДП в різні періоди коливалась від 40 до 100 % річних на первинному ринку при незначних, в порівнянні зі світовими аналогами, строках погашення (від 3 місяців до декількох років), валютна дохідність зовнішніх фідучіарних позик сягала кільканадцяти відсотків річних. На той час, як кредитування європейських країн у повоєнний період згідно з планом Маршалла здійснювалося під 2,5 % річних строком на 35 років з відстрочкою платежів у перші чотири роки [2, с.350].

Коли плата за позиковий капітал перевищує темпи економічного зростання, особливо відчутна необхідність стабілізації динаміки і вартості боргу. Для України дисбаланс по цих двох показниках вражаючий: вищезазначені кредитні відсотки мали місце при темпах економічного зростання нижче 100 % у 1990-і рр. Крім того, за прогнозами темпи росту ВВП у наступні роки також є меншим від вартості запозичень.

Дещо формальний підхід до формування строкової структури боргу і дискретна інтервальність запозичень на різних умовах призводить до "пікових" перевантажень платежів, які, в свою чергу, провокують боргову кризу. При цьому навіть прийнятні умови окремих нових позик не виключають негативного сукупного впливу на загальний графік платежів за державним боргом.

Також слід підкреслити, що оцінка взаємовідносин України як дебітора з кредиторами – членами Лондонського і Паризького клубів – має позитивні і негативні сторони. Результати реструктуризації комерційного боргу були визнані світовою спільнотою як успішні, оскільки попередня заборгованість мала занадто "різноформатну" структуру, незручну для консолідації і управління. Реструктуризація офіційної частини державного боргу засвідчила продовження співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, в першу чергу з МВФ. Згодом це загалом позитивно відобразилось на підвищенні кредитних рейтингів держави. Проте така ситуація не знімає боргову проблему в стратегічному плані. Український варіант сек'юритизації комерційних боргів показав звужений інструментарій угоди, а саме використання виключно ланцюгового взаємозв'язку "борг-борг" з пролонгацією змінених зобов'язань на погоджений кількарічний строк. Однак у довгостроковому періоді проблема управління боргами не вирішується, розрахунки відстрочуються з тимчасовим пільговим режимом.

Крім того, незважаючи на спроби змінити структуру боргу з активізацією операцій на внутрішньому ринку, нерезиденти залишаються основними постачальниками позикового капіталу. Якщо для характеристики учасників зовнішнього ринку це природно, то для ринку ОВДП переважна присутність нерезидентів (по окремих оцінках їх представництво сягало 70-80 %) загрожує фінансовій стабільності та економічній безпеці держави. За таких умов значна частина внутрішнього боргу фактично трансформується у зовнішній [3].

Відмінності в ролях внутрішніх та зовнішніх кредиторів-постачальників капіталу ще більше проявилися під час кризи ОВДП. Фактично нерезиденти як основні гравці створили інерційну базу фінансової піраміди. На перший погляд, факт впливу капіталу нерезидентів восени 2008 р. мав виключно позитивну характеристику з інституційного погляду, але на практиці це дало негативний сигнальний ефект і зорієнтувало учасників ринку, що залишилися, тільки на короткострокові спекулятивні операції. Наслідком цього стала втрата керованості ринком і наступна криза.

У якості генерального агента по розміщенню державних облігацій вітчизняна практика управління держав-

ними запозиченнями передбачає масштабну участь Національного банку на первинному ринку ОВДП. В окремі періоди НБУ через утримання держоблігацій фактично здійснював приховану грошову емісію (за різними оцінками, НБУ у 1998-1999 рр. акумулював більше 70 % держоблігацій) [4]. Таким чином відбувалося поєднання андеррайтерських і кредитних функцій, що мало виключно негативні результати.

За весь час функціонування ринку державних запозичень не з'явилось достатнє за обсягами альтернативне джерело фінансування бюджетних видатків.

Неефективна податкова політика (фактична відсутність стимулюючої функції оподаткування) не змогла подолати боргові негаразди й вирівняти дисбаланс надходжень і потреб у фінансових ресурсах. В ситуації незавершених фіскальних реформ країна отримала фіскальну кризу. З проблемою наявності державного боргу пов'язується недофінансування державних видатків у багатьох сферах, передусім у соціальній. Окремі приклади секвестрування бюджету теж мають боргову природу.

Важливо наголосити на тому, що і понині не має чітких публічних правових рамок функціонування ринку державного боргу. За обсягом запозичень і капіталізацією ринок вийшов за межі національної економіки, став міжнародним, але разом з тим зберіг притаманний йому з самого початку "місцевий" характер управління. Бюджетний кодекс України визначає тільки загальні положення функціонування ринку державного боргу. Починаючи з 2000 р., в щорічному бюджетному законодавстві країни виділяється окремих розділ, пов'язаний з фіксацією умов проведення державної боргової політики на кожний поточний рік. Але фактично правовий режим цього ринку є ручним і визначається, окрім норм Бюджетного кодексу і розділу в згаданому бюджетному законодавстві, публікаціями періодичних Постанов Кабінету Міністрів України, НБУ, наказів Мінфіну про випуск і обслуговування чергових зобов'язань держави в межах визначених бюджетним законодавством граничних розмірів боргу на поточний рік. Слід зазначити, що досі не розроблено концептуальної основи розвитку ринку державних запозичень, переважають ситуаційні рішення щодо використання тих чи інших боргових інструментів. Коротко- і середньострокові заходи (з врахуванням семи- і дванадцятирічних строків реструктуризації державного боргу) засвідчують нерозуміння, і, в окремих випадках, ігнорування більш прийнятних орієнтирів політики запозичень.

Логіка конкретних макроекономічних і фінансових рішень при управлінні державними запозиченнями може бути продиктована як політичними міркуваннями, так і вибором на користь суспільного добробуту. В будь-якому випадку боргові перспективи визначають фінансовий стан країни.

Існування зазначених вище особливостей становлення ринку державних запозичень України є парадоксальним явищем для сприйняття в розвиненому економічному середовищі, оскільки за подібних умов неможливі процеси не тільки розширеного, а й простого відтворення.

Отже, враховуючи вище сказане, хочемо зазначити, що одним із шляхів вирішення проблеми запозичень є "сценарій" розрахунків по них, тобто управління запозиченнями з орієнтацією на поступове абсолютне зниження їх обсягів та згладжування вартісних коливань в обслуговуванні запозичень. Дорогі запозичені ресурси повинні стати більш дешевими. Це, в свою чергу, дозволить зменшити борговий тиск на бюджетну політику і процес виконання бюджету. У цьому, на наш погляд, полягає основний зміст управління динамікою запозичень. Така ситуація пов'язана не просто з досягненням

збалансованого бюджету, а з наявністю стійкого позитивного сальдо. Якщо доходи бюджету будуть переважати над видатками, а боргові виплати – над новими запозиченнями, то можливе зменшення державного боргу. Зрозуміло, що це орієнтири майбутнього, реалізація котрих залежить від багатьох чинників.

Таким чином, більш реальним на сучасному етапі здається завдання максимально знизити темпи приросту державного боргу і забезпечити збалансований бюджет. Крім того, також необхідно провести заміну дорогих позикових ресурсів більш дешевими. При цьому

слід зважати на те, що довготривале кредитне фінансування не може бути ціллю, а тільки засобом вирішення поточних завдань.

1. Ермошенко М.М. Фінансова безпека держави. – К: Київ. нац. торг.-економ. ун-т, 2001. – 309 с.; 2. Мунтян В.І. Економічна безпека України. – К.: КВЦ, 1999. – 464 с.; 3. Корнєєв В.В. Нові підходи до формування державної боргової політики // Наукові праці НДФІ: Зб. наук. пр. – К.: НДФІ. – 2003, вип. 3 (22). – С. 104-112.; 4. Офіційний сайт Національного банку України – <http://www.bank.gov.ua>

Надійшло до редколегії 18.09.2009

О. Гордей, канд. екон. наук, доц.

## СОЦІАЛЬНА СКЛАДОВА СИСТЕМИ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РІВНЯ ЖИТТЯ НАСЕЛЕННЯ

*У статті запропонований новий методологічний підхід до дослідження рівня життя населення, заснований на поєднанні моделі соціально орієнтованої ринкової економіки з новою парадигмою, виробленою останніми роками світовою спільнотою, коли вищою метою і цінністю економічною розвитку стає людина. Автором розроблена система фінансового забезпечення рівня життя населення. Визначено місце соціальної складової у загальній системі фінансового забезпечення рівня життя населення.*

*In the article the new methodological going near research of standard of living of population was offered, based on combination of model of the socially oriented market economy with a new paradigm, mined-out the last years world association, when by a higher purpose and value economic development a man becomes. The system of the financial providing of standard of population's living an author was develop. The place of social constituent in the general system of the financial providing of standard of population's living of was certain.*

Соціальна складова системи фінансового забезпечення рівня життя населення направлена на дотримання соціальних нормативів, що закладені, насамперед, в бюджетній політиці. Можна запропонувати новий методологічний підхід до дослідження рівня життя населення, заснований на поєднанні моделі соціально орієнтованої ринкової економіки з новою парадигмою, виробленою останніми роками світовою спільнотою, коли вищою метою і цінністю економічною розвитку стає людина. Таке уявлення вимагає нових системних підходів до фінансового забезпечення та оцінки рівня життя населення, переосмислення механізму державного регулювання рівня життя, його соціально-економічної диференціації, методів, інструментів (регуляторів), принципів, а також місця і ролі індикаторів рівня життя в державних програмах соціального та економічного розвитку.

Зазначимо, що рівень життя повинен розглядатися як стратегічна орієнтація соціально-економічної політики держави, а індикатори рівня життя – стати пріоритетними (цілевстановлюючими) і включатися в усі національні стратегічні плани, політику, програми розвитку, як на національному, так і на регіональному рівні, що у свою чергу зводиться до загальної системи фінансового забезпечення рівня життя населення. При виборі довгострокової стратегії соціально-економічного розвитку пріоритет повинен бути відданий покращенню рівня життя населення. Саме виходячи з цілей підвищення рівня життя слід визначити цілі, завдання і національні пріоритети соціально-економічного розвитку по відношенню до параметрів економічного зростання, що дає найбільший ефект при вирішенні соціально-економічних завдань.

Соціальна політика держави може бути науково-обґрунтованою тільки при використанні достовірної інформаційної бази. У сучасних умовах усе більшого значення набувають моніторинги – соціально-економічних процесів, прогностичні оцінки різних варіантів трансформації соціальної політики, а також значний розрив рівня життя населення в різних стратах (рівнях) в Україні (між "багатими", "бідними" і "середнім класом"). У зв'язку з цим, нами розроблена система індикативного моніторингу рівня життя населення, що дозво-

ляє визначити рівень життя в країні та ефективність його фінансового забезпечення, ступінь його міждержавної диференціації, і, в рамках досліджуваної проблеми, виявити пріоритетні напрями державної соціальної політики з подолання нерівності.

Соціальна складова системи фінансового забезпечення рівня життя населення включає в себе систему практичних заходів, що проводяться урядом через місцеві й регіональні органи влади, направлених на поліпшення якості та рівня життя великих соціальних груп, що фінансуються із засобів держбюджету і відповідних ціннісним орієнтаціям суспільства на довготривалу перспективу. Соціальна складова бюджетної політики це складова частина загальної стратегії держави, що відноситься до соціальної сфери: цілеспрямована діяльність з вироблення і реалізації рішень, що безпосередньо стосуються людини, його положення в суспільстві; з надання йому соціальних гарантій з урахуванням особливостей різних груп населення країни що проводиться урядом, всіма гілками і органами влади.

Крім того, соціальна складова системи фінансового забезпечення рівня життя має спиратися на широку суспільну підтримку, оскільки призначена акумулювати, розподіляти фінансові ресурси Державного бюджету на потреби і цілі соціального розвитку громадян та подальшого економічного розвитку. Завдання соціальної складової бюджетної політики охоплюють стимулювання економічного зростання і підпорядкування виробництва інтересам споживання, посилення трудової мотивації і ділової активності, забезпечення належного рівня життя і соціального захисту населення, збереження культурної і природної спадщини тощо.

Для ефективного здійснення своїх соціальних функцій держава має в своєму розпорядженні такі потужні важелі як законодавство країни, Державний бюджет, система податків і мит. Досвід більшості держав світу доводить – при всій об'єктивній залежності вирішення соціальних проблем від економічного стану в країні соціальна складова бюджетної політики володіє самостійністю, здатна своїми важелями сприяти підвищенню рівня життя населення, робити стимулюючий вплив на прагнення громадян до