

# ОБИГ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЗРОСТАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В КОНТЕКСТІ ЗБАЛАНСУВАННЯ ІНТЕРЕСІВ ДЕРЖАВИ І СУСПІЛЬСТВА

© 2016 ОНИШКО С. В., ПАЄНТКО Т. В.

УДК 336.12, 336.14

## Онишко С. В., Паєнтко Т. В. Обіг державних цінних паперів та зростання державного боргу в контексті збалансування інтересів держави і суспільства

Метою статті є аналіз динаміки державного боргу, емісії державних боргових цінних паперів та перспективи збалансування інтересів держави і суспільства у процесі зростання боргового навантаження на суспільство. Результати аналізу динаміки державного боргу та емісії державних боргових цінних паперів показали, що вони мають тенденцію до зростання через збільшення дефіциту бюджету, звуження податкової бази з одночасною необхідністю збільшення видатків уряду. Відсутність стратегії залучення боргового фінансування, невиваженість валютного регулювання поглиблюють дисбаланси інтересів уряду і суспільства, що негативно впливає на імідж держави та є однією з причин опортуністичної поведінки членів суспільства. З'ясовано, що вирішення виявлених проблем лежить у площині вдосконалення регулювання обігу державних боргових цінних паперів, передусім через визначення стратегічних пріоритетів розвитку суспільства, формування стратегії боргової політики та підвищення рівня транспарентності інформації про залучення і використання позичених коштів через механізм емісії державних боргових цінних паперів.

**Ключові слова:** державний борг, державні облигації, облигації внутрішньої державної позики, дефіцитне фінансування.

**Рис.:** 3. **Табл.:** 2. **Бібл.:** 12.

**Онишко Світлана Василівна** – доктор економічних наук, професор, завідувачка кафедри фінансових ринків, Університет державної фіскальної служби України (вул. Університетська, 31, Ірпін, Київська область, 08201, Україна)

**E-mail:** sv\_onyshko@ukr.net

**Паєнтко Тетяна Василівна** – доктор економічних наук, доцент, професор кафедри фінансів, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03680, Україна)

**E-mail:** trpayentko@mail.ru

УДК 336.12, 336.14

## Онышко С. В., Паентко Т. В. Оборот государственных ценных бумаг и рост государственного долга в контексте сбалансирования интересов государства и общества

Целью статьи является анализ динамики государственного долга, эмиссии государственных ценных бумаг и перспективы сбалансирования интересов государства и общества в процессе роста долговой нагрузки на общество. Результаты анализа динамики государственного долга и эмиссии государственных долговых ценных бумаг показали, что они имеют тенденцию к росту из-за увеличения дефицита бюджета, сужения налоговой базы с одновременным ростом потребности в финансировании деятельности правительства. Сам по себе процесс роста дефицитного финансирования не может служить причиной разбалансирования интересов государства и общества, причины разбалансирования скрыты в механизмах использования долгового финансирования и ответственности за их неэффективное использование. Отсутствие стратегии привлечения долгового финансирования, неадекватность валютного регулирования углубляют дисбалансы интересов государства и общества, что отрицательно сказывается на имидже государства и является одной из причин опортунистического поведения членов общества. Выяснено, что решение выявленных проблем лежит в плоскости совершенствования регулирования оборота государственных долговых ценных бумаг, прежде всего через определение стратегических приоритетов развития общества, формирование стратегии долговой политики и повышение уровня транспарентности информации о привлечении и использовании заемных средств через механизм эмиссии государственных долговых ценных бумаг.

**Ключевые слова:** государственный долг, государственные облигации, облигации внутреннего государственного займа, дефицитное финансирование.

**Рис.:** 3. **Табл.:** 2. **Библ.:** 12.

**Онышко Светлана Васильевна** – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансовых рынков, Университет государственной фискальной службы Украины (ул. Университетская, 31, Ирпень, Киевская область, 08201, Украина)

**E-mail:** sv\_onyshko@ukr.net

**Паентко Татьяна Васильевна** – доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансов, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03680, Украина)

**E-mail:** trpayentko@mail.ru

UDC 336.12, 336.14

## Onyshko S. V., Paientko T. V. Turnover of Government Securities and Growth of Public Debt in the Context of Balancing the Interests of the State and Society

The article is aimed to analyze the dynamics of public debt, issuance of government securities, and prospects of balancing interests of the State and society in the process of the growing debt burden on society. Results of an analysis of the dynamics of public debt together with issue of government debt securities showed that they tend to grow correspondingly with rise in the budget deficit, narrowing the tax base while increasing financing needs of the government's activities. Alone, the process of growth of deficit financing cannot lead to deregulation of the interests of the State and society, causes of deregulation are hidden in the mechanisms for use of debt financing and responsibility for their inefficient use. Lack of strategy in the attracting debt financing, inadequate currency regulation deepen the imbalance in the interests of the State and society, which has a negative impact on the image of the State and is one of the reasons for the opportunistic behavior of society members. It is found out that the solution to the problems identified lies in the improving the regulation of public debt securities, primarily through the identification of strategic priorities for the development of society, formulation of strategy of debt policy and increased transparency of information on attracting and using borrowed funds through the mechanism for issuance of government debt securities.

**Keywords:** public debt, government bonds, bonds of the domestic government loan, deficit financing.

**Fig.:** 3. **Tabl.:** 2. **Bibl.:** 12.

**Onyshko Svitlana V.** – D. Sc. (Economics), Professor, Head of the Department of Financial Markets, The University of the State Fiscal Service of Ukraine (31 Universytetska Str., Irpin, Kyiv region, 08201, Ukraine)

**E-mail:** sv\_onyshko@ukr.net

**Paientko Tetiana V.** – D. Sc. (Economics), Associate Professor, Professor of the Department of Finance, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)

**E-mail:** trpayentko@mail.ru

Потреба в залученні позикових фінансових ресурсів є актуальною практично для будь-якої країни. Ця проблема виникає внаслідок необхідності покриття дефіциту бюджету країни, і якщо такий дефіцит є наслідком фінансування програм економічного розвитку, то зростання державного боргу не матиме вагомego негативного впливу на економіку держави та добробут суспільства. Однак неконтрольоване зростання державного боргу, використання позичених коштів для фінансування поточних потреб, залучення невідрядано дорогих позикових коштів є однією з причин розбалансування державних фінансів та колапсу фінансової системи.

Україна має значний досвід у залученні боргового фінансування як усередині країни, так і на міжнародних фінансових ринках, та має досвід успішного погашення заборгованості. Однак протягом останніх двох років національна економіка відчула вагоме зростання боргового навантаження, яке обумовлене переважно внутрішніми чинниками економічного та політичного характеру. Обставини політичного характеру, зокрема анексія Криму, військовий конфлікт на Донбасі, розрив економічних зв'язків з Росією обумовили падіння ВВП, скорочення обсягів експорту, звуження податкової бази, що призвело до зростання дефіциту бюджету. Саме тому уряд був змушений вдаватися до залучення боргового фінансування з-за кордону, у тому числі й через випуск облігацій зовнішньої позики. Однак залучення фінансування не гарантує відновлення національної економіки та забезпечення економічного зростання на найближчу перспективу. Необхідно віднайти баланс між обсягами залучення боргового фінансування та здатністю його використати для забезпечення зростання добробуту всіх членів суспільства. У цьому контексті важливого значення набуває регулювання обігу облігацій внутрішньої позики, актуальність якого зростає з розвитком процесів фіскальної децентралізації. Також необхідно врахувати, що емісія облігацій, особливо облігацій внутрішньої державної позики, може негативно позначитися на інвестиційних процесах у країні, оскільки продаж облігацій внутрішньої державної позики відволікатиме частину інвестиційних ресурсів та обмежуватиме інвестиційну активність вітчизняних інвесторів. Усі зазначені тенденції здатні порушувати макроекономічну рівновагу та баланс інтересів суспільства і уряду, що збільшує ризик розбалансування фінансової системи держави.

Причини зростання державного боргу, ризики управління державним боргом та його вплив на національну економіку України активно дискутується серед вітчизняних вчених. Так, Т. Вахненко досліджувала причини виникнення державного боргу, його динаміку, ризики зростання негативного впливу на перспективи розвитку національної економіки [1]. Вплив державних запозичень на збалансованість державних фінансів, а також роль державних цінних паперів у борговій політиці держави розглядається у працях Р. Рак [2] і Д. Марчак [3]. Природа державного боргу та його вплив на рівень економічної безпеки досліджується у працях І. Кондрата [4]. Проблеми управління державним боргом та напрями його вдосконалення в контексті забезпечення еконо-

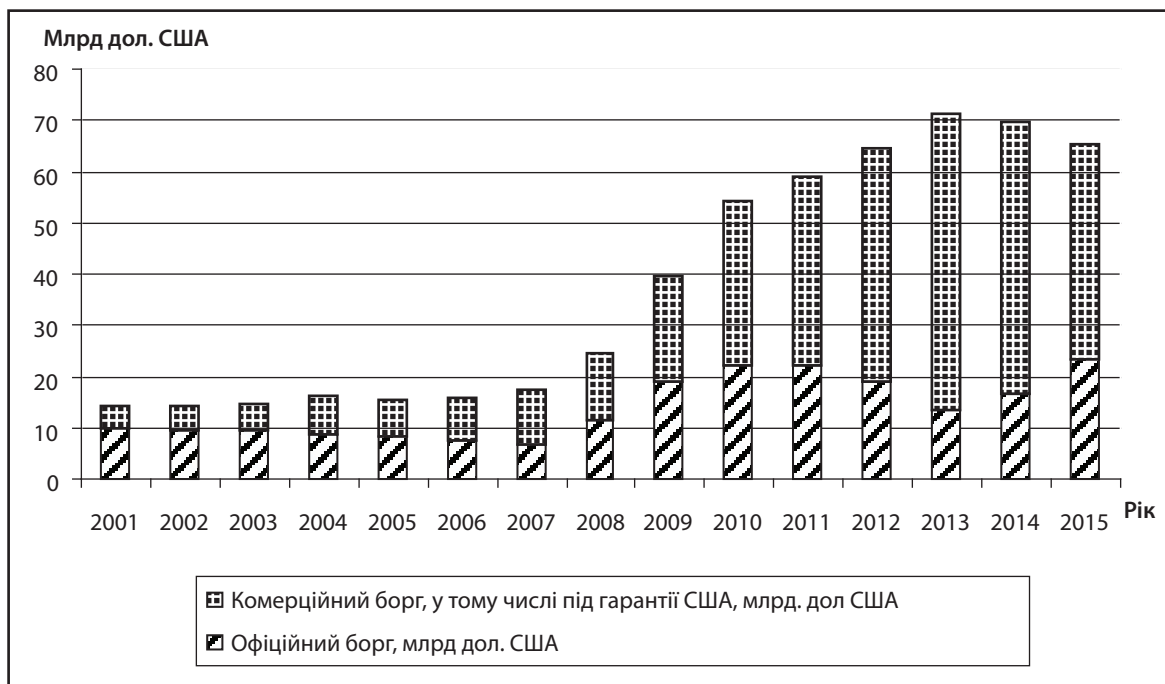
мічного зростання розкриваються у працях О. Макара [5]. Західні економісти досліджують взаємозв'язки державного боргу, дефіциту бюджету та дохідності державних цінних паперів, про що йдеться у працях Е. Балдачі та М. Кумара [6], М. Джіанеті та Л. Лівіна [7]. Взаємозв'язки сукупного попиту та державного боргу досліджуються у працях А. Крішнамурзі та А. Віссін-Йоргенсена [8]. Вплив державних запозичень через механізм емісії боргових цінних паперів досліджується К. Требеш та Дж. Зеттелмейер [9]. Незважаючи на широкий спектр теоретичних та аналітичних досліджень у сфері державних запозичень, проблема емісії державних цінних паперів та зростання державного боргу в контексті збалансування інтересів держави і суспільства залишається малодослідженою. Зокрема, потребують подальшого дослідження питання впливу емісії боргових цінних паперів на добробут всіх членів суспільства, зростання державного боргу та його вплив на добробут теперішніх і майбутніх поколінь, а також проблема збалансування інтересів членів суспільства та уряду в контексті зростання боргового навантаження на суспільство.

Метою статті є аналіз динаміки державного боргу, емісії державних боргових цінних паперів та перспективи збалансування інтересів держави і суспільства у процесі зростання боргового навантаження на суспільство.

Зростання потреби в боргових фінансових ресурсах пов'язане з поглибленням розриву між обсягами бюджетних надходжень та потребою уряду у фінансуванні державних видатків. Це обумовлює зростання обсягів державного боргу протягом останніх восьми років. Слід зазначити, що, крім офіційного державного боргу, у 2010–2013 рр. відбулося значне зростання комерційного боргу, переважно за рахунок зростання корпоративного боргу підприємств, які належать олігархічним кланам (рис. 1).

Таке неконтрольоване зростання стало можливим внаслідок відсутності дієвих механізмів контролю за здійсненням позик корпораціями, що здатне негативно вплинути на імідж країни як позичальника, а в подальшому і на її здатність залучати іноземні інвестиції.

Зростання державного боргу за своєю природою порушує баланс інтересів держави та суспільства, оскільки в борг бере один уряд, а відповідальність за його погашення часто перекладається на наступні уряди (особливо у випадку довгострокових запозичень), також зростання обсягів заборгованості означає зростання боргового навантаження на наступні покоління, яке досить часто є тотожним зростанню податкового навантаження. В Україні протягом останніх двох років ризики розбалансування інтересів держави і суспільства зростають, оскільки дефіцит бюджету продовжує зростати, а обсяги експорту скорочуватися. Скорочення обсягів експорту є однією з причин дефіциту валюти в країні, що негативно позначається на обслуговуванні державного боргу та виплаті його основної частини. Крім того, триває зменшення обсягів ВВП, що прямо впливає на звуження податкової бази, а значить, обумовлює зменшення доходів бюджету. В умовах збільшення видатків на фінансування оборони та апарату державного управ-



**Рис. 1. Динаміка офіційного боргу та комерційного боргу, у т.ч. під гарантії США, млрд дол. США**

**Джерело:** побудовано авторами за даними Міністерства фінансів України.

лінія це означає необхідність скорочення фінансування за іншими функціональними напрямками, зокрема освіта, охорона здоров'я, економічна діяльність тощо, що викликає справедливе невдоволення членів суспільства, оскільки їх добробут зменшується стрімкими темпами внаслідок зменшення реальних доходів та скорочення обсягів суспільних послуг. Крім того, уряд намагається компенсувати падіння бюджетних надходжень шляхом підвищення ставок податків (передусім податку на доходи фізичних осіб та акцизів), однак підвищення податків ще ніколи не мало позитивного впливу на економіку, а якщо вести мову про підвищення акцизів в Україні, то з їхнім підвищенням слід очікувати зростання обсягів тіньового обороту підакцизної продукції. Також як важель наповнення бюджету держава продовжує використовувати адміністративний тиск – вимоги заплатити податки авансом, накладання штрафних санкцій під тиском позапланових перевірок тощо. Такі дії з боку держави порушують рівновагу у відносинах держава – члени суспільства та збільшує ризик опортуністичної поведінки з боку останніх, оскільки саме таку поведінку вони спостерігають з боку держави.

Ризик розбалансування інтересів держави та суспільства залежить і від того, у якій валюті номіновано державний борг. Якщо більша частина боргу номінована в іноземній валюті, то порушення балансу інтересів держави і суспільства, теперішніх і майбутніх поколінь відбувається під тиском девальваційних процесів – чим вони сильніші й очевидніші, тим вищим є ризик порушення балансу інтересів. Номінація боргу в національній валюті (що характерно переважно для внутрішньої заборгованості) також здатна порушувати баланс інтересів держави і суспільства коли мова йде про погашення боргових цінних паперів – їх держателі не тільки можуть

не отримати прибутків, але й в умовах високої інфляції втратити частину первинного капіталу. В Україні більша частина державного боргу номінована в іноземній валюті (рис. 2).

Як видно з графіків, представлених на рис. 2, обсяги державного боргу, номінованого в іноземній валюті, стрімко зростають, починаючи з 2010 р. Таке зростання є фактором ризику в умовах зростання рівня девальвації національної грошової одиниці (у 2014–2015 рр.). Ця ситуація також є чинником розбалансування інтересів держави і суспільства, оскільки зростання державного боргу, номінованого в іноземній валюті, не тільки підвищує боргове навантаження на суспільство, але й тисне на валютний ринок. В умовах скорочення експорту така ситуація є небезпечною з точки зору перспектив розвитку національної економіки, а жорстка і одночасно невиважена політика Національного банку України (НБУ) не сприяє вирішенню цієї проблеми. Вимоги НБУ щодо обов'язкового продажу валютної виручки в розмірі 75%, заборона виплати дивідендів у валюті іноземним інвесторам, адміністративні та бюрократичні перепони щодо залучення валютних інвестицій та кредитів від нерезидентів не сприяють розвитку бізнесу в цілому та є чинниками зменшення обсягів зовнішньоекономічної діяльності. При цьому значна частина державного боргу України номінована в іноземній валюті (табл. 1).

Як видно з табл. 1, більше половини державного боргу номінована в іноземній валюті, у тому числі 44,5% у доларах США. У гривні номіновано 44,1% боргу. Висока частка боргу, номінованого в іноземній валюті, в умовах девальвації гривні збільшує ризик розбалансування інтересів держави і суспільства, передусім через

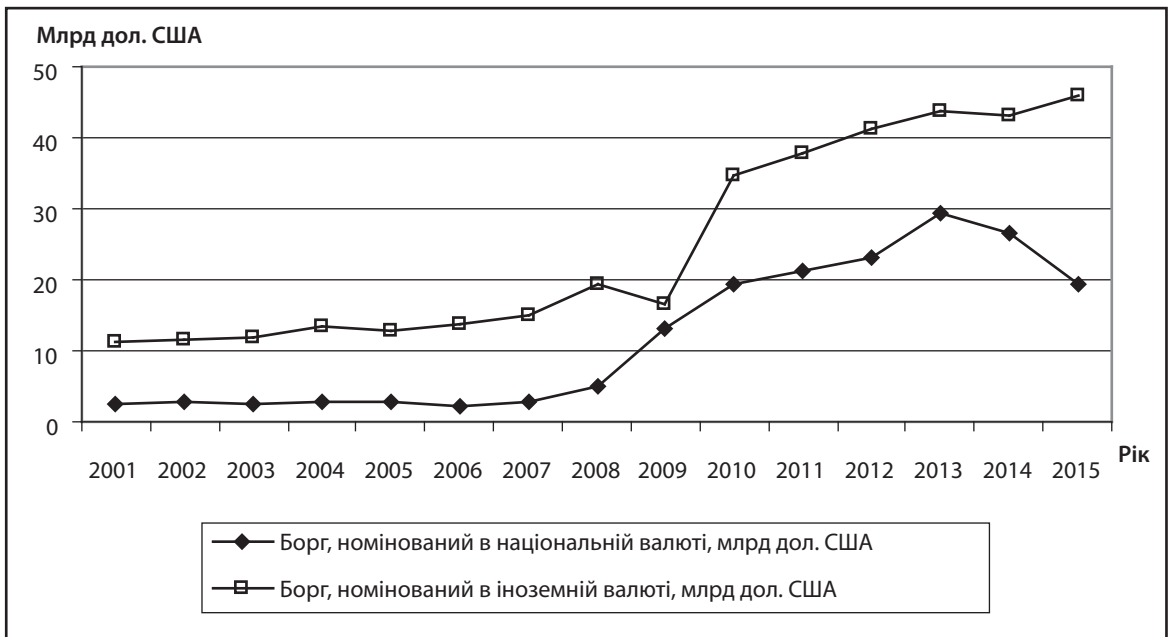


Рис. 2. Державний борг України, номінований в національній та іноземній валюті, млрд дол. США

Джерело: побудовано авторами за даними Міністерства фінансів України.

Таблиця 1

Динаміка структури державного боргу України в розрізі валют погашення за період 2005–2015 рр., %

Валюта	Рік										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Долар США	62,7	62,3	64,7	47,7	29,4	30,5	32,1	37,4	43,9	44,1	44,5
Євро	11,7	12,4	11,5	7,8	5,4	4,8	3,6	4,3	3,4	3,4	3,4
Японська єна	0,7	2,4	2,2	1,9	1,3	0,9	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
СПЗ	7,7	5,2	2,5	19,1	29,1	21,3	19,5	15,9	9,1	8,1	7,8
Українська гривня	17,2	13,8	15,3	20,6	34,8	42,5	44,3	42,1	43,3	44,2	44,1
Швейцарський франк	3,9	3,9	2,9	...	...	...	...	...	...	...	...

Джерело: складено авторами за даними Національного банку України та Міністерства фінансів України.

зростання тиску на національну грошову одиницю. В умовах, коли інфляція та девальвація одночасно розвиваються швидкими темпами, населення гостро відчуває скорочення реальних доходів. За відсутності відчутного зростання обсягів суспільних послуг втрата реальних доходів при підвищенні боргового (а згодом і податкового) навантаження негативно позначається на довірі до фінансової системи і до політики уряду в цілому. У такій ситуації суспільство не бачить у державі гаранта суспільного добробуту, а навпаки, бачить утворення, яке перешкоджає нормальному розвитку національної економіки та зростанню добробуту суспільства.

**Д**ля вирішення проблеми дефіцитного фінансування уряд України вдається не тільки до залучення позик від міжнародних фінансових організацій, але й емітує боргові цінні папери. Емісія боргових цінних паперів має власні негативні ефекти, які поглиблюють ризик розбалансування інтересів держави і суспільства. *Перша група* ризиків пов'язана з динамікою розвитку фінансового сектора в Україні та, зокре-

ма, з динамікою розвитку ринку цінних паперів. Низька активність на ринку цінних паперів збільшує ризики недооцінки облігацій, а низька якість його інфраструктури збільшує ризик непрозорості угод з державними цінними паперами. Крім того, зростання нестабільності фінансового ринку, непрозорість та непередбачуваність розвитку подій у банківському секторі створює потребу в надійному інструменті отримання фінансових доходів, яким і є державні облігації. У даному випадку вони відволікають на себе частину фінансових ресурсів, які обертаються на фінансовому ринку. *Друга група* проблем пов'язана з першою, її сутність проявляється у скороченні обсягів інвестиційних ресурсів, оскільки потенційні інвестиційні ресурси відволікаються на фінансування придбання облігацій. У такому випадку також є ризик розбалансування інтересів держави і суспільства, особливо за низької ефективності використання таких ресурсів та випадків, коли нова емісія державних облігацій здійснюється для покриття попередньої. *Третя група* ризиків пов'язана з випуском облігацій внутрішньої державної позики. Потреба в емісії таких цінних паперів



зростатиме, оскільки уряд взяв курс на фіскальну децентралізацію. Це означає збільшення владних повноважень і відповідальності органів місцевого самоврядування за відсутності стабільних, надійних і достатніх джерел формування фінансових ресурсів. Крім того, зруйнована інфраструктура в багатьох регіонах обумовлює необхідність збільшення капітальних інвестицій на регіональному рівні. У таких умовах потреба у випуску облігацій внутрішньої державної позики зростатиме. Динаміка торгів борговими цінними паперами в Україні у 2005–2015 рр. представлена на рис. 3.

Як видно з графіку, представленого на рис. 3, обсяги торгів державними облігаціями зростають. Таку тенденцію не можна оцінювати однозначно позитивно чи негативно. Теоретично, якщо обсяги коштів, залучені від продажу державних облігацій, спрямовуються на фінансування капітальних інвестицій або інноваційних розробок, які будуть комерціалізовані, то зростання обсягів продажу державних облігацій можна оцінювати позитивно. Фактично кошти, які потенційно могли б бути направлені на інвестиції через приватний сектор, спрямовуються на стратегічно важливі інвестиції через державний сектор, що не порушує баланс інтересів між різними генераціями членів суспільства, а також між суспільством та владою.

Однак якщо кошти, залучені через продаж державних облігацій, спрямовуються на фінансування поточних видатків або на фінансування обслуговування державного боргу попередніх років, то зростання обсягів торгів державними облігаціями є негативною тенденцією. Особливо високим є ризик порушення балансу інтересів у сфері обігу облігацій внутрішньої державної позики, динаміка яких відображена в табл. 2.

Найбільші обсяги коштів через механізми облігацій внутрішньої державної позики були залучені у 2016 р. (більше 2,5 млрд грн). Продаж державних облігацій здійснюється на чотирьох фондових біржах, однак більше 80% облігацій продається на біржі ПФТС. Лідерами по продажу у 2015 р. були ПАТ «Перший український міжнародний банк», ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії», ПАТ «Укргазбанк». Протягом останніх чотирьох років лідерами з продажу державних облігацій були ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії», ПАТ «Альфа-банк», ПАТ «Юнікредитбанк», а також банк «Хрещатик» та ПАТ «Банк «Київська Русь», тобто не лише великі та стійкі фінансові установи виступали великими гравцями на ринку облігацій. Це наводить на думку про те, що доступ до розподілу фінан-



Рис. 3. Обсяги торгів державними облігаціями в Україні у 2005–2015 рр., млрд грн.

Джерело: побудовано авторами.

Таблиця 2

Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик в Україні у 2009–2016 рр., тис. дол. США

Показник	Рік							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обмеження на обсяг розміщення облігацій, шт.	182500	400000		4800	550000	900000		2757500
Граничний рівень доходності, %	25	10.1		8.5	8	14.25	8.85	
Середньозважени рівень доходності, %	25	10.1		8.5	8	14.25	8.79	18.45
Залучено коштів від розміщення облігацій (тис. дол. США)	570248,74	400652,00	0	48162,24	544862,98	903069,00	205196,38	2758823,6

Джерело: складено авторами за даними Національного банку України.

сових потоків від емісії та продажу облігацій відкритий далеко не всім учасникам фінансового ринку, ця сфера потребує підвищення прозорості розкриття інформації для всіх зацікавлених осіб.

Як доводять вітчизняні вчені, в обігу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) існують такі проблеми:

- ✦ ринок ОВДП функціонує без відповідного ринкового механізму;
- ✦ кошти, отримані від ОВДП, використовуються не за призначенням;
- ✦ ринок ОВДП є замкнутим [10].

**Н**а наш погляд, головними проблемами в обігу облігацій внутрішньої державної позики є відрив механізму їх функціонування від ринкового механізму, а також високий ризик того, що кошти будуть використані на поточне споживання чи розподілені через корупційні схеми. На жаль, дієві механізми контролю за використанням коштів, залучених через механізм ОВДП, відсутні.

Ця проблема є не новою для України, тому вітчизняні вчені пропонують різні заходи, направлені на вдосконалення механізму обігу ОВДП. Зокрема І. Лютий, Н. Зражевська, О. Рожко рекомендують [11]:

- ✦ встановити певний граничний обсяг щодо перебування ОВДП в активах НБУ, а також зазначити термін усунення порушень, в разі їх виникнення;
- ✦ використовувати кошти єдиного казначейського рахунку для підтримання ліквідності державних цінних паперів на умовах тимчасової їх купівлі;
- ✦ здійснювати залучення шляхом випуску ОВДП під конкретні інвестиційні програми, тим самим підвищуючи їх інвестиційну привабливість, при цьому зменшуючи частку запозичень на покриття бюджетного дефіциту;
- ✦ запровадити обов'язкове котирування державних цінних паперів на організаторах торгівлі з використанням системи маркетмейкерів;
- ✦ визначити стратегії державних внутрішніх запозичень;
- ✦ відновити довіру населення країни до держави та розробити кращі види державних цінних паперів, зокрема і державних облігацій для того, щоб задовольнити потреби інвесторів [11].

Зазначені автори наголошують на заходах регуляторного та організаційного характеру. Цю ідею також підтримує Г. Кучер і наголошує, що слід чітко використовувати систему забезпечення, яка складається з інформаційної, законодавчої, нормативно-правової, а також організаційної [12]. На наш погляд, заходи щодо вдосконалення обігу ОВДП мають стосуватися не тільки безпосередньо їх механізму, а й стратегії розвитку боргової та інвестиційної політики. За відсутності такої стратегії регулювання обігу ОВДП буде мати фрагментарний характер. На рівні держави має бути розроблена довгострокова стратегія боргової політики, яка включатиме в себе і заходи щодо обігу ОВДП. Стратегія має

визначати обсяги запозичень через механізм державних облігацій, напрями використання позикових коштів, порядок контролю за цільовим використанням та відповідальність за нецільове використання позичених коштів. Крім того, необхідно запровадити обмеження, яке передбачатиме заборону здійснювати позики урядам на термін, який перевищуватиме їх владні повноваження, та не допускати перекладання боргу на наступні покоління. Також важливим чинником, який сприятиме відновленню рівноваги інтересів держави і суспільства, є прозорість інформації про механізм залучення і використання боргового фінансування на всіх рівнях. Ця інформація має бути максимально відкритою і доступною в режимі реального часу. Не менш важливим заходом є активізація участі бірж в організації торгів державними облігаціями, запровадження обов'язкового котирування державних цінних паперів та повного розкриття інформації про торги державними цінними паперами на фондових біржах.

## ВИСНОВКИ

Результати аналізу динаміки державного боргу та емісії державних боргових цінних паперів показали, що вони мають тенденцію до зростання через зростання дефіциту бюджету, звуження податкової бази з одночасною необхідністю збільшення видатків уряду. Сам по собі процес зростання дефіцитного фінансування не може служити чинником розбалансування інтересів держави і суспільства. Причини розбалансування інтересів лежать у механізмах використання позикових коштів та відповідальності за їх неефективне використання. Крім того, у частині залучення дефіцитного фінансування через емісію боргових цінних паперів необхідно врахувати механізми функціонування ринку цінних паперів, порушення яких негативно позначається не тільки на рівновазі фінансової системи, але і на макроекономічній рівновазі в цілому. Відсутність стратегії залучення боргового фінансування, невваженість валютного регулювання поглиблюють дисбаланси інтересів уряду і суспільства, що негативно впливає на імідж держави та є однією з причин опортуністичної поведінки членів суспільства. Вирішення виявлених проблем лежить у площині вдосконалення регулювання обігу державних боргових цінних паперів, передусім через визначення стратегічних пріоритетів розвитку суспільства, формування стратегії боргової політики та підвищення рівня транспарентності інформації про залучення і використання позичених коштів через механізм емісії державних боргових цінних паперів. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. **Вахненко Т.** Державний борг України : поточний стан і ризики / Т. Вахненко // Економіка України. – 2008. – № 7. – С. 37–46.
2. **Рак Р.** Державні цінні папери у сфері державних запозичень України / Р. Рак, К. Ковальська / Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія Економіка. – 2009. – № 116. – С. 7–9.
3. **Марчак Д.** Чим загрожують економіці держзапозичення у банків і населення в іноземній валюті [Електрон-

ний ресурс] / Д. Марчак // Фінансовий портал finance.ua (11.10.2012). – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2012/10/11/289190>

**4. Кондрат І. Ю.** Прогнозування показників державного боргу як фактора економічної безпеки України / І. Ю. Кондрат // Науковий вісник НЛТУ України : зб. наук.-техн. праць. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.9. – С. 210–216.

**5. Макар О. П.** Вдосконалення системи управління державним боргом як передумови економічного зростання / О.П.Макар//Науковий вісник НЛТУ України:зб. наук.-техн. праць. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.1. – С. 284–290.

**6. Baldacci, E.** (2010). Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields / E. Baldacci and M. Kumar // IMF Working Paper, 10/184.

**7. Giannetti, M.** (2012). The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market during Financial Crises / M. Giannetti and L. Laeven // Journal of Financial Economics. – Vol. 104 (1).

**8. Krishnamurthy, A.** (2010). The Aggregate Demand for Treasury Debt / A. Krishnamurthy and A. Vissing-Jorgensen // NBER Working Paper 12881, Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research.

**9. Trebesch, C.** ECB Interventions in Distressed Sovereign Debt Markets: The Case of Greek Bonds / Christoph Trebesch and Jeromin Zettelmeyer // Technical Report 4731, CESifo Working Paper Series, 2014.

**10. Ільченко В.** Сучасний стан вітчизняного ринку державних цінних паперів // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2009. – № 5-6. – С. 57–63.

**11. Лютий І. О.** Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. – К. : Центр навчальної літератури, 2008. – 352 с.

**12. Кучер Г.** Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – К. : Вид-во КНТЕУ. – 2011. – № 2. – С. 47–58.

## REFERENCES

Baldacci, E., and Kumar, M. "Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields". *IMF Working Paper*, no. 10/184 (2010).

Giannetti, M., and Laeven, L. "The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market during Financial Crises". *Journal of Financial Economics*, vol. 104 (1) (2012).

Ilchenko, V. "Suchasnyi stan vitchyznianoho rynku derzhavnykh tsinnykh paperiv" [Current state of the domestic government securities market]. *Rynok tsinnykh paperiv. Visnyk Derzhavnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku*, no. 5-6 (2009): 57-63.

Kondrat, I.Yu. "Prohnozuvannya pokaznykiv derzhavnoho borhu yak faktora ekonomichnoi bezpeky Ukrainy" [Predicting performance of public debt as a factor of economic security of Ukraine]. *Naukovyi visnyk NLTU Ukrainy*, no. 21.9 (2011): 210-216.

Krishnamurthy, A., and Vissing-Jorgensen, A. "The Aggregate Demand for Treasury Debt". In *NBER Working Paper 12881*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2010.

Kucher, H. "Rozvytok rynku vnutrishnikh derzhavnykh borhovoykh zoboviazan Ukrainy" [The development of the market of domestic public debt of Ukraine]. *Visnyk KNTEU*, no. 2 (2011): 47-58.

Liutyi, I. O., Zrazhevska, N. V., and Rozhko, O. D. *Derzhavnyi kredyt ta borhova polityka Ukrainy* [State credit and debt policy of Ukraine]. Kyiv: Tsentr uchbovoi literatury, 2008.

Makar, O. P. "Vdoskonalennia systemy upravlinnia derzhavnym borhom yak peredumovy ekonomichnoho zrostannia" [Improving the system of public debt management as a precondition for economic growth], *Naukovyi visnyk NLTU Ukrainy*, no. 22.1 (2012): 284-290.

Marchak, D. "Chym zahrozhuiut ekonomitsi derzhzapozychennia u bankiv i naselennia v inozemni valiuti" [What threatens the economy of government borrowing from banks and the population in foreign currency]. <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2012/10/11/289190>

Rak? R., and Kovalska, K. "Derzhavni tsinni papery u sferi derzhavnykh zapozychen Ukrainy" [Government securities in the area of state borrowing of Ukraine]. *Visnyk KNU imeni Tarasa Shevchenka. Seriya "Ekonomika"*, no. 116 (2009): 7-9.

Trebesch, Ch., and Zettelmeyer, J. "ECB Interventions in Distressed Sovereign Debt Markets: The Case of Greek Bonds". *Technical Report 4731, CESifo Working Paper Series*, 2014.

Vakhnenko, T. "Derzhavnyi borh Ukrainy : potochnyi stan i ryzyky" [The state debt of Ukraine : current state and risks]. *Ekonomika Ukrainy*, no. 7 (2008): 37-46.