

НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ

У статті висвітлені особливості боргової політики України у посткризовому періоді, запроновані напрями вдосконалення управління державним боргом з метою використання потенціалу боргових фінансів як інструменту забезпечення макроекономічної стабільності та стійкого економічного зростання.

Актуалізація проблеми державного боргу у кризовому та посткризовому періодах потребує зміни підходів до використання боргових фінансів, пошуку нової парадигми боргової політики. Удосконалення управління державним боргом та формування нових підходів до використання державного боргу як вагомому інструменту макроекономічного регулювання нині повинно здійснюватися з врахуванням особливостей посткризового періоду.

Проблеми управління державним боргом досліджується у роботах багатьох українських і зарубіжних учених та практиків, зокрема: А. Алесіні, Р. Барро, Т. Богдан, Дж. Б'юкенена, І. Лютого, В. Геєця, В. Опаріна, Дж. Стігліца, Р. Масгрейва, Ф. Модільяні, Г. Табелліні, Дж. Тобіна, В. Федосова та інших. Віддаючи належне доробку вчених та практиків з проблематики боргової політики, слід зазначити, що в Україні недостатньо фундаментальних, практично орієнтованих наукових розробок, які висвітлюють комплекс питань щодо використання потенціалу боргових фінансів як інструменту забезпечення макроекономічної стабільності та стійкого економічного зростання. Дослідження даних проблем є необхідною передумовою для оптимізації стратегії та тактики управління державним боргом в Україні.

На сьогоднішній день багато країн повинні стабілізувати боргову ситуацію та посилити платоспроможність урядів,

забезпечити необхідний для розвитку економіки бюджетний простір. У 2012 році у країнах з розвинутою економікою державний борг склав 110,2 % ВВП, а в країнах з ринками, що формуються - 35,2%¹. У країнах з ринками, що формуються, коефіцієнти боргу досягнули найвищого рівня вже на сьогоднішній день, а в більшості країн з розвинутою економікою їх стабілізація не очікується раніше 2014-2015 років². Це пояснюється масштабом шоку і повільним відновленням економік, високими процентними ставками, що зумовлено негативним впливом невизначеності економічної політики та вразливості банків. Не зважаючи на значний прогрес у відновленні стійкості державних фінансів завдяки заходам бюджетної консолідації, рівень вразливості бюджетів залишається досить високим. Тому у більшості країн зберігається необхідність у пролонгації державних боргів. За таких умов основними пріоритетами боргової політики залишаються реалізація середньострокових планів скорочення боргу та вдосконалення структури боргових портфельів.

Для удосконалення управління державним боргом в Україні необхідно:

- законодавчо обмежити розміри державного боргу та запровадити фіскальні правила «нового покоління»;
- оптимізувати структуру боргового портфелю уряду;
- запровадити ефективну систему ризик-менеджменту.

¹ Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal Monitor / IMF. - 2013. - April. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm#>

² Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment. Fiscal Monitor / IMF. - 2012. - October. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/fmindex.htm#>

Лілія Бенч
к.е.н.,
доцент кафедри
фінансів
Віталій
Лісовенко
к.е.н., доцент
кафедри фінансів,
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима

Одним із поширених заходів попередження зростання заборгованості держави є встановлення граничних розмірів державного боргу. Законодавчі обмеження зростання державного боргу та використання залучених за допомогою позик коштів протягом багатьох десятиліть існують в окремих країнах. Так, у Великобританії фіскальна політика регламентується двома основними правилами: так званим «золотим правилом», згідно якого впродовж економічного циклу уряд кошти від державних позик спрямовує лише на інвестиційні цілі, а не на фінансування поточних видатків і «правилом сталих інвестицій», відповідно до якого відношення чистого обсягу державного боргу до ВВП протягом економічного циклу має бути сталим³. Із поглибленням процесів глобалізації та виникненням світових фінансових криз з 80-х років минулого століття активізувалися дослідження щодо запровадження обмежень у податково-бюджетній політиці. У більшості країн прийняли на законодавчому рівні бюджетні правила, зокрема, щодо збалансованості бюджету, які сприятимуть підвищенню довіри до уряду і встановлюють обмеження для росту видатків.

Використання законодавчо встановлених обмежень обґрунтовується і сучасною фінансовою наукою, зокрема, теорією суспільного вибору. Виходячи із постулатів теорії суспільного вибору, Дж. Б'юкенен акцентує увагу на поведінці індивідів. Досліджуючи політичні технології прийняття фінансових рішень, Дж. Б'юкенен та Г. Таллок стверджують, що сучасний демократичний бюджетний процес спричиняє перевищення фактичного обсягу державних бюджетів над їх оптимальною величиною⁴. Йдучи назустріч вимогам виборців щодо збільшення благ, які надаються державою, політики та парламентарії збільшують фіскальні можливості за допомогою державних запозичень. Збільшення фінансування видатків бюджету за рахунок позик є

більш популярним методом для політиків, чим підвищення ставок податків. Тому в умовах демократичної системи прийняття рішень практично неможливо не використовувати боргове фінансування видатків держави. А це призводить до збільшення дефіцитів бюджетів та обмежує можливості ефективної діяльності держави. «Окремий виборець не може об'єктивно порівняти вигоди та затрати, навіть якщо рішення приймаються у такій ідеальній формі, як міське віче. Фіскальна ілюзія збільшується, якщо структура майбутніх податків незрозуміла на момент емісії боргу»⁵. Середній виборець навряд чи буде враховувати, що позики є антиципованими податками і купівля державних облігацій у майбутньому означатиме підвищення податків. А якщо і передбачить, то правильно розрахувати податковий тягар для порівняти з вигодами не зможе через відсутність повної інформації про податки. Виборець, зазвичай, у своїх очікуваннях занижує податковий тягар, що і передбачає фіскальну ілюзію. Дж. Б'юкенен стверджує, що на уряди, які володіють доступом до позикових фінансів, майже не діють політичні стимули щодо ефективного використання кредитних ресурсів для масштабної довгострокової стратегії. Отже, найбільш ефективним засобом запобігання політичним зловживанням бюджетним дефіцитом та державним боргом є встановлення конституційних обмежень державного боргу. Хоча їх введення та закріплення в поточному політичному процесі є дуже проблематичним, оскільки нинішнє покоління об'єктивно не зацікавлене у встановленні жорстких конституційних бар'єрів, які б перешкоджали перекладанню боргових зобов'язань на майбутні генерації, узагальнює Ш. Бланкарт⁶.

В Україні тривалий час були відсутні нормативно-правові документи, які б визначали основні принципи та напрями боргової політики уряду. Лише Бюджетним кодексом України визначено,

³ Maintaining macroeconomic stability // [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://www.hm-treasury.gov.uk>

⁴ Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В.Л. Андрущенко. - Львів: Каменяр, 2000. - С. 243.

⁵ Buchanan J.M. Public Principles of Public Debt: A Defence and Resnatment [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.econlib.org>

⁶ Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії / Ш.Бланкарт. - К.: Либідь, 2000. - С. 409.

що величина основної суми державного боргу не повинна перевищувати 60% фактичного річного обсягу ВВП⁷. Такі важливі складові боргової політики, як боргова стратегія, механізми залучення коштів, пріоритетність джерел та інструментів боргових запозичень, а також напрями їх використання залишаються поза сферою регулювання законодавства. У різні періоди пропонувалися законопроекти, концепції, стратегії та інші нормативно-правові акти, метою яких було створення правової основи для боргової політики держави, проте жоден з цих документів так і не набрав чинності. У такій ситуації державні позики використовувалися, переважно, для вирішення короткострокових завдань фіскальної політики, а інвестиційний потенціал цього фінансового інструменту фактично ігнорувався.

У багатьох країнах ОЕСР довгострокові показники боргу визначаються значно нижчими, ніж мінімальний рівень їх стійкості. К. Райнхарт, К. Рогофф і М. Савастано зазначають, що допустимий розмір державного боргу для країн із ринками, що формуються, знаходиться на рівні набагато нижчому, ніж для розвинених країн⁸. Е. Боллз та Г. О'Доннелл рахують, що на економічний ріст може негативно впливати навіть стійка динаміка боргу, якщо його величина відносно висока. Результати різних досліджень свідчать, що оптимальний рівень боргу для країн з розвинутою економікою знаходиться в діапазоні від менше 20% до менше 50% ВВП⁹. Т. Вахненко на основі проведених розрахунків ще у 2006 році стверджувала, що «з огляду на відсутність постійного доступу до зовнішнього фінансування, нестабільність податкових надходжень до державного бюджету та з точки зору спроможності обслуговування боргів максимально допустимою величиною державного боргу є сума на рівні 35% ВВП».

Для України його оптимальний рівень, відповідно, повинен бути нижчим, ніж для країн з розвинутою економікою внаслідок високих ризиків, значної частки боргу в іноземній валюті, нижчої ефективності державного сектору та недостатнього розвитку фінансового ринку та інституційного середовища. Узагальнюючи результати досліджень вітчизняних та зарубіжних вчених-економістів, ми пропонуємо законодавчо закріпити максимально допустиму величину державного боргу України на рівні 35% ВВП¹⁰.

Слід зазначити, країни мають широкий діапазон рівнів чутливості до обсягів боргу. Обсяг боргу, який призвів би до кризи в одних країнах, може без особливих складнощів обслуговуватися в інших державах. У дослідженні, проведеному економістами Світового банку у 2003 році, наведені докази важливого значення таких відмінностей щодо чутливості до рівня боргу. Автори стверджують, що «...75% проаналізованих нами країни за показниками їх політики та інституцій, можуть мати показник поточного розміру боргу до експорту втричі вищий, ніж у країн, що складають решту 25% нашої вибірки, без підвищення вірогідності виникнення суттєвих проблем з обслуговуванням ними державного боргу»¹¹.

Відмінність у чутливості країн до величини боргу залежить від рівня розвитку фінансових ринків, якості функціонування їх інфраструктури, стану боргових показників у попередні періоди. Розвинутий фінансовий сектор має високу абсорбційну спроможність, тобто можливості поглинути значну кількість зобов'язань держави залежать від рівня розвитку фінансового ринку та його інститутів. Отже, країна може покращити стабільність обслуговування боргу як шляхом зниження рівня боргового навантаження, так і шляхом реформування політики та інститутів. Особливо актуальною є ця теза для Ук-

⁷ Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 року № 2456-VI [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

⁸ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Debt Intolerance / Brookings Papers on Economic Activity [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.nber.org>

⁹ Финансово - бюджетные последствия структурных реформ в Российской Федерации [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.worldbank.org.ru>

¹⁰ Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. / Т.П. Вахненко. - К.: Фенкс, 2006. - С. 458.

¹¹ Kraay A. and V. Nehru V. When Is External Debt Sustainable? [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.worldbank.org>

раїни, оскільки на сьогоднішній день фінансовий ринок перебуває на етапі становлення, і, сприяючи його розбудові та ефективному функціонуванню інститутів, держава має значні резерви для підвищення боргової стабільності.

У контексті зростання глобальних дисбалансів та поширення фінансових криз у 90-х роках минулого століття і світової економічної кризи 2008-2009 років активізувалися дослідження боргової стабільності. Забезпечивши стабільність обслуговування державного боргу, що передбачає дотримання встановлених показників та індикаторів, країни зменшують вразливість для фінансових криз. МВФ розробив методику розрахунку індексу фіскального стресу, що виконує роль сигналу для оцінки ризиків порушення фіскальної стійкості і дозволяє визначити перелік факторів, які лежать в основі виникнення фіскальних стресів. У рамках даної методики експерти МВФ розраховували критичні значення дванадцяти бюджетних і боргових показників, які ґрунтуються на здобутках «системи раннього попередження»¹².

Правила «другого покоління», які набули поширення протягом кількох останніх років, поєднують обмеження розміру дефіциту та боргу з нормами, які дозволяють застосування автоматичних стабілізаторів і певною мірою дискреційну фіскальну політику. Правила «другого покоління» базуються на положенні про недоцільність збалансування державного бюджету кожного року та допускають деяку гнучкість у визначенні розміру допустимого дефіциту поточного року. Згідно таких правил необхідно збалансовувати бюджет протягом усього циклу, компенсуючи дефіцити в роки економічного спаду за рахунок профіцитів, отриманих в роки економічного піднесення.

Більш гнучкі бюджетні правила розширюють можливості фіскально-бюджетної політики, однак вони є більш складними, викликають труднощі у реалізації та контролі. Застосування правил «другого покоління» через ак-

тивну дискреційну антициклічну політику, яку багато країн впроваджує у зв'язку з подоланням рецесії після кризи 2008-2009 років є досить проблематичним. Тим паче, значні складнощі викликають розрахунки потенційного ВВП та зниження темпів зростання економіки. Доцільно продовжити дослідження переваг і недоліків застосування правил «другого покоління» у контексті забезпечення стабільності суспільних фінансів та обмеження зростання державного боргу.

Оптимізація структури боргового портфелю держави та запровадження ефективної системи ризик-менеджменту є невід'ємними складовими середньо- та довгострокових боргових стратегій країн, спрямованих на забезпечення стійкості бюджетів та економічне зростання. Традиційно вважалося, що мінімізація ризиків боргового портфеля уряду має досягатися через оптимальне структурування боргових зобов'язань держави в розрізі валют, термінів запозичення, відсоткових ставок та конкретних інструментів запозичення. Досвід врегулювання фінансово-економічної кризи 2007-2009 рр. засвідчив необхідність формування структури державного боргу з урахуванням ще й таких чинників, як рівень боргу, ступінь гнучкості макроекономічної політики, ємність фінансового ринку й стабільність бази інвесторів¹³.

Проаналізуємо окремі ризики боргового портфелю України, мінімізація яких має пріоритетне значення в управлінні державним боргом на сьогоднішній день.

Високі ризики для фіскальної стабільності має значна частка зовнішньої заборгованості у структурі боргу. Валютний ризик відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на погашення і обслуговування державного боргу в майбутньому. Це призводить до вразливості національної фінансової системи до зовнішніх шоків та залежності від поведінки іноземних інвесторів. Залучення іноземних кредитів не сприяє розбудові повноцінного внутрішнього фінансового ринку, оскільки в

¹² Ярошенко Ф.О. Система антикризової діагностики стану державних фінансів України, імітаційно-сітьового моделювання та проактивного регулювання на поширення кризи. Аналітична доповідь. / [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>

¹³ Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. - 2011. - № 11. - С. 7.

умовах недостатнього розвитку інституційного середовища іноземні ресурси не можуть бути використані зі значною ефективністю. Тим паче, якщо у короткостроковому періоді зменшуються витрати на обслуговування боргу (через нижчі відсоткові ставки за зовнішніми позиками у порівнянні з внутрішніми), то у довгостроковому періоді ці позитивні наслідки нівелюються внаслідок зростання вразливості економіки країни. Аналізуючи структуру боргу в іноземній валюті, необхідно співставляти валютну структуру зобов'язань з валютною структурою офіційних резервів центрального банку і з валютною структурою експорту. Вітчизняні зовнішні запозичення доцільно здійснювати переважно у доларах США, оскільки у валютній структурі розрахунків за операціями поточного рахунку платіжного балансу України переважають надходження у доларах США, і у структурі золотовалютних резервів НБУ найбільша частка активів номінована у доларах США. За результатами даного дослідження (показники фіскального стресу МВФ), для країн з ринками, що формуються, критичне значення частки боргу, деномінованого в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу, складає 40,3% (хоча медіанне значення для країн з ринками, що формуються, у період 1995-2010 рр. складало 56%). Відповідно - мінімально допустиме значення частки боргу, деномінованого в національній валюті, становить 59,7%¹⁴. Імітаційне моделювання валютної структури боргового портфеля Уряду України, проведене В. Федосовим і О. Колот дало такі результати: зменшення чутливості боргових виплат у кожній з валют запозичення до коливань відповідних курсів валют вимагає збільшення частки зобов'язань у гривні до 53%¹⁵. Отже, результати проведених досліджень вказують на те, що частка боргу в національній валюті у загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України має бути збільшена до рівня 50%-55%. А у перспективі

держава повинна збільшити частку внутрішніх запозичень до 70%-80%.

Розвиток внутрішнього ринку запозичень є одним головних пріоритетів управління державним боргом. Однак при цьому слід врахувати особливості посткризового періоду та обмеженість фінансових ресурсів в країні. Орієнтація на внутрішні запозичення має бути досить виваженою, оскільки в такий спосіб уряд звужує внутрішні кредитні ресурси, які потенційно є джерелом приватних інвестицій. Тому пріоритетним завданням є максимальне розширення кола покупців державних цінних паперів за рахунок інституційних інвесторів та фізичних осіб. Для урядів західних країн стало правилом розміщати державні боргові зобов'язання серед якомога ширшої маси населення, що має великий соціально-економічний сенс і одержало назву демократизації державного боргу. Якщо боргові зобов'язання розміщені серед достатньо великого числа кредиторів (у ідеалі - серед усього економічно активного населення), а не вузької кліки фінансових олігархів і спекулянтів (це найсуттєвіша умова), то операції з облігаціями державних позик, перетворюючи масу податкоплатників у рантьє і навпаки, загалом не знижують рівень життя, а тому й не викликають рішучого опору з боку суспільства, стверджує В.Л. Андрущенко¹⁶.

Необхідно здійснити сегментацію ринку державних внутрішніх позик, виокремивши окремі групи інвесторів. Особливе значення слід надати «пасивним» інвесторам - пенсійним фондам, страховим компаніям, інвестиційним фондам. Саме інституційні інвестори, акумулюючи кошти дрібних вкладників та фізичних осіб, є одними з основних покупців державних облігацій у багатьох країнах. Нагальним є завдання залучення пасивних інвесторів на ринок позик у зв'язку з розвитком накопичувальних механізмів для реалізації соціальних завдань у сфері державних фінансів, зокрема, пенсійного забезпечення.

¹⁴ Ярошенко Ф.О. Система антикризової діагностики стану державних фінансів України, імітаційно-сітьового моделювання та проактивного регулювання на поширення кризи. Аналітична доповідь. / [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>

¹⁵ Федосов В.М., Колот О.А. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / О.А. Колот, В.М. Федосов // Фінанси України. - 2008. - №3. - С. 30.

¹⁶ Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В.Л. Андрущенко. - Львів: Каменяр, 2000. - 303 с.

Частка державного боргу з плаваючими ставками відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на обслуговування державного боргу в майбутньому, а отже і величину ризику збільшення таких витрат. Для економії бюджетних коштів за рахунок зниження плаваючих ставок з одного боку оптимальним для держави може бути утримання певного співвідношення між боргом з плаваючими і фіксованими ставками. Відповідно до кожного конкретного періоду часу це співвідношення є індивідуальним, його слід визначати з урахуванням прогнозованих макроекономічних показників та передбачень про динаміку плаваючих і фіксованих ставок у майбутньому.

У довгостроковій перспективі оптимальною є структура боргу, яка включає частку боргу 50 % з фіксованою ставкою і 50 % боргу з фіксованою. У такому випадку зростанням плаваючих ставок стримуватиме збільшення витрат бюджету за рахунок фіксованих ставок, а зниження плаваючих ставок - сприятиме економії коштів бюджету. Необхідно також враховувати, що позитивною є тенденція зниження часток боргу з більш волатильними плаваючими ставками.

Ризик рефінансування полягає в тому, що коли настає строк погашення боргу, і цей борг потребує пролонгації або його треба рефінансувати, ситуація на ринку боргу може скластись таким чином, що таке рефінансування є надмірно витратним або навіть неможливим. Цей ризик посилюється, якщо уряд не має резервів або інших ліквідних активів, які він може ліквідувати, використавши кошти на погашення боргу у визначений строк. На відміну від ризику відсоткових ставок та більшості інших ризиків, ризик рефінансування зростає із наближенням терміну погашення. Найбільш поширеним та ефективним способом управління ризиком рефінансування є встановлення широкого діапазону та підтримання відносно рівномірного розподілу строків погашення боргу - щоб кож-

ного разу при настанні строку потрібно було виплачувати лише невелику частину сукупного обсягу боргу. Завдяки цьому можна зменшити вірогідність виникнення проблем з погашенням заборгованості. Для зменшення тиску виплат за позиками на бюджет уряд може скористатися «обмінними аукціонами» та зворотніми аукціонами. Однак, згідно досвіду окремих країн, придбання державних облігацій на відкритому ринку є дешевшим, частково тому, що уряд має можливість обирати час виходу на ринок для придбання боргу, коли ринкові ціни є прийнятними, і купувати більший чи менший обсяг боргу, в залежності від того, що вигідніше у даний момент¹⁷.

Слід зазначити, що існує більша невизначеність щодо стану фінансових ринків у періодах далекого майбутнього, у зв'язку з чим навіть при рівномірній структурі боргу в розрізі термінів його погашення існує невизначеність щодо можливостей його рефінансування у таких періодах далекого майбутнього. Як підкреслюють Р. Масгрейв і П. Масгрейв, «слід віддати перевагу добре збалансованій структурі термінів погашення позик, наприклад, на 15 років, ніж структурі, яка повністю складається з короткострокових чи лише довгострокових позик»¹⁸.

Для мінімізації ризиків та формування раціональної структури боргового портфелю держави використовують активне управління державним боргом, яке включає хеджування ризиків за рахунок використання деривативів, зворотний викуп, обмін і дострокове погашення державних цінних паперів, операції зворотного репо. У Положенні про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом (яке затверджене Наказом Міністерства фінансів від 16.06.2010 №461) визначено, що Департамент державного боргу при здійсненні операцій з активного управління державним боргом оцінює ризики, які при цьому виникають, та вживає заходів щодо їх зменшення¹⁹. Даний документ передбачає розрахунки

¹⁷ Основні питання управління державним боргом. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://finrep.kiev.ua/structure/govsecurities/general_ua.php

¹⁸ Масгрейв Р.А., Масгрейв П.Б. Государственные финансы: теория и практика / Р.А. Масгрейв, П.Б.Масгрейв / Пер. с англ. - М.: Бизнес Атлас, 2009. - С. 648.

¹⁹ Наказ Міністерства фінансів України №461 від 16.06.2010 року «Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом» [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://minfin.gov.ua>

ризиків, однак не визначає умови та особливості проведення активних операцій. Проектом Закону України «Про державний борг і гарантований державою борг» (що був внесений на розгляд Верховної Ради України 07.06.2011 за № 8637) передбачено використання операцій активного управління державним боргом²⁰. На сьогоднішній день відповідна законодавчо-нормативна база для використання деривативів в управлінні державним боргом практично відсутня. Тому необхідно прийняти Закон України «Про державний борг і гарантований державою борг», у якому чітко визначити особливості здійснення операцій активного управління державним боргом, та розробити відповідну нормативну базу.

Враховуючи наслідки глобальної економічної кризи, провідними економістами та вченими розпочаті дослідження щодо пошуку нових підходів до управління ризиками, пов'язаними з державним боргом. Одним із важливих документів, розроблених МВФ і Шведською борговою агенцією у вересні 2010 року, у яких пропонуються нові ідеї, стали у «Керівні принципи управління суверенними ризиками і високим рівнем державного боргу», які назвали «Стокгольмськими принципами»²¹. Згідно з цими принципами ризики боргового портфеля держави повинні утримуватися на прийнятному рівні, витрати на обслуговування боргу повинні бути мінімізовані у середньотривалому періоді.

Особливу вагу у реформуванні боргової політики має визначення напрямів використання запозичених державою коштів. Слід констатувати, що в Україні практично не використовується потенціал боргових фінансів. Основна частина залучених за допомогою позик коштів витрачається на фінансування поточних видатків бюджету. Надходження від випуску внутрішніх і зовнішніх облігацій використовувалися на фінансування поточних видатків бюджету. Для фінансування проектів розвитку використовуються лише кош-

ти від міжнародних фінансових організацій та іноземних банків.

З метою забезпечення економічного зростання доцільно використовувати потенціал державних позик. В умовах неповного використання факторів виробництва державні інвестиції стимулюють приватні інвестиції, що сприяє зростанню ВВП. На основі аналізу статистичних даних А. Ахмедом та С. Міллером було встановлено, що фінансування державних інвестицій за рахунок податкових надходжень більшою мірою витісняє приватні інвестиції, ніж боргове фінансування²². За таких умов заперечується «ефект витіснення» («crowding up») та спостерігається протилежний наслідок державних запозичень - ефект акселератора («crowding in»). Оскільки в Україні на сучасному етапі не повністю використовуються фактори виробництва, доцільно застосовувати практику боргового фінансування державних інвестицій. Слід передбачити та законодавчо визначити, орієнтуючись на світовий досвід, пріоритетне використання позик для інвестиційних проектів та інституційних програм з метою забезпечення зростання економіки та доходів бюджету.

Отже, для удосконалення управління державним боргом в Україні необхідно:

1. Визначити та законодавчо закріпити боргову стратегію України, в якій конкретизовані цілі, завдання і методи їх досягнення на довгострокову перспективу, визначені граничні розміри державного боргу та напрями використання залучених коштів.

2. Прийняти Закон України «Про державний борг і гарантований державою борг», яким закріпити максимально допустиму величину державного боргу України на рівні 35% ВВП та регламентувати усі питання управління боргом. Доцільно також врахувати можливість використання фіскальних правил нового покоління, які дозволяють поєднання обмеження розмірів боргу з показниками, що забезпечують дію автоматичних стабілізаторів та дозволя-

²⁰ Проект Закону України «Про державний борг і гарантований державою борг» №8637 від 07.06.2011 року [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://w1.c1.rada.gov.ua>

²¹ Managing Sovereign Debt and Debt Marke through a Crisis - Practical Insights an Policy Lessons.- IMF.- April 18, 2011 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org>

²² Зимовець В.В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В.В. Зимовець. - К., 2010. - С. 240.

ють певну гнучкість при застосуванні антициклічної фіскальної політики з метою протидії значним спадам в економіці.

3. Збільшити частку боргу в національній валюті у загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України до 70%-80%. Внутрішні запозичення слід збільшити за рахунок розширення кола покупців державних цінних паперів - інституційних інвесторів та фізичних осіб, для яких емітувати різні види державних облігацій.

4. Сформувати ефективну систему ризик-менеджменту, яка базуватиметься на використанні сучасних методів оцінки потенційних боргових ризиків. Управління боргом повинно включати диверсифікацію ризиків, яка передбачає випуск цінних паперів з широким діапазоном строків обігу замість концентрації цих строків у тих точках по-

точної кривої доходності, які в даний момент, як здається, вимагають найнижчих витрат, розподіл цінних паперів за валютою, який наближений до запланованих урядом виплат, та використання опціонів, ф'ючерсів, свопів та інших деривативів лише для добре зрозумілих цілей хеджування ризиків.

5. Визначити напрями використання залучених за допомогою державних позик коштів, надавши пріоритет інвестиційним проектам. Мінімізувати використання запозичених ресурсів для фінансування поточних видатків бюджету.

РІСНУ