



**Башко В.Й.**

*Науково-дослідний фінансовий інститут*

## **ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ В УКРАЇНІ: ОЦІНКА ПОТРЕБ І ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО СТРУКТУРИ**

*Подано кількісну оцінку потреб бюджетного сектора та економіки в цілому у дефіцитному фінансуванні. Запропонована структура джерел фінансування дефіциту бюджету на підставі аналізу переваг запозичень із різних джерел та, враховуючи потенціал внутрішнього ринку на 2008–2011 рр. Зроблено висновки щодо доцільності прийняття дефіциту державного бюджету на рівні 2% від ВВП та необхідності зміни структури запозичень на користь внутрішніх.*

Державні запозичення є одними із ключових інструментів у системі бюджетних важелів впливу на економічні процеси як додатковий ресурс, що держава мобілізує для вирішення пріоритетних завдань, так і з позиції наслідків дефіцитного фінансування, в розрізі його джерел, на поведінку економічних агентів та економіки в цілому. Підходи до здійснення державних запозичень стане не тільки ключовим індикатором збалансованості бюджетної та боргової політики у довгостроковому зрізі, а й показником стабільності та безпеки всієї фінансової системи держави. У більшості розвинених країн світу планування державних запозичень, як і бюджету в цілому, здійснюється на середньострокову перспективу. Це надає змогу виявити коло першочергових цілей та завдань, які стоять перед урядом; системно та ґрунтовно підходити до вирішення поставлених завдань, не розпорошуючи бюджетні кошти; знизити ризики, пов'язані із непевністю економічних агентів щодо ключових параметрів фіскальної та боргової політики. Відсутність стратегічних орієнтирів і критеріїв, які б використовувались при прийнятті рішень щодо розмірів і джерел державних запозичень, негативно відображається на якості цього процесу в Україні. Домінування принципу короткострокової фіскальної доцільності, відсутність офіційно визнаної спільної відповідальності за результати у сферах фінансової політики між відповідними органами, в минулому були основними факторами появи негативних наслідків державного боргу.

При дослідженні даної проблематики використовувались відповідні напрацювання вітчизняних науковців. Зокрема, у доробку Т.Вахненко [1] та В.Корнесва [2] є ряд наукових праць, присвячених перспективним напрямом здійснення державних запозичень, у яких автори акцентують увагу на надмірному використанні зовнішнього позичкового фінансування та недооцінці потенціалу внутрішнього ринку. Солідарні із таким висновком також А.Шаповалов [3] та А.Яценюк [4]. Вони стверджують, що недостатня кількість та низька ліквідність державних облігацій є причиною відсутності відповідного інструментарію грошово-кредитного регулювання НБУ та гальмування розвитку внутрішнього ринку капіталів. Натомість О.Барановський [5] та Б.Соболев [6] концентрують свою увагу на ризиках, які генерують зовнішні запозичення та факторах безпеки державного боргу. Спільний лейтмотив зазначених вище робіт – констатація факту необхідності зменшення зовнішньої частки державного боргу та нарощення обсягів внутрішнього боргу. Однак недостатньо дослідженими залишилися кількісні аспекти збільшення



внутрішніх запозичень і потенціал внутрішнього ринку щодо їх поглинання, структура за термінами обігу та реальні можливості щодо заміщення зовнішнього боргу внутрішнім.

Мета даної статті – *по-перше*, визначення ступеня потреби у дефіцитному фінансуванні за рахунок державних запозичень, виходячи із прогностичних тенденцій економічного розвитку та необхідності підвищення інвестиційної активності держави. *По-друге*, запропонувати структуру державних запозичень, керуючись умовами, на яких вони залучаються (вартість, тривалість і ризиковість), проблемами боргової безпеки (домінування зовнішнього боргу у структурі всього державного боргу) та потенціалом внутрішніх інвесторів щодо обсягу поглинання внутрішніх позик.

На початок 2007 р. загальна сума державного прямого та гарантованого боргу становила 80547 млн грн або 15949 млн дол., з якого 20,6% становив внутрішній прямий борг та 79,4% – прямий та гарантований зовнішній борг [7]. У результаті здійснення запозичень, передбачених у Законі України "Про державний бюджет України на 2007 рік", у розмірі 11627 млн грн та погашення основної суми боргу в обсязі 6650 млн грн валовий державний борг в абсолютному розмірі зросте приблизно до 88 млрд грн, хоча відносно очікуваного ВВП (631 млрд грн [8]), рівень боргу знизиться до 14%. Причому частка внутрішнього боргу у 2007 р. зросте до 21%, за рахунок збільшення чистих внутрішніх запозичень до 27%, проти 63% зовнішніх. Загалом рівень державного, офіційно визнаного Міністерством фінансів України боргу, є низьким<sup>1</sup>, що може свідчити про наявність потенціалу до його нарощування, однак не слід виключати із поля зору й умовні зобов'язання уряду, що становлять досить значну суму.

Не менш важливим при розробці стратегії державних запозичень є врахування реальних потреб економіки у дефіцитному фінансуванні. Збереження високих темпів зростання ВВП надає змогу уряду відмовитись від широкого використання дефіцитних інструментів фінансування державних видатків, а отже, від збільшення рівня державного боргу, як це традиційно відбувається у більшості країн світу.

Так, зростання темпів обсягу виробництва в країнах, які не входять до складу розвинених країн у 2004–2006 рр. до 7,5%, дозволило їм знизити рівень дефіциту бюджету центрального уряду до менш ніж 1% від ВВП, із зведенням профіциту первинного сальдо до 1% від ВВП (табл. 1).

В Україні ж, унаслідок низьких витрат по обслуговуванню державного боргу (0,6% від ВВП у 2005 р.), прийняття дефіциту бюджету на рівні 2% ВВП дозволить збільшити ресурсний потенціал державного бюджету в середньому на 1,2–1,5% від ВВП<sup>2</sup>. Іншими аргументами на користь помірному рівня дефіциту державного бюджету стане те, що дефіцит розширеного уряду буде більшим за рівень дефіциту державного бюджету, оскільки включатиме дефіцити місцевих бюджетів і розміри наданих урядом гарантій за кредитами<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Для порівняння: середній рівень державного боргу розширеного уряду серед країн членів ЄС-25 у 2005 р. становив 63,2%, серед нових країн членів ЄС – 40,6%. Менший ніж в Україні рівень державного боргу тільки в Естонії – 4,6%, Люксембурзі – 6% та Латвії – 12,1% [10].

<sup>2</sup> Нагадаємо, що в більшості країн виплати з обслуговування державного боргу становлять у середньому 2%–2,5% від ВВП, що потребує прийняття вищих рівнів дефіциту бюджету для того, щоб отримати стимулюючий ефект.

<sup>3</sup> Відповідно до теперішньої методології розрахунку дефіциту зведеного бюджету розмір наданих гарантій не включається до складу дефіциту бюджету, хоча більшість гарантійних угод передбачає, що виплати відбуватимуться з державного бюджету.



Таблиця 1

**Взаємозв'язок між темпами економічного зростання та потребами у дефіцитному фінансуванні в країнах, що розвиваються, %**

	Темпи зростання ВВП			Сальдо центрального бюджету		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Центральна і Східна Європа	6,6	5,5	6,0	-5,2	-3,6	-2,7
СНД та Монголія	8,4	6,6	7,7	2,6	5,5	5,8
СНД не враховуючи Росію	11,0	6,9	7,7	-1,7	0,2	1,5
Україна	12,1	2,6	7,1	-3,0	-1,9	-0,7
Країни Азії	8,7	9,2	9,4	-2,3	-2,1	-1,6
Країни Латинської Америки	6,0	4,6	5,5	-2,0	-2,1	-2,0
<b>Всього по країнах з ринком, що формується та тих, що розвиваються</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>

Джерело: укладено на основі даних МВФ [9] за відповідні роки.

Разом з тим особливістю вітчизняної економіки, як і багатьох інших країн, що перебувають на етапі структурних реформ, є гостра необхідність здійснення інвестицій, в тому числі і за рахунок державного бюджету. За умов наявних викликів, таких як зношеність інфраструктури та основних фондів, найвища у світі енергоємність продукції, ріст цін на енергоносії, необхідність формування другого рівня пенсійної системи, державні запозичення мають бути допоміжним інструментом вирішення зазначених вище проблем. Політика дефіцитного стимулювання економіки потребує чіткого визначення основних напрямів використання додаткового залучених ресурсів. Формуючи інвестиційно-інноваційну модель розвитку, держава з використанням боргових джерел фінансування зможе забезпечити збільшення частки державних капіталовкладень до 5–6% від ВВП, із них інвестицій в основний капітал до 3,5–4,5% ВВП. Основні зусилля держава повинна концентрувати на розвитку інфраструктури та формуванні основних фондів, які є непривабливими для вкладання приватних інвестицій об'єктами, однак мають загальноекономічне мультиплікативне значення. Такі заходи дозволять продуктивно використати дефіцитне фінансування як метод впливу держави на динаміку виробництва, відмовившись від збільшення за рахунок дефіциту бюджету споживчого попиту, чи субсидювання вітчизняних виробників, що лише консервуватиме існуючий стан речей і породжуватиме екстенсивні тенденції короткочасного економічного зростання.

Таким чином, за умов збереження існуючих тенденцій економічного зростання на рівні 6–7% та враховуючи потреби капіталодефіцитної економіки у збільшенні інвестицій, помірний дефіцит державного бюджету буде сприяти досягненню зазначених вище цілей, не спричиняючи до появи негативних ефектів. Відповідно до прогнозу експертів Світового банку, при базовому сценарії розвитку економіки із зростанням ВВП у 5%, дефіциту зведеного бюджету становитиме 3,3% від ВВП, а при консервативному сценарії розвитку із зростанням ВВП у 3–4,4% від ВВП [11]. Натомість прогнози вітчизняних експертів – більш оптимістичні. Вони передбачають, що внаслідок вищих темпів зростання економіки – від 5,2% до 8,3%, рівень дефіциту зведеного бюджету у 2009–2011 рр. відповідно коливатиметься в межах 0,8–



2,9% від ВВП [див. 8]. Фахівці ж Міжнародного валютного фонду рекомендують касовий дефіцит державного бюджету на рівні 1,5% [12]. Таким чином, керуючись наведеними вище даними, та виходячи із власних міркувань, дефіцит бюджету на рівні 2% від ВВП буде оптимальним, зважаючи, що більший його розмір буде перешкоджати досягненню інших цілей державної політики (зменшення рівня інфляції, стабілізація рівня державного боргу, мінімізація ризиків пов'язаних із домінуванням зовнішньої частки у структурі державного боргу і т. д).

Для покриття дефіциту бюджету необхідно здійснювати запозичення в обсягах зменшених на суму приватизаційних надходжень. Загалом при прийнятті рішень щодо розподілу запозичень на внутрішні та зовнішні, установи відповідальні за проведення боргової політики прагнуть знизити вартість запозичень та мінімізувати ризики. Іншими цілями можуть бути недопущення ефекту витіснення внутрішніх приватних інвестицій, сприяння розвитку внутрішнього ринку капіталів шляхом забезпечення його довгостроковими ресурсами (у випадку перекредитування), формування валютних резервів та ін.

Таблиця 2

**Оцінка вартості зовнішніх комерційних позик у 2005–2006 рр.\***

Дата розміщення ОЗДП	Обсяг, млн	Термін погашення	Відсоткова ставка (r), %	Відсоткова ставка з врахуванням змін валютного курсу (r <sub>ex</sub> ), %	Комісійні (k), %	Майбутня вартість комісійних (k <sub>f</sub> ), %	Дисконт (d), %	Збільшення відсоткової ставки внаслідок врахування комісійних, зміни основної суми боргу та дисконту (r <sub>d</sub> ), %	Ефективна відсоткова ставка (r <sub>e</sub> ), %	Середньозважена ставка, %
12.10.05	600 EUR	13.10.15	4,95	5,53	0,075	0,100	-	2,14	7,68	6,608
15.09.06	768 CHF	15.10.09 (15.10.18)	3,50	3,61	-	-	2,60	2,79	6,39	
15.11.06	1 000 USD	21.11.16	6,58	6,66	0,025	0,034	-	0,28	6,95	
15.12.06	35 100 YEN	19.12.10	3,20	3,13	-	-	1,20	0,10	3,23	

\* Відсоткова ставка з урахуванням валютного курсу, r<sub>e</sub> розраховується за формулою  $\sqrt[n]{\prod_{i=0}^n r_i \times E_{i+1} / E_i}$ , де n – кількість років до погашення, E – відсотковий курс. Прогноз

валютного курсу гривні до дол. США наводиться в Табл. 6. Валютний курс інших валют розраховано за принципом крос-курсів. Оскільки прогноз складено до 2011 р., то для розрахунку r<sub>e</sub> припускається що кінцевий термін погашення позики номінованої у євро та дол. США припадає у 2011 р., у швейцарських франках – у 2009 р.

Розрахунок інших показників: майбутня вартість комісійних –  $k_f = k \times (1+r)^n$ , збільшення відсоткової ставки внаслідок врахування комісійних, зміни основної суми боргу та дисконту –

$$r_d = \sqrt[n]{1 + \left(\frac{E_n}{E_0} - 1\right) + d + \left(\frac{E_n}{E_0} - 1\right) \times d + k_f} - 1, \text{ ефективна відсоткова ставка} - r_e = r_{ex} + r_d.$$

Джерело: дані Міністерства фінансів та власні розрахунки.



Як правило зовнішні державні запозичення є дешевшими, що може служити аргументом щодо надання їм пріоритету порівняно із внутрішніми запозиченнями. Аналіз вартості зовнішніх комерційних запозичень здійснених у 2005–2006 рр. вияв, що середньозважена ефективна ставка в гривні становить 6,6%. Для врахування усіх факторів, що збільшують вартість обслуговування зовнішніх позик до номінальної відсоткової ставки було включено також витрати на проведення презентацій, дисконтні знижки вартість яких уряд погашає в кінці терміну та зміну валютних курсів. Таким чином, це лише на 1% менше за середньозважену вартість внутрішніх запозичень за відповідний період (7,55%) і це при тому, що у 2006 р. спреди EMBI+ країн, що розвиваються (відповідно і вартість запозичень) знаходилися на найнижчому рівні (приблизно 150 базисних пунктів) з початку заснування цього індексу у 90-х рр.

Другою метою уряду при визначенні напрямів державних запозичень стала мінімізація ризиків. У цьому відношенні державний внутрішній борг – більш надійний та безпечний порівняно із зовнішнім боргом з огляду на валютний ризик, ризик рефінансування та інші зовнішні негативні імпульси, провідником яких є зовнішній борг, навіть незважаючи на вищу поточну вартість внутрішніх запозичень порівняно із зовнішніми<sup>4</sup>. Формування внутрішнього ринку державних цінних паперів надасть змогу знизити ризики, притаманні зовнішнім запозиченням, та нівелювати негативні наслідки, спричинені залежністю від про-циклічного руху зовнішніх капіталів. Враховуючи той факт, що українська економіка суттєвим чином залежить від цін на сировинні товари, зокрема від кон'юнктури на світовому ринку металевого прокату, що являється основною статтею її експорту, ризики негативних зовнішніх мультиплікаторів є досить високими. Ще більшої актуальності набирає ця теза, коли брати до уваги всезростаючий дефіцит енергоносіїв, на тлі найбільшої у світі енергоємності української економіки. Події 1998–1999 рр. наглядно показали всі ризики, яким піддаються країни, орієнтовані на залучення зовнішніх ресурсів, які на перший погляд видаються дешевшими. Україна напередодні кризи, маючи невеликі розміри заборгованості (на кінець 1997 р. увесь державний борг становив 31%, із нього 19% – зовнішній), лише за два роки досягла критичного рівня державного боргу 61% від ВВП і де-факто об'явила дефолт. Якщо припустити одночасне підвищення цін на енергоносії та пониження цін на метал, то зовнішня заборгованість може стати суттєвим негативним мультиплікатором, який загострить деструктивні зовнішні імпульси для вітчизняної економіки.

Тому перевагу зовнішнім запозиченням доцільно надавати за умов їх нижчої вартості із урахуванням наявних ризиків, дефіциту валюти на внутрішньому ринку, чи нестачі фінансових ресурсів загалом, що перешкоджає ефективному функціонуванню економіки. В Україні ж спостерігається протилежна ситуація: різниця у вартості запозичень становить у кращому випадку не більше 1% без урахування плати за ризики, а приплив валюти у вигляді іноземних інвестицій та запозичень приватного сектора в останні роки був досить значним. Тому за умов збереження існуючих тенденцій припливу іноземних капіталів, уряду доцільніше збільшити частку внутрішніх джерел фінансування дефіциту бюджету.

<sup>4</sup> Вартість внутрішніх запозичень все ж таки є не високою – 9,26% у 2006 р., зважаючи, що рівень інфляції сягнув 11,6%.



Однак обсяги внутрішніх запозичень обмежується можливостями внутрішнього ринку щодо їх поглинання. Хоча рівень ринкового<sup>5</sup> внутрішнього боргу відносно до ВВП та грошової маси (М3) є низькими як з огляду міжнародної практики, так і порівняно з зафіксованими в Україні історичними показниками<sup>6</sup>, що може свідчити про збільшення потенціалу внутрішнього ринку капіталів по забезпеченню потреб держави у позикових ресурсах, однак відсутність ключових інституційних інвесторів – страхових компаній та накопичувальних пенсійних фондів, не дозволяє суттєво збільшити обсяги внутрішніх запозичень, основними позичальниками уряду є Національний банк України, комерційні банки та нерезиденти.

На початок 2007 р. більш ніж 50% від усього внутрішнього боргу або 8,9 млрд грн зосереджено в активах Національного банку, що сформувався ще у 2001 р. і складається із суми реструктуризованої відповідно до ЗУ від 20.04.2000 р. № 1697-III "Про реструктуризацію заборгованості уряду перед Національним банком України" [13] заборгованості за кредитами в національній (3,4 млрд грн) та в іноземній (5,5 млрд грн) валютах. Цим законом передбачено здійснення виплат із заборгованості в національній валюті у 2010–2035 рр., а в іноземній валюті – у 2002–2009 р. Однак починаючи із 2002 р. дія положення щодо погашення цієї заборгованості призупинялася законами про державний бюджет на відповідний рік. Лише у бюджетах на 2005–2006 р. частково було передбачено здійснення виплат за цим боргом в розмірі 265,4 млн грн та 252,5 млн грн [14]. Решту внутрішнього боргу (7,3 млрд грн) становлять випущені ОВДП (табл. 3)

Таблиця 3

## Структура інвесторів ринкового внутрішнього боргу, млрд грн

	01.01.2005	01.01.2006	04.06.2007
Нерезиденти	1,8	6,0	2,2
Національний банк	6,4	0	0
Комерційні банки	2,5	3,3	3,3
банки крім Ощадбанку	0,8	1,0	-
Ощадбанк	1,6	2,2	-
Інші	0,57	0,7	0,7
Внутрішній ринковий борг, всього	11,2	10,0	6,2

Джерело: укладено за власними розрахунками на основі даних Національного банку України та фінансової звітності Ощадбанку.

Комерційні банки є одним із ключових інвесторів у державні цінні папери, оскільки останні, крім безпосередньої функції інструмента залучення коштів на фінансування дефіциту бюджету дозволяють їм проводити операції рефінансування<sup>7</sup>, а Національному банку реалізовувати грошово-кредитну політику. Традиційно найбільшими інвесторами у цінні папери, що рефінансуються, виступали великі комерційні банки, які мають надлишкову ліквідність і державні банки (табл. 4).

<sup>5</sup> Внутрішній державний борг за винятком боргу перед Національним банком України.

<sup>6</sup> Станом на кінець 2006 р. ринковий внутрішній борг становив 1,5% від ВВП та 3,2% від М3. Для порівняння: ці співвідношення у 2001 р. становили 5,1% та 23,2%, у 2004 р. – 3,3% та 8,9%.

<sup>7</sup> Крім ОВДП у складі цінних паперів, що рефінансуються НБУ відповідно до Постанови Правління НБУ від 26.09.2006 р. № 379 [16] можуть також перебувати: депозитні сертифікати, векселі суб'єктів господарювання та банків, гарантії, облигації місцевих позик, іпотечні цінні папери ДІУ, облигації підприємств, іпотечні сертифікати, заставні, застава майнових прав, майнові права.

Таблиця 4

## Показники розвитку банківської системи за 2004–2006 рр.

Банк	Вартість активів на кінець року, млн грн			Частка цінних паперів, що рефінансуються у активах, %			Частка цінних паперів, що рефінансуються до загальної їх кількості, %		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Ощадбанк	5071	9515	11590	31,8	40,1	16,3	59,6	58,9	41,5
Укрсиббанк	5680	10669	22369	1,4	0,8	1,4	3,0	1,2	6,7
Аваль	11859	19258	27773	0,0	3,9	1,1	0,0	11,6	6,6
Укрексімбанк	5296	10376	18649	3,9	2,6	2,2	7,7	4,2	9,0
Укрсоцбанк	7068	10762	17531	0,6	2,0	1,2	1,7	3,3	4,6
Приватбанк	14713	22058	33777	0,5	0,2	0,1	2,8	0,8	0,5
Всього	134347	213877	340179	2,0	3,0	1,3	100,0	100,0	100,0

Джерело: укладено на основі даних НБУ [15] за відповідні роки.

Із загальної суми цінних паперів, що рефінансуються НБУ у активах банківської системи (4,5 млрд грн) на початок 2007 р. на долю Ощадбанку припадало 41%, Укрексімбанку – 9% в Укрсиббанку та банку Аваль – майже по 7%. Через відсутність високоліквідних корпоративних цінних паперів, на даний час основну частку (85%) із цих 4,5 млрд грн становлять саме ОВДП, причому часта цих цінних паперів у структурі активів комерційних банків<sup>8</sup> коливалася від 0,8 до 1%. Лише у 2005 р. збільшилась до 1,3% внаслідок емісії Національним банком депозитних сертифікатів на суму 2,4 млрд грн з метою вилучення надлишкової грошової маси. У майбутньому додатковим фактором підвищення попиту комерційних банків на ОВДП буде збільшення потреби у високоліквідних еталонних цінних паперах, зважаючи на наміри Національного банку у недалекому майбутньому перейти до політики таргетування інфляції, де основним інструментом регулювання грошового ринку виступають державні цінні папери, тому логічним буде припустити, щодо підвищення попиту на дані цінні папери до 1,3% вартості активів банківської системи. Враховуючи тенденції зростання банківських активів у минулих роках, приріст активів у 2007–2011 рр. становитиме щонайменше 25–35%. У результаті вартість активів банківської системи у 2007–2011 рр. становитиме відповідно від 459 млрд грн, до 1,2 трлн грн. Отже, в результаті збільшення активів банківської системи та потреби у високоліквідних цінних паперах, комерційні банки тільки з метою рефінансування зможуть поглинути у 2007–2011 рр. від 6 млрд грн до 15 млрд грн (див. табл. 4).

Ключову роль у фінансуванні дефіциту державного бюджету має посідати державний Ощадбанк як пасивний інвестор (який не ставить за мету придбання цінних паперів рефінансування чи спекуляції). Він без ускладнень для себе до 30% від власних активів, які на кінець 2006 р. становили 11,6 млрд грн зможе інвестувати у державні цінні папери. Якщо навіть припустити, що темп зростання активів Ощадбанку зростатиме в два рази пові-

<sup>8</sup> Без урахування Ощадбанку.



льніше за відповідний темп зростання банківської системи в цілому, то, тим не менше, його активи коливатимуться від 13,6 млрд грн у 2007 р., до 22 млрд грн у 2011 р., з яких у державні цінні папери він зможе інвестувати від 4,1 млрд грн у 2007 р. до 6,7 млрд грн у 2011 р. (див. табл. 4).

Потенційним інвестором в ОВДП відповідно до діючого законодавства є Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. Він має право розміщувати свої активи виключно в державні облігації та на депозитних рахунках в Національному банку. Однак через відсутність нормативно – правового забезпечення, та й потреби у тому, щоб Національний банк продавав свої депозитні сертифікати<sup>9</sup> ФГВФО, останній фактично інвестував тільки в державні облігації. Станом на листопад місяць 2006 р. активи фонду досягли 853 млн грн [17]. Припускаючи, що депозити фізичних осіб зростатимуть такими ж темпами, як і активи банківської системи, можна припустити, що вартість активів фонду зросте від 1,2 млрд грн у 2007 р. до 2,7 млрд грн. у 2011 р. Тому ФГВФО без значних труднощів зможе інвестувати у ОВДП половину своїх активів або від 0,6 млрд грн у 2007 р. до 1,4 млрд грн у 2011 р. (табл. 5).

Таблиця 5

**Потенційні внутрішні інвестори на ринку ОВДП  
та строкова структура державного внутрішнього боргу**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Потенційні можливості внутрішніх інвесторів інвестувати у ДЦП, млрд грн</b>					
Банківська система,	9,9	12,3	14,8	17,8	21,6
у тому числі					
Ощадбанк	4,1	4,7	5,3	5,9	6,7
Комерційні банки	5,8	7,6	9,5	11,9	14,9
ФГВФО	0,6	0,8	1,0	1,2	1,5
Страхові компанії та недержавні накопичувальні пенсійні фонди	0	2,2	3,8	5,8	8,3
Державний накопичувальний пенсійний фонд			1,5	2,6	4,4
<i>Всього внутрішнього боргу:</i>	10,9	15,8	21,7	28,3	36,9
<b>Тривалість обігу внутрішнього боргу, роки</b>					
Банківська система,	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
у тому числі					
Ощадбанк	3,0	3,0	3,0	3,0	3
Комерційні банки	1,0	1,0	1,0	1,0	1
ФГВФО	2,0	2,0	2,0	2,0	2
Страхові компанії та недержавні накопичувальні пенсійні фонди	3,0	4,0	5,0	6,0	6
Державний накопичувальний пенсійний фонд	0	0	7,0	7,0	7,0
<i>Середня тривалість обігу:</i>	1,8	2,1	2,6	3,0	3,2

Джерело: складено за власними розрахунками.

Відповідно до світової практики недержавні та державні накопичувальні пенсійні фонди, страхові компанії є найважливішими інституційними інвесторами в державні цінні папери. Однак даний клас інвесторів в Україні практично відсутній на ринку. Причина полягає у незначному розмірі акти-

<sup>9</sup> Депозитні сертифікати використовуються для того, щоб регулювати ліквідність банків, а не з метою інвестування в них ФГВФО.



вів, якими володіють ці фінансові інститути, а також від'ємна дохідність ОВДП. Зокрема активи недержавних пенсійних фондів станом на жовтень 2006 р. становили 118 млн грн, страхових компаній – 16 403 млн грн [18]. Хоча страхові компанії на даний час уже наростили досить потужні розміри активів, однак частка державних цінних паперів у їх інвестиційному портфелі, є незначною і становить 0,8%, або 133 млн грн. Натомість у більшості країн світу накопичувальні пенсійні фонди та страхові компанії є традиційними інвесторами, на які покладається основне завдання забезпечення уряду довгостроковими фінансовими ресурсами. Зокрема частка державних цінних паперів в активах пенсійних фондів країн Латинської Америки коливається в межах 60%, в 2001 р. у Великобританії – 63, Польщі – 68, Казахстані – 57% [див. 11].

Подібна ситуація практикується і щодо інвестицій страхових компаній, наприклад, у США в 2001 р. ДЦП становили 18% їх активів. Тому першочерговим завданням для уряду повинне стати налагодження роботи цих структур в Україні відповідно до їх призначення, припинення практики використання страхових компаній з метою оптимізації оподаткування, в тому числі і шляхом законодавчого зобов'язання даного класу інвесторів щодо мінімальної частки ОВДП в їх активах, як це мало місце у ряді країн. Зрозуміло, що обов'язкове інвестування в ОВДП пригальмує швидке зростання активів страхових компаній, яке в останні роки було зумовлене в основному використанням схем ухилення від сплати податків, однак такий крок забезпечить: збільшення частки активів страхових компаній, які не займаються псевдострахованням, зменшення ризиків страхових компаній, збільшення кола інвесторів в ОВДП. Цей захід не доцільно запроваджувати за умови від'ємної доходності ДЦП, що може суттєво розвитку цього класу інвесторів. Тому підвищення рівня доходності за ОВДП до 1–1,5% понад рівень інфляції дозволить збільшити частку ДЦП у структурі інвестиційного портфелю від 10% у 2008 р. із щорічним збільшенням на 5% аж до 25% у 2011 р. Якщо припустити, що сукупні номінальні активи цих структур зростатимуть щорічно на 15%, то у 2011 р. вони зможуть інвестувати в ОВДП близько 8 млрд грн (табл. 6).

Таблиця 6

**Пропозиції щодо обсягів та структури державних запозичень на 2008–2011 рр.\***

Ряд	Макроекономічні показники	Закон про державний бюджет	Пропозиції				
		2007	2008	2009	2010	2011	
1	Загальні платежі з погашення основної суми державного боргу з врахуванням запозичень у 2007–2011 рр. (р.4 + р.7)	6531	7821	21670	18986	23952	
2	у тому числі: зовнішнього		3094	10736	7542	10733	
3	внутрішнього		4727	10934	11444	13219	
4	Планові платежі щодо погашення основної суми боргу згідно з діючими на початок 2007 р. борговими угодами	6531	4839	13188	4880	6220	



Продовження табл. 6

Ряд	Макроекономічні показники	Закон про державний бюджет	Пропозиції				
		2007	2008	2009	2010	2011	
5	у тому числі: зовнішнього	4135	2236	9217	3930	5168	
6	внутрішнього	2397	2603	3971	950	1052	
7	Платежі з погашення основної суми державного за новими запозиченнями у 2007–2010 рр.		2982	8482	14106	17732	
8	у тому числі: зовнішнього		858	1519	3612	5565	
9	внутрішнього		2124	6963	10494	12167	
10	Валові запозичення (р.1+р.13)	11628	16961	35453	35425	43453	
11	у тому числі: зовнішні	7798	6014	19027	17748	21557	
12	внутрішні	3830	10947	16427	17677	21896	
13	Чисті боргові запозичення, (2%*р.22 – р. 23 )	4977	9140	13783	16439	19501	
14	у тому числі: зовнішні (р.13 – р.15)	3647	3695	8757	10949	11953	
15	внутрішні (р.18 відповідного року – р.18 минулого року)	1330	5445	5026	5490	7549	
16	Державний борг	88493	99102	112760	129775	149959	
17	Зовнішній	70555	75719	84351	95876	108511	
18	Внутрішній	17938	23383	28409	33899	41447	
19	внутрішній ринковий	9281	15231	21014	27394	35794	
20	борг перед НБУ	8657	8152	7395	6505	5653	
<b>Довідково:</b>							
22	ВВП	631357	752743	867913	1000703	1153811	
23	Приватизаційні надходження	6567	5915	3575	3575	3575	
24	Валютний курс гривні до долара США	5,08	5,16	5,12	5,12	5,12	
27	Державний борг (р.16 / р. 28), %	14,0	13,2	13,0	13,0	13,0	
28	у тому числі: зовнішній	11,2	10,1	9,7	9,6	9,4	
29	внутрішній	2,8	3,1	3,3	3,4	3,6	
30	внутрішній ринковий	1,5	2,0	2,4	2,7	3,1	
31	борг перед НБУ	1,4	1,1	0,9	0,7	0,5	
32	Частка внутрішнього боргу у структурі всього боргу, %	20,3	23,6	25,2	26,1	27,6	

\* Дані щодо планових платежів з погашення основної суми боргу згідно з діючими на початок 2007 р. борговими угодами Міністерства фінансів України, прогноз ВВП, обсягу приватизаційних надходжень та валютного курсу [див. 8].

Джерело: за власними розрахунками автора.

Іншим не менш важливим інституційним інвестором у не далекому майбутньому може стати державний пенсійний накопичувальний фонд, внески до якого згідно з проектом ЗУ "Про запровадження накопичувальної сис-



теми загальнообов'язкового державного пенсійного страхування" плануються запровадити вже у 2009 р. в розмірі 2% від фонду заробітної плати, що буде становити до 3 млрд грн з подальшим збільшенням на 1% щорічно аж до 7% у 2014 р. [19]. Зважаючи на те, що згідно з міжнародною практикою активи пенсійних фондів інвестуються, насамперед, у цінні папери із найменшим ризиком, та відсутністю в достатній кількості їх пропозиції з боку приватного сектора, логічним буде, якщо не менше 50% активів державного накопичувального фонду буде інвестовано у ДЦП.

Нерезиденти – цей клас інвесторів у минулому переслідував здебільшого спекулятивні цілі. Так, за даними Рахункової Палати, перед ревальвацією гривні нерезиденти у 2005 р. викупили до 55% від обсягу емісії ОВДП. Проводячи прозору та виважену політику у валютній, грошово-кредитній та бюджетній сферах, на ринок ОВДП можна залучати також нерезидентів, що є звичним явищем для розвинених країн. Малоімовірно, що нерезидентів привабить не спекулятивний дохід від ОВДП, бо реальна доходність у валюті зменшиться до 5%<sup>10</sup> у валюті, якщо брати до уваги валютні ризики та спекулятивний рейтинг вітчизняних державних облігацій.

У цілому такий склад інвесторів відповідає міжнародній практиці (крім Національного банку), однак передумовою збільшення внутрішніх запозичень має стати формування накопичувальної пенсійної та страхової системи, яка б забезпечувала уряд довгостроковими фінансовими ресурсами на 5–7 років. Натомість Ощадбанку було б доцільно залучити до інвестування у середньострокові ОВДП від 2 до 4 років. Для забезпечення НБУ інструментами, які б він міг використовувати для операцій на внутрішньому ринку, а також для заповнення вільного сегмента високоліквідних цінних паперів на фінансовому ринку необхідно відновити випуск короткострокових ОВДП терміном в 1 рік. Зважаючи на важливу роль цих цінних паперів у регулюванні ліквідності фінансових ринків, у більшості європейських країн короткострокові цінні папери становлять досить суттєву частку. Так, у 2004 р. в Чехії їх частка сягнула 13,5% усього боргу, Угорщині – 17,7%, Польщі – 14,3%, аж до 27,4% – у Швеції [див. 13]. Крім виконання функції фінансування дефіциту бюджету, короткострокові ДЦП також виконують роль еталонних високоліквідних інструментів, які уможливають функціонування вітчизняного фінансового ринку. Формування відповідної строкової структури внутрішнього ринкового боргу дозволить збільшити тривалість його обігу до 3,4 роки у 2011 р. (див. табл. 3).

Подовження середньозваженого терміну обігу державного боргу в цілому пропонується забезпечити шляхом більшого терміну обігу зовнішніх запозичень. Здійснення зовнішніх запозичень на термін 8–9 років дозволить мінімізувати ризики рефінансування зовнішнього боргу та подовжити середній термін погашення державного боргу до 6–7 років.

Потребує корекції також структура зовнішніх запозичень, оскільки протягом останніх років не виправдано применшена роль відводилась кредитам від міжнародних фінансових організацій, зводячи зміст двосторонніх відносин до консультативно-дорадчих. Так, якщо у 2001 р. на кредити від Міжнародних фінансових організацій припадало 41% усіх державних запози-

<sup>10</sup> 9% (очікувана доходність ОВДП у гривні) – 1,3% (утрати від зниження курсу гривні щодо долара США(5,05–5,12)/5,05) – 2,5% (середній показник інфляції у США) = 5,2%



чень, то у наступних роках їх частка суттєво зменшилася – у 2002 р. – 3,4%, 2003 – 8,3, 2004 р. – 3,4%. Частково таке зменшення кредитів від МФО може пояснюватись завершенням роботи МВФ щодо підтримки НБУ із виконанням та впровадженням грошової реформи, однак згорання роботи таких організацій, як Світовий банк, МФК, МБРР видається передчасним. Лише у 2005 р. запозичення від МФО знову зросли до 3,22 млрд дол. Разом з тим МФО, зокрема Світовий банк, готові і надалі співпрацювати із урядом України у формі надання технічної допомоги щодо підвищення конкурентоспроможності економіки та ефективності державного сектору, вирішення соціальних завдань та інше. Так, у рамках проекту "Друга Позика на політику розвитку" тільки Світовий банк у 2007 р. готовий надати позику в розмірі 500 млн дол. Тому у 2008–2011 рр. пропонується продовжити реальну співпрацю з МФО, що надасть змогу уряду запозичити щонайменше 2,5–3,5 млрд грн щорічно на значно вигідніших умовах, ніж випуск ОЗДП. У підсумку, це надасть змогу збільшити частку боргу перед МФО у формі кредитів до 24% у структурі державного боргу.

Отже, в результаті дослідження, можна зробити такі висновки:

Існує ряд об'єктивних факторів, які зменшують доцільність використання значних розмірів дефіциту бюджету з метою додаткового стимулювання економіки. Серед них: високі темпи зростання вітчизняної економіки, двозначний рівень інфляції, низький показник коефіцієнту обслуговування державного боргу. З іншого боку, дефіцитне фінансування економіки надасть змогу реалізувати стратегію щодо інноваційно-інвестиційної моделі розвитку вітчизняної економіки, шляхом збільшення розміру державних інвестицій в основний капітал та в розвиток інфраструктури. Враховуючи зазначене вище вважаємо, що значення дефіциту державного бюджету на рівні 2% буде оптимальним і таким, що не викликатиме побічних негативних ефектів.

Аналіз вартості державних запозичень виявив, що різниця між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями є незначною, натомість ризики та інші негативні ефекти (висока інфляція) нівелюють перевагу від використання зовнішніх запозичень. Дослідження інвесторів внутрішнього ринку позикових капіталів засвідчило, що його потенціал є недооціненим, більше того, його розвиток гальмується через відсутність високоліквідних державних облігацій у достатніх обсягах. Зокрема, Національний банк використовує внутрішній державний борг як один із каналів грошової емісії та регулювання ліквідності. Для комерційних банків державні цінні папери є ключовим інструментом операцій рефінансування, а для страхових та пенсійних фондів – без ризиковим об'єктом акумуляції пенсійних і страхових внесків. Зважаючи на це, у 2008–2011 рр. вважається за доцільне збільшити частку внутрішніх позикових джерел до 40–65% від чистих державних запозичень, проти запланованих на 2007 рік 27%.

Здійснення державних запозичень у запропонованих обсягах та структурі приведе до стабілізації державного боргу на рівні 13% від ВВП, при цьому внутрішній державний борг зросте до 3,6% від ВВП, а зовнішній зменшиться до 9,4%. Це посилить довіру інвесторів до бюджетної політики уряду, підвищить рейтинг державних облігацій до інвестиційного рівня та зменшить вартість внутрішніх і зовнішніх запозичень.

Перспективними напрямками досліджень, які зачіпаються в даній статті, однак виходять за її тематичні рамки, є аналіз макроекономічного впливу



внутрішніх та зовнішніх державних запозичень на обсяг виробництва в розрізі його структурних компонентів.

### **Література**

1. Вахненко Т. Перспективні напрями політики державних запозичень в Україні // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 5. – С. 100.
2. Корнєєв В. Нові підходи до формування державної боргової політики // Наукові праці НДФІ. – 2003. – № 3. – С. 104–112.
3. Шаповалов О. Депозитні сертифікати національного банку України та державні облигації // Фінанси України. – 2005. – № 1.
4. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 11. – С. 4–9.
5. Барановський О. Чинники формування безпечного рівня державних запозичень // Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: В 6 т. – К.: НДФІ, 2004. – Т. 6: Підвищення ефективності боргової політики держави. – С. 320.
6. Соболев Б. Особливості та пріоритети боргової політики України / А.Гальчинський та ін. – К.: НІСД, 2004. – С. 63.
7. [http://minfin.gov.ua/file/link/59447/file/DBorg\\_31\\_12\\_05.pdf](http://minfin.gov.ua/file/link/59447/file/DBorg_31_12_05.pdf)
8. Консенсус-прогноз. – 2007. – Вип. 14. – [http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=97702&cat\\_id=73499](http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=97702&cat_id=73499)
9. Перспективы развития мировой экономики. Финансовые системы и экономические циклы. – 2006 г. (сентябрь). – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/rus/sumr.pdf>
10. Statistics in Focus, Economy and Finance, 9/2006, Structure of government debt in Europe. – [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-NJ-06-009/EN/KS-NJ-06-009-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-NJ-06-009/EN/KS-NJ-06-009-EN.PDF)
11. Створення фіскального простору для економічного зростання. Огляд державних фінансів. 14 вересня 2006 р. – [http://siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/Resources/328335-1158937917927/Ukrainian\\_UkrainePFRFinal.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/Resources/328335-1158937917927/Ukrainian_UkrainePFRFinal.pdf)
12. Інформаційне повідомлення Ради директорів МВФ для громадськості № 07/5 від 22 січня 2007 р. – <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2007/ukr/pn0705u.pdf>
13. Закон України від 20.04.2000 р. № 1697-III "Про реструктуризацію заборгованості уряду перед Національним Банком України". - <http://Zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/links/main.gi>
14. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 5. / В.І.Міщенко, О.П.Жак, Д.С.Попов та ін.; Національний банк України. Центр наукових досліджень – К., 2006. – 115 с.
15. Структура активів банків України за станом на 01.01. відповідного року // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 3; 2006. – № 3; 2007. – № 3.
16. Постанова Правління Національного Банку України від 26.09.2006 . № 378 "Про затвердження Положення про регулювання Національним Банком України ліквідності банків України". – <http://www.gov.ua/cgi-bin/links/main.gi>
17. Григоренко Н. За два кроки від мільярда. Дзеркало тижня. – 2006. – № 43.
18. Інформація про стан і розвиток страхової системи та недержавного пенсійного забезпечення. – <http://www.dfp.gov.ua/730.html>
19. Пояснювальна записка до проекту Закону України від 29.12.2006 р. № 2854 "Про запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування та внесення змін до деяких законодавчих актів України".