УДК 336. 276

DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2019-3-53>**Білявська А.Ю.**аспірантка кафедри фінансів
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана**Biliavska Alina**

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

**ОСНОВНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ПОЛІТИКИ
ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ****THE MAIN DIRECTIONS OF DEVELOPMENT AND IMPROVEMENT
OF THE POLICY OF INTERNAL STATE BORROWING OF UKRAINE**

У статті проведено дослідження сучасного ринку здійснення державних запозичень та проаналізовано інституційне забезпечення управління ними. Визначено особливості державних запозичень в Україні. Виходячи із цього, можемо сказати, що сьогодні економічна ситуація характеризується нестабільністю, нарощенням кредитних зобов'язань, проблемами соціально-економічного характеру, низьким рівнем боргової безпеки, застоєм у перспективних галузях промисловості тощо. Загальний обсяг державного боргу України перебуває нині на значному рівні, а темпи його зростання виглядають загрозливими. З огляду на таку ситуацію, що склалася в Україні за останні роки у зв'язку із залежністю від зовнішнього кредитування та перспективами довгих років повернення отриманих коштів, питання вдосконалення управління політикою внутрішніх державних запозичень є актуальним і надзвичайно важливим. Проведений аналіз ринку державних цінних паперів дав змогу визначити напрями підвищення ефективності державних запозичень як важливого інструмента фінансової політики.

Ключові слова: державний кредит, дефіцит бюджету, державні запозичення, фінансування державних витрат, заощадження, державні інвестиції, ринок державних цінних паперів.

В статье проведено исследование современного рынка осуществления государственных займов и проанализированы институты обеспечения управления ими. Определены особенности государственных заимствований в Украине. Исходя из этого, можем сказать, сегодня экономическая ситуация характеризуется нестабильностью, наращиванием кредитных обязательств, проблемами социально-экономического характера, низким уровнем долговой безопасности, застоєм в перспективных отраслях промышленности и тому подобное. Общий объем государственного долга Украины находится сейчас на значительном уровне, а темпы его роста выглядят угрожающими. Учитывая такую ситуацию, которая сложилась в Украине за последние годы в связи с зависимостью от внешнего кредитования и перспективою долгих лет возврата полученных средств, вопрос совершенствования управления политики внутренних государственных заимствований является актуальным и чрезвычайно важным. Проведенный анализ рынка государственных ценных бумаг позволил определить направления повышения эффективности государственных заимствований как важного инструмента финансовой политики.

Ключевые слова: государственный кредит, дефицит бюджета, государственные заимствования, финансирование государственных расходов, сбережения, государственные инвестиции, рынок государственных ценных бумаг.

At the beginning of the XXI century. For Ukraine, the development and increase of the efficiency of the domestic state borrowing market remains topical. Given the general downturn in the country's economy (falling of the gross domestic product, which we know is the basis of the financial support of the state, increase of the share of defense expenditures, etc.), government borrowing is an integral part of the state financial policy. The following factors have had a major impact on the current state of Ukraine's economy: annexation of the Crimea, military conflict in the eastern part of the country. The combination of these factors negatively affected the economic and social indicators of Ukraine's development. Therefore, the issue of covering the budget deficit at this stage of development is one

of the priorities. The article analyzes the current market for the implementation of state borrowing and analyzes the institutional support for managing them. The features of state borrowing in Ukraine are determined. The analysis of the government securities market made it possible to determine the directions of increasing the efficiency of government borrowing as an important tool of financial policy. To reduce the negative impact of state borrowing is necessary by increasing the efficiency of their use in the processes of development of the national economy. Thus, the effectiveness of government borrowing will increase in the real sector of the economy, since the attraction of financial resources in the form of targeted lending or investing in the process of implementing investment potential in the areas of material production and transport, information technology will increase budget revenues, increase investment attractiveness of enterprises, reduce financial threats. It is worthwhile to carry out medium-term planning of state borrowing taking into account the development trends of the national and world economy. Consequently, it is necessary to continue the study of the use of state borrowing and ways to increase their efficiency, taking into account the processes of reform and development of the national economy of Ukraine.

Key words: state credit, budget deficit, state borrowing, financing of state expenditures, savings, state investments, government securities market.

Постановка проблеми. На початку ХХІ ст. для України актуальними залишаються розвиток та підвищення ефективності ринку внутрішніх державних запозичень. Економічна ситуація, яка склалася на даному етапі розвитку, потребує додаткового залучення фінансових ресурсів. На нинішній стан економіки України мали великий вплив такі чинники, як анексія Криму, військовий конфлікт на сході країни. Сукупність цих чинників негативно вплинула на економічні та соціальні показники розвитку України, тому питання покриття бюджетного дефіциту на даному етапі розвитку є одним із першочергових. Досягнення фінансової стабілізації передбачає покриття державного дефіциту за рахунок неемісійних джерел фінансування через подальший розвиток внутрішніх державних запозичень, що, своєю чергою, допоможе скоротити обсяги зовнішніх запозичень, цим самим зменшивши валютне навантаження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання внутрішніх державних запозичень та управління державним боргом є досить поширеними у працях вітчизняних учених, їх досліджували І. Лютий, В.П. Задорожний, О.С. Лондар, О.П. Макара, Н.М. Ухналь, Р. Рак та ін. Проте більшість дослідників розглядає лише загальні проблеми накопичення державного боргу, його економічні наслідки та загрози, що виникають унаслідок відсутності скоординованої та раціональної боргової політики держави. Невирішеними залишаються проблеми оптимізації боргового фінансування бюджетних видатків та розроблення пропозицій з мінімізації негативних наслідків державних запозичень.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою дослідження є аналіз сучасного стану ринку внутрішніх державних запозичень в умовах посткризової економіки та військового конфлікту, що, своєю чергою, дасть змогу обґрунтувати рекомендації щодо поліп-

шення в Україні практики внутрішніх державних запозичень.

Виклад основного матеріалу дослідження. Державні запозичення є одним із найпоширеніших засобів акумуляції грошових ресурсів, необхідних для розв'язання загальнодержавних проблем, зокрема для збалансування державного бюджету. Під час запозичення коштів уряд, як і будь-який інший позичальник, повинен урахувати свої можливості щодо погашення боргу та його обслуговування, оскільки надмірні запозичення та нераціональне використання запозичених коштів можуть призвести до важкого боргового тягаря, а отже, до істотного ускладнення проведення соціально-економічної і фінансової політики.

Видатки держави постійно зростають, і в демократичних суспільствах цей процес є постійним, особливо в період соціального потрясіння, під час якого використовуються такі методи фінансування, які раніше вважалися неприйнятними. Позики стали альтернативним методом покриття видатків, оскільки податкових надходжень завжди не вистачає для покриття бюджетних видатків. Необхідно лише враховувати особливості позичкових фінансів. Принципи повернення, строковості та платності вимагають установлення оптимальних розмірів та ефективного використання залучених коштів.

Однією з проблем політики управління внутрішніми державними запозиченнями є відсутність використання та врахування ринкових принципів формування цін на ОВДП. Це не сприяє формуванню системи цінкових орієнтирів у результаті випуску облігацій у національній валюті. Використання неринкових підходів є типовою практикою під час здійснення внутрішніх позик через ОВДП. Наприклад, річні ОВДП розміщуються під 9% за умови, що однорічна позика надається на фінансовому ринку під 11%. Це сприяє скороченню витрат

на обслуговування ОВДП, проте не забезпечує ефективного регулювання фінансового ринку, розвиток вторинного ринку та «консервацію» цінних паперів у НБУ [1].

Оптимізація державного боргу, відповідно до міжнародної практики, передбачає зростання частки внутрішніх запозичень у загальній структурі державного боргу, тому політика управління внутрішніми запозиченнями та борговий менеджмент повинні бути спрямовані на залучення внутрішніх фінансових ресурсів, що сприятиме послабленню боргових ризиків. Сьогодні в Україні політика збільшення частки внутрішніх позик носить безсистемний характер, який зумовлюється здебільшого невиконанням плану щодо залучення зовнішніх запозичень (неотриманням траншів від МВФ).

Для забезпечення оптимальної структури зовнішніх та внутрішніх позик доцільно здійснювати порівняння вартості запозичень, урахувати макроекономічний ефект відповідного типу фінансування дефіциту бюджету. В Україні співвідношення зовнішніх та внутрішніх позик мінливе саме через неефективність політики управління запозиченнями, зміною вартості позик та курсові чинники, тому політика управління передбачає дотримання зобов'язань НБУ щодо цінової стабільності, узгодження фіскальної та монетарної політики, що спрямована на досягнення інфляційних цілей. Це не лише забезпечить скорочення вартості внутрішніх позик, обсягів зовнішніх позик та їх вартості, а й макроекономічну стабільність та економічне зростання [2].

Політика розвитку внутрішніх державних запозичень повинна передбачати заходи поступового продовження строків обігу ринкових випусків ОВДП разом зі зниженням рівня інфляції до середньострокового цільового діапазону. Одними з основних напрямів політики також є спрощення доступу інвесторів до ринку внутрішніх позик, активізація інформаційної та роз'яснювальної роботи серед фізичних осіб із метою популяризації та залучення фінансових ресурсів економічних агентів для оптимізації структури внутрішніх позик – від превалювання банків як основних суб'єктів придбання ОВДП до поступового включення фізичних осіб та інвесторів.

Останнє повинно передбачати розроблення програми здійснення випуску ОВДП та їх публікацію на офіційних сайтах емітентів, ведення випуску ОВДП на рахунку спеціального фонду державного бюджету, кошти якого будуть спрямовані на реалізацію проектів розвитку економіки, соціальних та інвестиційних проектів.

Варто відзначити, що НБУ та МФУ було використано репрофайлінг державних запозичень

для забезпечення полегшення навантаження на державний бюджет за рахунок обслуговування ОВДП та зміни строків погашення. Крім того, цей метод сприяє формуванню виваженої політики управління внутрішніми запозиченнями, зокрема фіскальної політики МФУ, яка повинна відповідати монетарній політиці НБУ щодо стабільної та низької інфляції за режиму інфляційного таргетування [3].

Репрофайлінг дає змогу конвертувати ОВДП у довгострокові облігації в національній валюті з урахуванням дохідності відповідно рівню інфляції та різних строків погашення. Це забезпечує рівномірність погашень зобов'язань, оптимізуючи структуру портфеля ОВДП. Використання зазначених методів дасть змогу мінімізувати витрати на обслуговування державних запозичень без отримання нових позик.

Під час розміщення облігаційних позик перевага повинна надаватися довгостроковим запозиченням у національній валюті, які проводяться на внутрішньому ринку. Крім того, потребує розвитку ринок муніципальних запозичень під державні гарантії, відповідальність за які повинна бути покладена на органи місцевого самоврядування у рамках делегованих їм повноважень [4].

Проведення політики управління внутрішніми запозиченнями повинне спрямовуватися на мінімізацію обсягів зовнішніх комерційних позик, які відзначаються високою мінливістю, та встановлення цільових показників, зокрема щодо частки довгострокової заборгованості у національній валюті на рівні 65–75% у довгостроковому періоді.

Внутрішні запозичення повинні стати ефективним інструментом управління інвестиційною політикою, що сьогодні впливає на інвестиційні процеси в країнах ЄС. Спрямування коштів, залучених у результаті випуску державних цінних паперів, на інноваційно-інвестиційні цілі може здійснюватися на фінансування новітніх пріоритетних проектів, що, своєю чергою, сприятиме забезпеченню економічного зростання держави. Державні цінні папери повинні виступати привабливим інвестиційним інструментом, який дає можливість приватним інвесторам тримати кошти в низькоризикових і високоліквідних активах, які приносять стабільний дохід, а інституційним інвесторам – збалансовувати свої портфелі [5].

Система управління внутрішніми запозиченнями повинна включати три рівні:

- центральний уряд (наприклад, на рівні Міністерства фінансів України в межах бюджетної політики, на рівні Національного банку, Державної фіскальної служби);

- органи державної влади;
- органи місцевого самоврядування.

Доцільно забезпечити збалансування структури внутрішніх позик відповідно до рівнів управління: відповідно до досвіду ЄС, близько 35–50% припадає саме на місцеві позики органів місцевого самоврядування. Тому під час розроблення середньострокової стратегії управління внутрішніми запозиченнями потрібно встановити цільові показники структури саме в межах таких значень.

Управління внутрішніми запозиченнями на рівні органів місцевого самоврядування має включати залучення нефінансових резидентів (домашніх господарств, некомерційних установ, що обслуговують домашні господарства, і нефінансових корпорацій), фінансових резидентів (фінансової корпорації), нерезидентів (решта). Шляхом публікації звітів про графік випуску ОВДП, вартості позик, структури внутрішніх позик, процентної ставки за позиками (дохідність планова) можна забезпечити зростання рівня довіри всіх суб'єктів ринку [6].

Доцільно використати досвід країн ЄС у таких напрямках політики управління:

- зниження ризиків щодо зміни процентних ставок через зменшення частки боргових цінних паперів із плаваючою процентною ставкою;
- встановлення верхньої межі державного боргу в розмірі 50% боргу від ВВП;
- використання похідних фінансових інструментів хеджування (процентні та валютні свопи, опціони);
- розроблення довгострокової стратегії здійснення державних запозичень, використовуючи різноманітний набір боргових інструментів та методів залучення;
- розроблення цільових показників структури внутрішніх позик у межах довгострокової стратегії здійснення запозичень.

У межах управління розвитком ринку внутрішніх запозичень доцільно впровадити новий вид цінних паперів – інфраструктурні облігації, управління якими покласти на органи місцевого самоврядування, що дасть змогу спрямувати кошти на реалізацію конкретних заходів на регіональному рівні та підвищити рівень довіри резидентів, забезпечуючи, таким чином, розвиток інвестиційної привабливості. Інфраструктурні облігації повинні стати одним із вагомих інструментів фінансування важливих суспільних потреб, таких як розвиток систем електропостачання, водопостачання та водовідведення, транспортних мереж, будівництво житла, закладів освіти, охорони здоров'я, культури, спорту тощо.

Інші види муніципальних позик із метою диверсифікації можуть включати угоди оренди,

лізингу обладнання та майна, податкові позики тощо. У законодавстві практично всіх зарубіжних країн міститься вимога щодо спрямування запозичених фінансових ресурсів виключно на інвестиції, тому на законодавчому рівні це повинно бути передбачено в рамках розробленої стратегії розвитку ринку внутрішніх запозичень.

Використання практики країн ЄС також може передбачати класифікацію муніципальних облігацій залежно від забезпечення, під яке вони випускаються. Ефективними можуть бути два основних типи облігацій місцевих органів влади: забезпеченням першого є податки, що збираються на відповідній території, або прибуткові облігації (revenue bonds), забезпечені майбутніми платами за послуги, що надаватимуться завдяки реалізації проєктів, профінансованих випуском облігаційної позики.

Необхідно створити прозорі умови, сформувати незмінні правила та не відхилятися від них, заздалегідь оголошувати графік розміщення з обсягами випуску ОВДП. Окрім того, управління боргом включає цілу низку важливих рішень щодо типу цінних паперів, їх розподілу за строками обігу, валютою випуску, видом відсоткової ставки та ін.

Система управління внутрішніми запозиченнями являє собою сукупність інструментів та методів мобілізації грошових коштів на внутрішньому ринку для реалізації пріоритетних напрямів державної боргової політики. У роботі Г.О. Дорошенко запропоновано виділяти правову, інституційну та технологічні підсистеми управління [7]. Відповідні підсистеми слугують основою для виділення відповідних напрямів політики управління політикою внутрішніх запозичень.

На макроекономічному рівні управління внутрішніми запозиченнями являють собою інструмент управління формуванням, розподілом національних доходів для уникнення протиріч між соціально-економічними потребами населення, тому управління ними в контексті ефективності державного регулювання передбачає вплив на сукупні витрати через використання інструментів податкової та бюджетної політики. Отже, ефективність управління внутрішніми запозиченнями залежить від режиму курсоутворення та регулювання, інструментів монетарної політики щодо цінової стабільності. Останні дають змогу забезпечити ефективність механізму внутрішніх запозичень в Україні, що проявляється в оптимізації структури внутрішнього боргу відповідно до потреб держави з мінімізацією вразливості фінансової системи до чинників соціально-економічних криз.

У контексті управління внутрішніми державними запозиченнями (зокрема, муніци-

пальними облігаціями) доцільно здійснювати розвиток механізмів державно-приватного партнерства та венчурного фінансування для скорочення «ефектів» витіснення інвестицій, здешевлення вартості позик (формування «вигідних» цін).

Окремим напрямом управління також виступає своєчасне та повне виконання зобов'язань для уникнення дефолтів (зокрема, на рівні органів місцевого самоврядування) та позиціонування держави як надійного позичальника на внутрішньому ринку, забезпечення ліквідності ринку, формування прозорого середовища та дієвих інструментів хеджування ризиків.

Висновки з даного дослідження. Основними напрямками розвитку та вдосконалення

політики внутрішніх державних запозичень в Україні є управління на трьох рівнях: центральному, рівні органів державної влади та органів місцевого самоврядування. Крім того, управління повинно реалізовуватися за часовою та валютною структурами запозичень, інструментами та методами, а окремим важливим напрямом є управління під час фінансових криз та економічного спаду. Цілями політики управління в межах стратегії розвитку внутрішнього ринку запозичень повинні стати диверсифікація інвесторів та інструментів, активні публікації щодо поточного стану та майбутніх графіків випуску цінних паперів, оптимізація витрат, зростання рівня ліквідності ринку.

Список використаних джерел:

1. Лютий І., Куришук К. Механізм внутрішніх державних запозичень України. *Світ фінансів*. 2016. Вип. 1. С. 27–36.
2. Задорожний В.П. Удосконалення механізму управління державним боргом України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 23. С. 23–26.
3. Тимошенко Н.М. Ринок державних цінних паперів у системі управління дефіцитом бюджету. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2016. № 20. С. 93–96.
4. Рак Р. Регулювання ринку державних цінних паперів у розвинутих країнах. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2007. № 92. С. 24–27.
5. Лондар О.С. Вдосконалення системи управління борговою сферою України в процесі інтеграції в ЄС. *Наукові праці НДФІ*. 2015. Вип. 2. С. 57–69. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npdfi_2015_2_6
6. Макар О.П., Ільницька-Гикавчук Г.Я., Дулін І.С. Світовий досвід управління державним боргом та перспективи його застосування в Україні. *Ефективна економіка*. 2013. № 10. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&HYPERLINK=http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2435>
7. Ухналь Н.М. Фінансова безпека України в контексті сучасних трансформаційних процесів. *Наукові праці НДФІ*. 2014. Вип. 2. С. 126–138. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npdfi_2014_2_15

References:

1. Liutyi I., Kuryshchuk K. (2016). Mekhanizm vnutrishnikh derzhavnykh zapozychen Ukrainy [The mechanism of internal state borrowing of Ukraine]. *Svit finansiv*, 1, 27–36. (in Ukrainian)
2. Zadorozhnyi V.P. (2015). Udoskonalennia mekhanizmu upravlinnia derzhavnym borhom Ukrainy [Improvement of the mechanism of management of public debt of Ukraine]. *Investitsii: praktyka ta dosvid*, 23, 23–26. (in Ukrainian)
3. Timoshenko N.M. (2016). Rynok derzhavnykh tsinnykh paperiv u systemi upravlinnia defitsytom biudzhetu [The government securities market in the budget deficit management system]. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu*, 20, 93–96. (in Ukrainian)
4. Rak R. (2007). Rehuliuвання rynku derzhavnykh tsinnykh paperiv u rozvynutykh krainakh [Regulating the market for government securities in developed countries]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ekonomika*, 92, 24–27. (in Ukrainian)
5. Londar O.S. (2015). Vdoskonalennia systemy upravlinnia borhovoioiu sferoioiu Ukrainy v protsesi intehratsii v YeS [Improvement of the debt management system of Ukraine in the process of integration into the EU]. *Naukovi pratsi NDFI*, 2, 57–69. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npdfi_2015_2_6 (in Ukrainian)
6. Makar O.P., Ilynyska-Hykavchuk H.Ia., Dulyin I.S. (2013). Svitovyi dosvid upravlinnia derzhavnym borhom ta perspektyvy yoho zastosuvannia v Ukraini [World experience in managing public debt and its prospects in Ukraine]. *Efektivna ekonomika*, 10. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&HYPERLINK=http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2435>
7. Ukhna N.M. (2014). Finansova bezpeka Ukrainy v konteksti suchasnykh transformatsiinykh protseiv [Financial security of Ukraine in the context of modern transformation processes]. *Naukovi pratsi NDFI*, 2, 126–138. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npdfi_2014_2_15 (in Ukrainian)