



Вахненко Т.П., канд. екон. наук

Інститут економічного прогнозування НАН України

ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМИ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В УКРАЇНІ

Наголошується на тому, що надмірне застосування зовнішніх позик посилює вразливість боргової позиції Уряду до дії зовнішніх шоків. Із застосуванням методу міжнародних порівнянь доведено наявність стійких деформацій у структурі позичкового фінансування дефіциту Державного бюджету України. Обґрунтовано необхідність зменшення залежності фінансової позиції держави від кон'юнктури зовнішніх ринків, мобілізації внутрішніх заощаджень до економічного кругообігу та мінімізації валютних ризиків, що вимагає розвитку ринку внутрішніх державних запозичень та зменшення обсягів залучення зовнішніх позик урядом.

Суттєвою проблемою боргової політики України останніх років є надмірне використання зовнішнього позичкового фінансування урядом та недостатній розвиток ринку внутрішніх облігацій. По суті, політика надання переваги зовнішнім комерційним позикам над внутрішніми є складовою макро-економічної моделі екзогенно залежного розвитку, яка характеризується високою вразливістю національної економіки до дестабілізуючого впливу зовнішніх факторів, невідповідністю внутрішніх механізмів державного регулювання завданням забезпечення сталого зростання, посиленням фінансової залежності уряду від зовнішніх кредиторів та обмеженням свободи вибору при проведенні внутрішньої і зовнішньої економічної політики [1, с. 38].

У вітчизняній науці проблематика управління державним боргом України та оптимізації співвідношення між внутрішніми і зовнішніми державними позиками залишається малодослідженою. На необхідності розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів з метою розширення інструментарію грошово-кредитної політики НБУ наголошує А.Яценюк [2], О.Барановський обґрунтовує доцільність застосування в Україні моделей визначення ризиків боргових платежів [3]. В.Корнєєв акцентує увагу на проблемі домінування зовнішніх позик і незатребуваності потенціалу внутрішнього ринку [4]. Б.Соболев вказує на високі ризики зовнішніх запозичень та заперечує доцільність фінансової підтримки іноземних кредиторів [5]. Проте жодна із зазначених праць не містить комплексного дослідження ризиків зовнішньоборгового фінансування, визначення економічних переваг становлення повноцінного конкурентного ринку внутрішніх запозичень, узагальнення міжнародного досвіду в галузі управління позичковими операціями держави та



обґрунтування актуальних завдань макроекономічної політики, вирішенню яких сприятиме вдосконалення структури фінансування дефіциту бюджету.

На наш погляд, основною метою політики управління державним боргом у найближчі роки має стати розвиток ринку внутрішніх державних позик. Позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу створює об'єктивні передумови для зменшення обсягів залучення зовнішніх позик. Зміщення акцентів із зовнішніх державних позик на внутрішні стане вагомою складовою у системі заходів із формування ендогенно орієнтованої моделі розвитку, що забезпечуватиме підвищення стабільності економічної системи до дії екзогенних чинників, проведення незалежної економічної політики та активізацію внутрішніх факторів у соціально-економічному розвитку країни [див. 1, с. 53].

Політика активізації внутрішнього ринку позичкових капіталів та скорочення зовнішніх боргових зобов'язань держави обумовлюється необхідністю мінімізації ризиків боргового фінансування. Так, зменшення сум зовнішніх запозичень дозволить знизити відсотковий ризик, валютний ризик і ризик пролонгації боргу, які властиві балансу уряду.

Як відомо, відсотковий ризик пов'язаний із зміною ринкових відсоткових ставок, що впливають на вартість обслуговування державного боргу; коливання відсоткових ставок змінюють вартість залучення нових позик та вартість обслуговування боргу із плаваючою відсотковою ставкою.

Валютний ризик пов'язаний із зміною валютного курсу національної валюти, що впливає на вартість обслуговування зовнішнього боргу; девальвація валютного курсу збільшує частку доходів бюджету і ВВП країни, що спрямовується в рахунок погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу; зовнішня заборгованість, з огляду на існування валютних ризиків, вважається більш ризиковою, ніж внутрішня заборгованість.

Ризик пролонгації боргу виникає внаслідок того, що рефінансування накопиченої заборгованості виявляється неможливим або здійснюється з надзвичайно високими витратами. У багатьох випадках неможливість рефінансування боргу або стрімке зростання витрат боргового фінансування стає причиною виникнення боргової кризи і призводить до значних економічних втрат. Країни з ринками, що формуються, в яких внутрішні ринки позичкових капіталів розвинуті недостатньо, а доступ до міжнародних ринків є нестабільним, характеризуються підвищеною вразливістю до ризику пролонгації боргу.

Обсяги короткострокового боргу і боргу в іноземній валюті вважаються основними індикаторами вразливості до дії зовнішніх шоків. Значні обсяги зовнішньої заборгованості підвищують ймовірність розгортання валютної кризи. На противагу цьому ефективний ринок внутрішніх запозичень мінімізує ризики боргового фінансування. Внутрішні позичкові кошти є більш стабільним джерелом фінансування потреб уряду.



В останні роки припинення надходжень чи зворотний рух зовнішніх позичкових капіталів ставали основними причинами валютних і боргових криз. Серед економістів загалом досягнуто згоди щодо того, що структура боргу здійснює вагомий вплив на частоту фінансових криз і ступінь поширення їх негативних наслідків [див. 2].

З іншого боку, через усунення невідповідності між валютою зобов'язань і валютою активів уряду внутрішні запозичення (порівняно із зовнішніми) сприяють підвищенню ефективності, стабільності і мінімізації негативних наслідків позичкових операцій держави.

Внутрішні запозичення за певних умов можуть сприяти продуктивному використанню внутрішніх заощаджень. Так, пропонуючи внутрішнім інвесторам широкий вибір фінансових інструментів, держава може мобілізувати не задіяні до цього в економічному обороті заощадження економічних агентів.

Міжнародні порівняння обсягів та структури фінансування дефіциту бюджету. Порівняння структури державного боргу України з відповідними показниками інших країн свідчить про аномальне співвідношення між зовнішніми і внутрішніми позиками в Україні. Так, якщо в середньому для країн з ринками, що формуються, заборгованість в іноземній валюті складала 47% у загальній структурі боргу, а в індустріальних країнах – лише 5,6%, то в Україні за станом на кінець 2004 р. зазначений показник сягнув 82,8%. З іншого боку, частка довгострокової заборгованості у національній валюті в Україні становила лише 9,7%, у той час як у країнах з ринками, що формуються, – 35,7%, а в індустріальних країнах – 75,9% (табл. 1).

Відмінність структури державного боргу України від показників інших країн пояснюється тим фактом, що, на відміну від України, у більшості країн світу основним джерелом залучення позичкових капіталів державою виступають внутрішні позики. Так, на початок 2002 р. у країнах з ринками, що формуються, вартість внутрішніх державних облігацій, які перебувають в обігу, у 4 рази перевищувала вартість облігацій зовнішньої позики – 1645 млрд. дол. проти 432 млрд. дол. США [7].

Стрімке зростання ринків внутрішніх запозичень у країнах з низьким і середнім рівнем доходів в останні роки викликане проведенням політики урядів і корпорацій цих країн, спрямованої на мінімізацію зовнішніх комерційних позик, які відзначаються високою мінливістю.

У результаті пріоритетного залучення внутрішніх державних позик обсяги внутрішніх облігацій, що знаходяться в обігу, у країнах з ринками, що формуються, досягли 28,2% ВВП, у тому числі 27% – в Угорщині, 29% – у Словаччині, 52% – у Бразилії, 27% – в Індії. Для порівняння: в Україні станом на кінець 2004 р. заборгованість за облігаціями внутрішніх державних позик становила 3,4% ВВП. Переважання ризикових форм позичкового фінансу-



вання у структурі державного боргу України посилює економічну нестабільність і ступінь вразливості до зовнішніх шоків.

Таблиця 1

Структура державного боргу за валютою деномінації боргу, в країнах світу*

	Заборгованість в іноземній валюті, % загального боргу	Довготермінова заборгованість у національній валюті, % загального боргу	Всього державний борг, % до ВВП
Країни з ринками, що формуються, усього	47,1	35,7	48,8
Латинська Америка	67,9	15,2	37,0
Аргентина	96,8		53,7
Бразилія	43,8	3,3	66,2
Чилі	92,7	0,0	15,6
Мексика	35,6	57,5	22,6
Венесуела	70,6	0,0	27,0
Азія	29,3	53,7	56,5
Китай	17,7	82,3	24,0
Індія	14,5	69,0	65,1
Індонезія	46,0	51,0	90,9
Малайзія	16,7	0,0	69,2
Філіппіни	47,4	17,6	64,9
Таїланд	33,6	78,8	24,8
Інші країни з ринками, що формуються	47,6	17,4	51,3
Польща	34,8	34,8	39,3
Росія	90,3		50,0
Південна Африка	14,4	61,2	46,8
Угорщина	30,1	44,0	52,1
Туреччина	68,2	0,0	68,5
Індустріальні країни	5,6	75,9	51,8
Австралія	0,5	85,5	10,1
Бельгія	1,3	80,4	101,2
Канада	6,0	41,5	40,3
Данія	12,1	69,0	52,5
Фінляндія	16,3	66,7	45,4
Франція	0,0	92,0	49,4
Німеччина	0,0	97,0	35,3
Італія	3,2	86,8	102,6
Японія	0,0	74,8	121,6
Нідерланди	0,0	81,0	43,1
Нова Зеландія	18,5	48,2	31,2
Норвегія	3,7	60,5	18,4
Португалія	8,6	87,4	58,9
Іспанія	4,1	83,8	47,2
Швеція	20,1	55,9	51,6
Великобританія	1,4	60,5	38,6
США	0,0	58,8	33,1
Україна**	82,8	9,7	24,9

Джерело: МВФ [6], для України – власні розрахунки за даними Міністерства фінансів України.

* дані на кінець 2001 р.

** дані на кінець 2004 р.



При порівнянні показників фінансування дефіциту Державного бюджету України та боргових зобов'язань уряду з відповідними показниками інших країн з перехідною економікою факт недорозвинутості ринку внутрішніх державних позик в Україні та непропорційно великої частки зовнішніх позик у структурі фінансування дефіциту бюджету України стає очевидним.

У 2002 р. обсяги нетто-залучення внутрішніх державних позик в Україні були найменшими для країн з перехідною економікою після Словаччини (табл. 2). Так, якщо в Україні нетто-фінансування дефіциту бюджету за внутрішньо-борговими операціями складало 0,1% ВВП, то в Словенії – 3, Польщі – 4,7, Угорщині – 4,5, Литві – 1,4, Чехії – 2% ВВП. У середньому для країн з перехідною економікою, що подають відповідні звіти до МВФ, зазначений показник перебував на рівні 1,5% ВВП.

Таблиця 2

Позичкове фінансування дефіциту бюджету в країнах з перехідною економікою у 2002 р., % до ВВП

Країна	Внутрішні державні позики	Зовнішні державні позики	Позичкове фінансування всього
Білорусія	0,6	-0,1	0,4
Болгарія	0,4	-1,1	-0,7
Чехія	2,0	0,2	2,1
Грузія	0,3	1,2	1,6
Угорщина	4,5	5,0	9,5
Казахстан	1,0	-1,4	-0,4
Латвія	0,6	0,1	0,8
Литва	1,4	0,8	2,2
Польща	4,7	0,3	5,1
Росія	1,0	-1,9	-1,0
Словаччина	-0,1	-0,1	-0,2
Словенія	3,0	-0,4	2,6
Україна	0,1	-0,4	-0,3

Джерело: власні розрахунки за даними МВФ [8].

У структурі державного боргу України зовнішній борг складав 72%, в той час як у середньому для країн з перехідною економікою – 55% (дані на кінець 2002 р.). Водночас частка внутрішнього державного боргу України у загальній сумі боргу – 28% – була істотно нижчою від середнього значення для країн з перехідною економікою – 45% (табл. 3). При цьому необхідно враховувати ще і той факт, що основна частина внутрішнього державного боргу в Україні представлена неринковими зобов'язаннями – кредитами НБУ Уряду та процентними облігаціями внутрішньої позики (ПОВДП), що містяться у портфелі НБУ.

У країнах, які досягли значного прогресу в процесі ринкової трансформації, внутрішні джерела позичкового фінансування у процесі задово-



лення потреб уряду в позичкових коштах відігравали більш вагому роль, ніж зовнішні. Так, частка внутрішнього боргу у загальній сумі державного боргу становила: у Чехії – 94%, у Польщі – 59, в Угорщині – 69, у Словаччині – 75%. В Україні зазначений показник становив лише 28%.

Таблиця 3

Структура державного боргу в країнах з перехідною економікою
у 2002 р., % загальної суми боргу.

Країна	Внутрішній борг	Зовнішній борг
Білорусія	52	48
Чехія	94	6
Грузія	31	69
Угорщина	69	31
Казахстан	21	79
Латвія	0	100
Польща	59	41
Росія	16	84
Словаччина	75	25
Україна	28	72
<i>Середні значення</i>	<i>45</i>	<i>55</i>

Джерело: власні розрахунки за даними МВФ [8].

Таким чином, міжнародні порівняння засвідчили наявність суттєвих деформацій у структурі позичкового фінансування дефіциту Державного бюджету України, які вимагають вжиття адекватних заходів з метою забезпечення позитивного впливу боргової політики держави на соціально-економічний розвиток країни.

Фінансування дефіциту Державного бюджету України в 2000–2004 рр.

Для оцінки значущості різних джерел фінансування дефіциту бюджету в Україні скористаємося показниками питомої ваги внутрішніх і зовнішніх державних позик у загальній сумі залучення позичкових коштів державою. Як свідчать дані табл. 4, переважною формою фінансування дефіциту Державного бюджету України, крім 2000, 2002 рр., виступали зовнішні позики: їх частка коливалася від 60 до 83%. Роль внутрішніх державних позик особливо зменшилася в останні роки. У 2003 р. їх частка у загальній сумі державного запозичення становила 17%, а у 2004 р. (без врахування випуску ПДВ-облігацій) – 16%.

Таблиця 4

Структура валового фінансування дефіциту бюджету, %

	2000	2001	2002	2003	2004
Залучення державних позик, <i>усього</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Внутрішні державні позики	84,3	22,5	57,1	17,0	40,0
Зовнішні державні позики	15,7	77,5	42,9	83,0	60,0

Джерело: власні розрахунки за даними Головного управління Державного казначейства України.



У відносному вимірі обсяги залучення внутрішніх державних позик коливалися від 0,5% ВВП у 2003 р. до 1,3% ВВП у 2002 р, і у середньому становили близько 1% ВВП (табл. 5). Обсяги залучення зовнішніх державних позик, починаючи з 2001 р., змінювалися від 1 до 2,2% ВВП. Нетто-фінансування за внутрішньо-борговими операціями не перевищувало 0,2% ВВП. Зовнішнє нетто-фінансування відзначалося високим ступенем нестабільності: якщо у 2002 р. воно складало -0,4% ВВП, то у 2001 р. – +0,3% ВВП, а у 2003–2004 рр. – +0,2% ВВП.

Таблиця 5

Фінансування дефіциту Державного бюджету України
у 2000–2004 рр., % ВВП

	2000	2001	2002	2003	2004
Внутрішнє фінансування, усього	-0,1	0,1	-0,2	-0,7	0,0
Облігації внутрішньої позики	0,2	0,2	0,1	-0,3	0,1
одержано позик	1,2	0,6	1,3	0,5	1,2
погашено позик	1,0	0,4	1,2	0,8	1,1
Інше внутрішнє фінансування	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1
Зовнішнє фінансування, усього	-0,3	0,2	-0,6	0,3	0,2
Зовнішнє позичкове фінансування	-0,3	0,3	-0,4	0,2	0,2
одержано позик	0,2	2,0	1,0	2,2	1,8
погашено позик	0,6	1,7	1,4	2,0	1,6
Інше зовнішнє фінансування	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0
Загальне фінансування	-0,4	0,3	-0,8	-0,4	0,2

Джерело: власні розрахунки за даними Головного управління Державного казначейства України.

Переважне застосування зовнішніх джерел фінансування дефіциту бюджету зумовлює існування значних боргових ризиків. Так, суттєвими ризиками зовнішньо-боргового фінансування в Україні виступають: девальвація національної грошової одиниці, погіршення умов торгівлі для національної економіки, зростання відсоткових ставок за позиками, зменшення попиту нерезидентів на боргові зобов'язання уряду.

Девальвація, як відомо, збільшує частку внутрішніх доходів, які спрямовуються в рахунок погашення і обслуговування зовнішніх боргів. Якщо уряд не матиме достатніх джерел надходжень в іноземній валюті, то вразливість до валютного ризику наражатиме його також на небезпеку кредитного ризику. Таким чином, девальвація може стати причиною суверенного дефолту і виникнення системної фінансової кризи.

Валютний ризик тісно пов'язаний з ризиком пролонгації боргу: некеррована девальвація часто супроводжується зниженням кредитних рейтингів держави, що закриває доступ до міжнародного ринку позичкових капіталів. Погіршення умов торгівлі для національної економіки містить також загрозу



дестабілізації державних фінансів. Оскільки експорто-орієнтовані виробництва в Україні, значною мірою, залежать від зовнішньоекономічної кон'юнктури, то у разі падіння цін на металопродукцію, продукцію хімічної промисловості, АПК та ін. суми податкових надходжень до бюджету зменшуватимуться, що знижуватиме ступінь платоспроможності держави.

Отже, структура позичкового фінансування дефіциту Державного бюджету України та обсяги накопичених боргових зобов'язань свідчать про надмірне використання ризикових форм запозичень, що посилює вразливість боргової позиції уряду до дії зовнішніх шоків та підвищує ймовірність розгортання боргової кризи. Для уникнення валютно-фінансових потрясінь надзвичайно важливе значення має зважене управління позичковими операціями уряду та дотримання економічно безпечних розмірів боргового навантаження.

Стратегічні напрями політики державних запозичень. Україні необхідно відійти від політики нарощування зовнішньої заборгованості держави, яка проводиться останнім часом (якщо за станом на кінець 2003 р. прямий зовнішній державний борг становив 8,55 млрд. дол. США, 2004 р. – 8,79 млрд. дол., то у 2005 р. він має зрости до 9,29 млрд. дол.). Інтенсифікація зовнішніх запозичень в період стрімкого економічного зростання і формування значного позитивного сальдо поточних операцій виглядає ірраціональною.

Орієнтація уряду на зовнішні ринки позичкових капіталів стримує розвиток внутрішнього ринку облігаційних позик та обмежує можливості використання державних цінних паперів для цілей регулювання національної грошово-кредитної системи. Крім того, обсяги короткострокового боргу і боргу в іноземній валюті вважаються основними індикаторами вразливості боргової позиції уряду до дії зовнішніх шоків. Передусім, значні обсяги зовнішньої заборгованості підвищують вірогідність розгортання валютної кризи: дисбаланси боргової позиції уряду заохочують спекулянтів до проведення атак на національну валюту.

У короткостроковому періоді зовнішні позики можуть бути дешевшими від аналогічних запозичень у національній валюті; однак у випадку неочікуваної зміни траєкторії валютного курсу іноземні позики виявляються надзвичайно дорогим інструментом державного запозичення (масштаби вилучення бюджетних ресурсів на зовнішньо-боргові виплати після девальвації істотно зростають).

Як зазначають експерти МВФ, зменшення витрат на обслуговування боргу при ігноруванні факторів ризику не повинно бути самоціллю; операції, які у даний період часу можуть здійснюватися з мінімальними витратами, часто тягнуть за собою значні ризики і обмежують здатність уряду щодо повного і своєчасного виконання боргових зобов'язань перед кредиторами у середньостроковій перспективі.



Для стримування нарощування зовнішнього національного боргу в умовах активізації кредитної діяльності приватних суб'єктів на зовнішніх ринках необхідно більш зважено підходити до залучення зовнішніх позик державою. Лише за 9 місяців 2004 р. зовнішні зобов'язання резидентів України збільшилися на 4 млрд. дол. США. Зовнішня заборгованість комерційних банків станом на 1 жовтня досягла 2,3 млрд. дол., а нефінансових підприємств – 14,2 млрд. дол. США. Таким чином, сумарна величина зовнішнього національного боргу сягнула 28,3 млрд. дол. США. Зовнішня заборгованість держави і підприємств України, що складає близько 48% ВВП, упритул наблизилася до критичного рівня, яким прийнято вважати 50% ВВП.

З іншого боку, станом на кінець 2004 р. внутрішня заборгованість уряду за державними цінними паперами складала 1,9% ВВП, що є найнижчим показником для країн з ринками, що формуються. У загальній сумі боргу заборгованість за ОВДП становила близько 7,5%.

У міжнародній практиці внутрішні державні позики застосовуються як інструмент мобілізації коштів населення, інституційних інвесторів для фінансування дефіциту бюджету, засіб регулювання грошового обігу, рівня відсоткових ставок, курсу національної валюти.

Масштабний та дієвий ринок внутрішніх запозичень держави формує ціннові орієнтири для всіх учасників грошового ринку. Крім того, повноцінне функціонування ринку внутрішніх державних позик розширює арсенал методів центрального банку щодо регулювання кількості грошей в обігу та рефінансування комерційних банків.

Згідно з оцінками МВФ, недостатній рівень розвитку ринку внутрішніх державних облігацій в Україні має такі негативні наслідки для фінансової системи держави:

- незначні можливості для диверсифікації інвестиційних портфелів комерційних банків, що призводить до експансії ризикового кредитування;
- відсутність адекватного орієнтиру для рівня відсоткових ставок на різних сегментах фінансового ринку, що утруднює ціноутворення на ринку фінансових інструментів;
- фрагментація ринку міжбанківських кредитів та відсутність адекватного забезпечення для міжбанківського кредитування [9].

Загально визнано, що розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, особливо ринку довгострокових фінансових інструментів, робить структуру боргу менш ризиковою. В Україні підвищення ролі внутрішніх державних позик під час фінансування дефіциту державного бюджету дозволить знизити такі ризики: валютний ризик, відсотковий ризик, ризик пролонгації боргу. Це зумовлено тим, що ефективний ринок внутрішніх запозичень надає уряду можливість збільшити частку зобов'язань, деномінованих у на-



ціональній валюті, з фіксованою відсотковою ставкою та з тривалим терміном погашення в загальній структурі боргу.

Щодо впливу на макроекономічну ситуацію, то розвиток ринку внутрішніх запозичень створить умови для вирішення таких завдань: зменшення залежності держави від зовнішніх джерел фінансування та мобілізації внутрішніх заощаджень економічних суб'єктів. Загальновизнано, що внутрішні позичкові кошти є більш стабільним джерелом фінансування потреб уряду. Здійснюючи курс на заміщення зовнішніх позик внутрішніми, уряд убезпечить себе від руйнівних наслідків переливів міжнародних капіталів. Крім того, внутрішні запозичення можуть сприяти продуктивному використанню внутрішніх заощаджень через мобілізацію не задіяних в економічному обороті заощаджень економічних агентів.

Теоретично активізація внутрішнього позичкового фінансування містить загрозу реалізації ефекту витіснення. Однак в умовах України ймовірність виникнення ефекту витіснення є невисокою, що зумовлено нарощуванням депозитів юридичних і фізичних осіб та формуванням надлишкової ліквідності комерційних банків. За станом на кінець лютого 2005 р. залишки коштів на коррахунках банків України в НБУ становили 15 млрд. грн., що втричі перевищувало суму вимог з обов'язкового резервування.

Крім того, співвідношення вкладень банків у державні цінні папери до кредитних вкладень в економіку є надзвичайно низьким: на кінець 2003 р. воно ледь перевищувало 3%. В таких умовах поступове і незначне збільшення внутрішніх державних запозичень не матиме негативних наслідків для фінансової системи та реального сектору економіки України.

Вагому роль у справі розвитку ринку внутрішніх запозичень має відіграти формування бази інвесторів для державних цінних паперів. У цьому контексті першочерговим завданням виступає розширення бази інституційних інвесторів. Поглибленню внутрішнього ринку позичкових капіталів значною мірою сприятиме запровадження накопичувальної пенсійної системи в Україні. У Латинській Америці пенсійні фонди є основними гравцями на внутрішньому ринку капіталів. В Угорщині пенсійні фонди утримують 10% загального обсягу державних боргових зобов'язань. У Мексиці приватні пенсійні фонди виступають власниками 25% облігацій місцевих позик [див. 6]. Поряд з цим необхідно створювати умови для участі в кредитуванні держави дрібних інвесторів.

Для підтримання попиту інвесторів на державні цінні папери та зниження вартості запозичень надзвичайно вагоме значення має утримання стабільного макроекономічного середовища і проведення зваженої фінансової політики.



Висновки

Зменшення залежності фінансової позиції держави від кон'юнктури зовнішніх ринків, мобілізація внутрішніх заощаджень до економічного кругообігу та мінімізація валютних ризиків вимагають модифікації структури фінансування дефіциту бюджету на користь внутрішніх позик.

Стратегічні завдання політики управління державним боргом вказують на необхідність активізації внутрішнього ринку позичкових капіталів та зменшення абсолютних і відносних показників залучення зовнішніх позик. Згідно з нашим прогнозом, обсяги внутрішніх державних запозичень у 2006 р. можуть становити 5,5 млрд. гривень. У такому випадку обсяги зовнішніх комерційних запозичень мають бути зменшені до 2,7 млрд. грн. або 500 млн. дол. США.

Становлення ефективного ринку внутрішніх боргових зобов'язань уряду виступатиме вагомим інструментом мінімізації боргових ризиків і зменшення фінансових витрат у процесі управління державним боргом у довгостроковому періоді.

За наявності ефективного внутрішнього ринку позичкових капіталів уряд отримує можливість безперервного фінансування видатків бюджету із застосуванням ринкових методів, не вдаючись до позик центрального банку. Активізація внутрішнього ринку позичкових капіталів сприятиме зменшенню вразливості національної економіки до дії зовнішніх шоків, що набуває особливої актуальності у період глобальної фінансової нестабільності.

Проведення поміркованої політики залучення державних позик та підвищення ролі внутрішніх запозичень у процесі фінансування дефіциту бюджету забезпечуватиме досягнення стратегічних цілей політики управління державним боргом – зниження боргового навантаження на економіку, оптимізації залучення позичкових коштів для потреб держави, мінімізації боргових ризиків та зменшення витрат на обслуговування державного боргу в довгостроковому періоді.

Література

1. *Трансформаційні процеси та економічне зростання в Україні* / За ред. акад. НАН України В.М.Гейця. – Х.: Вид-во "Форґ". 2003.
2. *Яценюк А.* Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 11. – С. 4–9.
3. *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.
4. *Корнєєв В.* Проблеми управління державним боргом у країнах світу // Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України:



В 6 т. – К.: НДФІ, 2004. – Т. 6: Підвищення ефективності боргової політики держави. – С. 187.

5. *Соболев Б.* Особливості та пріоритети боргової політики України / А.Гальчинський та ін. – К.: НІСД, 2004. – С. 63.

6. *International Monetary Fund.* Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention. – July 2. 2004. – www.imf.org

7. *International Monetary Fund.* Global Financial Stability Report. – www.imf.org

8. *International Monetary Fund.* Government Finance Statistics. Yearbook 2003. – Washington. 2003.

9. *International Monetary Fund.* Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report N05/20. – www.imf.org