

6. Про обіг векселів в Україні. — Закон України від 5 квітня 2001 р. № 2374-III.
7. *Пасхавер О.* Приватизація в Україні: проміжні підсумки // <http://uamonitor.tripod.com/paskhaver.html>
8. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2000 рік // <http://www.ssmc.gov.ua>
9. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік // <http://www.ssmc.gov.ua>
10. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік // <http://www.ssmc.gov.ua>
11. Про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України. — Положення НБУ, затверджене Постановою Правління Національного банку України від 16 грудня 2002 року № 508.
12. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій — затверджене Постановою Правління Національного банку України від 17.07.2001 р. № 275.
13. Про організацію діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на ринку цінних паперів», затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 16.03.2006 року № 160.
14. Фінансовий стан банків України // <http://www.bank.gov.ua>
15. *Бритченко І., Перепелиця Р.* Роль комерційних банків у розбудові фондового ринку України // Вісник НБУ. — № 4. — 2005. — С. 23—27.

Стаття надійшла до редакції: 18.06.2008 р.

УДК 336.27

Л. Я. Новосад,
канд. екон. наук, доц.,
доцент кафедри фінансів,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

БОРГОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

В статье исследованы основные тенденции развития государственной задолженности, выявлены проблемы управления государственным долгом и предложены направления усовершенствования долговой политики.

In article the basic tendencies of development of the state debts are investigated, problems of management are revealed by a public debt and directions of improvement of debt policy are offered.

Ключові слова: державні позики, державний борг, боргова політика.

Боргова політика є іманентною складовою фіскально-бюджетної політики. Державні позики розширюють фінансові можливості бюджету, виступаючи інструментом збалансування у часі державних витрат і податкових надходжень. За роки незалежності України державний борг значно зріс внаслідок потреби фіску у фінансових ресурсах для задоволення суспільних видатків. Державні запозичення здійснювалися, переважно, без стратегічно визначених орієнтирів боргової політики та напрямів ефективного витрачання залучених коштів. Проблеми державного боргу та боргової політики присвячені наукові праці як зарубіжних, так і вітчизняних вчених, зокрема, В. Андрущенко, О. Барановського, Р. Барро, Дж. Б'юкенена, В. Корнєєва, В. Федосова, Дж. Фергюсона, С. Юрія та ін.

Формування боргової стратегії зумовлено необхідністю комплексного підходу до фіскально-бюджетної політики та її місця у забезпеченні економічного зростання. Це актуалізує дослідження питань, пов'язаних із визначенням пріоритетів боргової політики України.

Удосконалення боргової політики повинна здійснюватися в рамках реформування бюджетного процесу, переходу до бюджетування, орієнтованого на результат, і створення стимулів для ефективнішого фінансування державного сектору. Впроваджуючи у бюджетний процес нові методи бюджетування, зокрема, щодо державного боргу, уряд повинен отримати максимальний ефект від використання державних позик.

Стратегічні цілі боргової політики держави полягають у створенні умов для довгострокового розвитку внутрішнього фінансового ринку, що дозволив би на ринкових засадах здійснювати запозичення в обсягах, за вартістю та в терміни, необхідні, з одного боку, для безперебійного фінансування виваженого дефіциту державного сектору, а з іншого — достатні для фінансування недержавного сектору економіки. Проте, в короткостроковій перспективі завдання фіскальної політики може полягати в тому, щоб з метою збільшення програмних видатків бюджету залучити значний обсяг фінансових ресурсів за мінімальною вартістю.

Доцільно перейти до регулярного використання системи оцінки ефективності боргової політики. Вирішення цього завдання передбачає розробку чітких (кількісних) показників результативності діяльності по управлінню державним боргом. Одним із методологічних підходів, який довів свою ефективність і широко використовується у практиці країн з розвинутою економікою, є «метод цільових орієнтирів». Згідно з цим підходом на основі

аналізу кон'юнктури національного і світового фінансових ринків, а також із врахуванням потреб держави у визначений період розробляються і нормативно фіксуються конкретні показники, які повинні бути отримані в результаті здійснення позик та операцій по управлінню боргом.

Використання законодавчо встановлених обмежень обґрунтовується і сучасною фінансовою наукою, зокрема, теорією суспільного вибору. Теорія суспільного вибору виходить з того, що політики, приймаючи рішення, в першу чергу, намагаються задовольнити власні інтереси та максимізувати власний добробут. Прихильність виборців можна завоювати, проводячи політику щедрих трансфертних видатків, мобілізуючи доходи за рахунок державних позик та перекладаючи тягар заборгованості на майбутні покоління, а відповідальність — на наступні уряди. 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 [1, с. 209].

Отже, найефективнішим 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. Бланкарт [2, с. 409]. Бюджетним кодексом України визначено, що величина основної суми державного боргу не повинна перевищувати 60 % фактичного річного обсягу ВВП. Незважаючи на значне скорочення величини боргу, який у 2000 році сягнув 61 % ВВП, а у 2005 році склав — 15,7 % ВВП, витрати на погашення і обслуговування державного боргу перевищили надходження від запозичень за 2001—2005 роки на 15,2 млрд грн [3]. Тобто, обслуговування боргу є проблемним для бюджету та економіки України загалом і свідчить про низьку ефективність боргової політики. У багатьох країнах ОЕСР довгострокові показники боргу визначаються значно нижчими, ніж мінімальний рівень їх стійкості. Вчені 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 % ВВП [4]. А для України його оп-

тимальний рівень, відповідно, повинен бути нижчим, ніж для країн з розвинутою економікою внаслідок високих ризиків, значної частки боргу в іноземній валюті, а також нижчої ефективності державного сектору.

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. Усі надходження від випуску внутрішніх і зовнішніх облігацій використовувалися на фінансування поточних видатків бюджету. Для фінансування проектів розвитку використовуються лише кошти від міжнародних фінансових організацій та іноземних банків. Це свідчить про необхідність удосконалення системи планування, реалізації та контролю за проектами розвитку, що фінансуються за рахунок державних позик. Борговою стратегією повинні бути визначені пріоритети запозичень, граничні розміри державного боргу та напрями використання залучених коштів. 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 [5, с. 310].

Використовувати залучені за допомогою позик кошти доцільно у трьох основних напрямках:

- на проведення структурних реформ, фінансування інвестицій в інфраструктуру та людський капітал;
- на комерційні проекти, які будуть окупними і сприятимуть зростанню доходів;
- на соціальні проекти, ефект від яких полягає у збільшенні суспільного добробуту.

Як стверджують В. Істерлі та Л. Сервен, недостатні інвестиції в інфраструктуру досить часто створюють ілюзію стійкої бюджетної політики [6, с. 183]. Хоча це сприяє зменшенню поточного бюджетного дефіциту, однак може мати серйозні наслідки у вигляді сповільнення темпів росту економіки в майбутньому, що, в свою чергу, негативно впливає на довгострокову фінансову стійкість. Є досить багато переконливих доказів того, що успішні інвестиції в інфраструктуру дають значну віддачу, яка перевищує стандартну вартість запозичень у країнах з середнім рівнем доходів. Тому підтримка певного рівня фінансування інфраструктурних інвестицій за рахунок державних позик є виправданою, оскільки сприяє стійкості фінансової системи в довгостроковій перспективі.

В Україні необхідно інвестувати у людський капітал з метою вдосконалення підготовки робочої сили, підвищення рівня знань (як у державному, так і приватному секторах) та досягнення вищої продуктивності праці. Вкладення у людський капітал збільшують потенціал стосовно виробництва товарів та послуг, забезпечуючи стабільне економічне зростання. Як узагальнює Н. Г. Манків, у нових дослідженнях з економічного зростання наголошується на тому, що людський капітал має принаймні не менше значення, ніж фізичний, для пояснення розривів у рівні життя між різними країнами [7, с. 145]. Ефект від інвестицій у людський капітал не виявляється у короткотерміновому періоді, тому при кредитному методі мобілізації коштів для таких інвестицій це слід враховувати.

Комерційні проекти, що фінансуються за рахунок державних позик, повинні бути складовою пріоритетних загальнодержавних програм, які визначають розвиток економіки на інноваційній основі. Використовувати кошти, залучені на ринку державних запозичень, для фінансування інвестиційно-інноваційних проектів необхідно вдосконаливши механізм капітального бюджетування за рахунок оптимізації процесів планування, розподілу і контролю за капітальними видатками. Вирішальне значення для успішної діяльності партнерства державного та приватного сектора мають належна розробка та дотримання програмних і правових засад, а це, в свою чергу, нерозривно пов'язано з політичною підтримкою відповідних програм.

Фінансування соціальних проектів за рахунок коштів від емісії державних цінних паперів є виправданим суспільно-політичними чинниками, однак економічний ефект є більш розсіяним і його досить складно виміряти. На думку Р. Масгрейва, упереджене ставлення до боргового фінансування видатків соціального характеру применшує фінансові можливості країн, що переживають економічні труднощі, населення яких у першу чергу потребує задоволення нагальних соціальних і побутових потреб як умови подальшого розвитку [1, с. 203]. Певні державні видатки соціальної спрямованості, що фінансуються за рахунок державних позик, мають високий соціально-психологічний ефект інтерпретації, тобто уряд може інвестувати невелику суму, а соціальний ефект буде досить значним. На сучасному етапі розвитку країни фінансування соціальних проектів за рахунок позик доцільно проводити у незначних обсягах.

Боргова політика України повинна бути орієнтована на скорочення частки зовнішнього боргу та збільшення запозичень на

внутрішньому ринку. У зв'язку з переважною орієнтацією уряду на запозичення на міжнародному ринку капіталу у структурі державного боргу переважає зовнішня заборгованість. Станом на 31.12.2007 року державний та гарантований державою зовнішній борг склав 78,81 % від загальної суми державного та гарантованого державою боргу, а валютна складова боргу становила 84,7 %. До основних пріоритетів боргової політики України належить розвиток внутрішнього ринку запозичень. У цьому контексті слід позитивно оцінити розроблену Мінфіном Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2008—2011 роки, яка має на меті створити такі умови для розвитку цього ринку, які б забезпечували фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат, здешевлювали попередні борги та враховували інтереси всього кола інвесторів.

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 країнах з розвинутою економікою. 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.

Доцільно створити умови для залучення на ринок державних позик і коштів фізичних осіб. В умовах недостатньо розвинутого фондового ринку державні ощадні облігації повинні бути конкурентним банківським депозитам об'єктом інвестування. З метою формування реального попиту на ощадні облігації їх дохідність доцільно визначати на ринкових умовах.

Запорукою ефективної боргової політики є довіра інвесторів до ринку запозичень, що призведе до значного збільшення ліквідності ринку та зниження вартості фінансових інструментів. Проведення чіткої і зрозумілої політики державних запозичень, підвищення її прозорості та відкритості, сприятиме посиленню довіри інвесторів до держави. Слід зробити доступнішою інформацію про склад учасників ринку та власників державних цінних паперів, напрями використання залучених коштів, стан реалізації проєктів, які фінансуються за рахунок емісії облігацій.

Забезпечення виконання зобов'язань держави за якнайменшою вартості поряд з максимізацією терміну погашення заборгованості належить до основних завдань удосконалення механізму

управління та обслуговування державного боргу. Із зростанням середнього строку погашення заборгованості збільшуються можливості використання методів управління державним боргом. Адже чим довший середній термін погашення боргу, тим ефективніше ним можна керувати, оптимально розподіливши строки погашення позик, використовуючи конверсію, консолідацію, уніфікацію та інші методи. Це може значно сприяти зниженню тиску боргового тягаря на бюджети майбутніх років. У загальному обсязі державних зобов'язань пріоритет повинен належати довгостроковим позикам, тобто необхідно проводити політику «фондування» державного боргу.

Отже, для вдосконалення боргової політики доцільно здійснити наступні заходи:

- визначити та законодавчо закріпити боргову стратегію України, у якій повинні бути встановлені граничні розміри державного боргу та напрями використання залучених коштів;

- у структурі державного боргу слід підвищити частку внутрішньої заборгованості, скорочуючи зовнішню, що зменшить залежність України від іноземного капіталу, дасть змогу зменшити валютні ризики та сприятиме розбудові фінансового ринку;

- політика заборгованості має бути спрямована на максимізацію строку погашення боргу. Адже чим довший термін погашення заборгованості, тим ефективніше можна керувати боргом, оптимально розподіливши терміни погашення позик, використовуючи конверсію, консолідацію, уніфікацію та інші методи управління;

- запорукою ефективної боргової політики є довіра інвесторів до ринку запозичень, що призведе до значного збільшення ліквідності ринку та зниження вартості фінансових інструментів. Активне управління державним боргом повинно здійснюватися з метою мінімізації ризиків, пов'язаних з його структурою, та зменшення вартості його обслуговування.

Література

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

2 Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. — К.: Либідь, 2000. — 654 с.

3 Про результати аналізу внутрішніх і зовнішніх запозичень на фінансування Державного бюджету України. — <http://www.ac-rada.gov.ua>

4 Финансово-бюджетные последствия структурных реформ в Российской Федерации. - <http://www.worldbank.org.ru>

5 Бюджетна політика у контексті стратегічного соціально-економічного розвитку України: У 6 т. / Редкол.: М. Я. Азаров (голова) та ін. — К.: НДФІ, 2004. — Т. 6: Підвищення ефективності боргової політики держави / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, О. І. Барановський та ін. — 2004. — 348 с.

6 Easterly W., Serven L. Eds. The Limits of Stabilization. Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America. Washington, DC, The World Bank, 2003. — 328 p.

7 Манків Грегори Н. Макроекономіка / Пер. з англ. — К.: Основи, 2000. — 588 с.

Стаття надійшла до редакції 15.06.2008 р

УДК 330.322.5

С. В. Онікієнко,

канд. екон. наук,
доцент кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ДОВГОСТРОКОВИЙ ПРОГНОЗ СТАВКИ ДИСКОНТУВАННЯ

Статья посвящена исследованию проблемы долгосрочного прогнозирования ставки дисконтирования на основе данных относительно потребности экономики капитале, которые отражаются в ставках доходности государственных ценных бумаг.

The article deals with the investigation of the problem of the discount rate's long-term forecasting on basis of social demand for capital reflected in the state-issued securities' redemption yields.

Ключові слова: оцінка проекту, ставка дисконтування, дохідність облігацій.

Якщо в 90-х роках ХХ ст. економіка України розвивалась в умовах інвестиційного спаду, то уже починаючи з 2000 року показники зростання валового внутрішнього продукту, обсягів промислового виробництва, зменшення соціальної напруженості дали змогу фахівцям говорити про стійку тенденцію стабілізації економічного та соціального розвитку країни. Економічна стабільність та прогнозованість призвели до зміни пріоритетів у підприємницькій діяльності загалом і в сфері інвестицій зокрема. Перед інвесторами відкривалися можливості реалізації довгостро-