

**НАЦІОНАЛЬНИЙ ІНСТИТУТ СТРАТЕГІЧНИХ
ДОСЛІДЖЕНЬ**

**ПІДКОМІТЕТ З ПИТАНЬ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ, ЗАПОЗИЧЕНЬ ТА
ІНВЕСТИЦІЙ КОМІТЕТУ З ПИТАНЬ БЮДЖЕТУ ВЕРХОВНОЇ РАДИ
УКРАЇНИ**

**ОСОБЛИВОСТІ ТА ПРІОРИТЕТИ
БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ**

Київ – 2004

*Затверджено до друку Вченою Радою Національного інституту
стратегічних досліджень 17 листопада 2004 р.*

*При повному або частковому відтворенні матеріалів даної публікації
посилання на видання обов'язкове*

Особливості та пріоритети боргової політики України. Гальчинський А.С., Варналій З.С., Майстришин В.Я. та ін. - К.: **, 2004. -** с.
ISBN

В дослідженні, запропонованому авторським колективом, аналізується сучасний стан зовнішнього та внутрішнього державного боргу України, зроблено оцінки боргового тягаря української економіки, вивчено вплив боргової політики на макроекономічну ситуацію в країні. Особливу увагу приділено орієнтирам удосконалення боргової політики з метою підвищення її ефективності, зменшення боргового тягаря та включення боргової політики у систему заходів стратегії формування інноваційної моделі економічного розвитку.

В додатку наведено матеріали засідання «круглого столу» «Боргова політика України: стан, проблеми та перспективи», який відбувся 10 листопада 2004 року.

Відповідальний редактор *к. е. н. Я. А. Жаліло*

Автори:

д.е.н., проф. А.С.Гальчинський, д. е. н., проф. З. С. Варналій,
В.Я.Майстришин, к. е. н. Я. В. Белінська, к. е. н. Я. А. Жаліло,
к. е. н. О. В. Шевченко, Д. С. Базилевич, В. А. Комаров, О. В.
Царук

Електронна версія:
<http://www.niss.gov.ua>

©Національний інститут стратегічних
досліджень, 2004

ОСОБЛИВОСТІ ТА ПРІОРИТЕТИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Формування та нагромадження внутрішнього та зовнішнього державного боргу є органічною складовою функціонування економік переважної більшості країн світу, потужним важелем макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії. На жаль, в Україні в ході трансформаційних процесів формування державного боргу відбувалося значною мірою хаотично, під впливом потреб оперативного фінансування поточних бюджетних видатків, що наклало відбиток на його структуру та обсяги.

Лише в останні роки в Україні розпочалося формування послідовної та виваженої довгострокової державної боргової політики, яку ще належить відповідним чином «вбудувати» у систему інструментів економічної стратегії держави. З нашої точки зору, пропонуване дослідження особливостей та пріоритетів боргової політики України сприятиме реалізації цього завдання.

1. ДЕРЖАВНИЙ БОРГ І СТАНОВЛЕННЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

1.1. Етапи формування державного боргу та боргової політики України

Статистика державного боргу (рис. 1) свідчить про декілька етапів у його формуванні та розвитку:

Перший етап: 1991-1994 роки. Період з 1991 по першу половину 1994 рр. характеризується залученням до фінансування дефіциту бюджету виключно прямих кредитів Національного банку та хаотичним утворенням зовнішнього боргу шляхом надання урядових гарантій за іноземними кредитами.

Другий етап: 1995-1996 роки. В цей період, поряд з продовженням надання зовнішніх гарантій, державний борг формувався за рахунок отримання зовнішніх позик від міжнародних фінансових організацій. Зазначений період характеризується також врегулюванням заборгованості України за енергоносії, початком випуску облігацій внутрішніх державних позик та поступовим заміщенням цими облігаціями прямих кредитів Національного банку.

Третій етап: 1997 - перша половина 1998 року. Цей етап характеризувався активним урядовим позичанням як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках капіталу, на який Україна вийшла в серпні 1997 року.

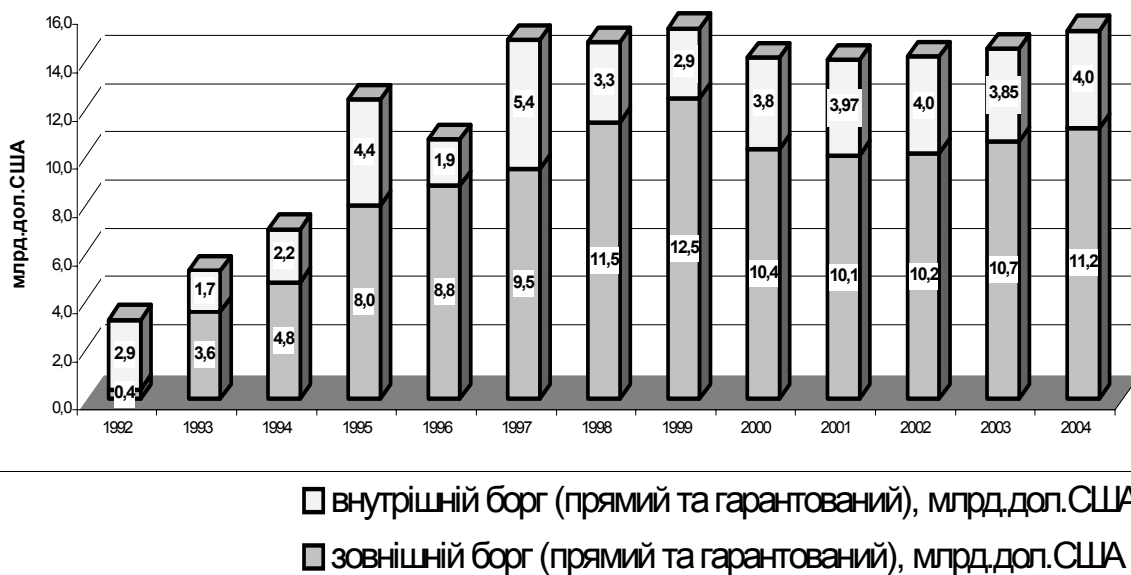


Рис. 1. Динаміка державного боргу України (станом на кінець відповідного періоду. 2004 – за 9 місяців)

Четвертий етап: друга половина 1998 - 2000 рік. Починаючи з другої половини 1998 року Україна зіткнулася із значними труднощами, пов'язаними з суттєвим скороченням можливостей урядових запозичень як із зовнішніх, так і з внутрішніх джерел. У цей період вперше було здійснено низку операцій щодо реструктуризації частин внутрішнього та зовнішнього боргу України, яка дала можливість через заміну облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) продовжити строк повернення запозичених коштів, а також зменшити тиск виплат за ОВДП у 1998 і 1999 роках.

Незважаючи на вжиті заходи, 2000-2001 роки були піковими за борговим навантаженням. Наявність значного розриву платіжного балансу та низькі валютні резерви стали основною причиною прийняття урядом рішення щодо проведення комплексної програми реструктуризації державного зовнішнього боргу України. Успішне завершення реструктуризації комерційного боргу в квітні 2000 року дозволило не лише скоротити державний борг на 152 млн дол. США, а й зменшити загальний обсяг виплат в 2000 році на 900 млн дол. США. Міністерство фінансів здійснило реструктуризацію боргових зобов'язань перед НБУ. Державні цінні папери, які були випущені у 1998-2000 роках та підлягали погашенню у 2000-2004

роках, були замінені на процентні облігації з терміном погашення протягом 2002-2010 років, що сприяло поліпшенню структури державного боргу та уникненню декапіталізації Національного банку України.

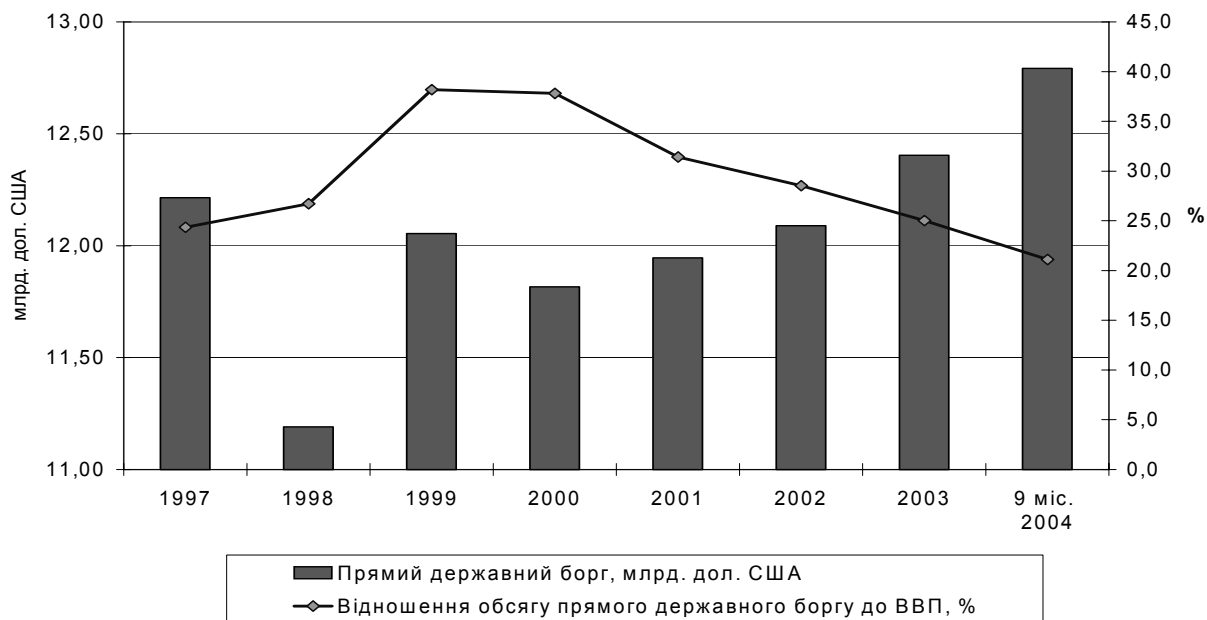


Рис. 2. Динаміка прямого державного боргу та його співвідношення з ВВП

П'ятий етап: 2001 рік - поточний час. Управління державним боргом в цей період характеризується переходом від антикризового управління до проведення виваженої боргової політики, націленої на зменшення боргового навантаження на економіку держави. Боргова реструктуризація 2000 року у поєднанні зі сприятливою для України зовнішньої кон'юктурою і стійким економічним зростанням дозволили суттєво знизити обсяги боргового навантаження на економіку, що сприяло відповідному підвищенню міжнародних рейтингів України. В 2001-2002 рр. співвідношення державного боргу та ВВП утримувалось на рівні 29-31 %, порівняно з 48 % в 1999 р. (рис. 2). На кінець 2003 р. воно зменшилося до 25 %. За підсумками поточного року цей показник може досягти рівня 20 %, а на кінець 2005 р., за прогнозами Міністерства фінансів України - 18 %. Річне обслуговування боргу скоротилося до 4,3 % ВВП. Спостерігається чітка тенденція до зменшення відношення державного боргу до доходів бюджету. Якщо вказаний показник у 2001 р. становив 220 %, то на кінець 2004 р. очікується 132 %, а на кінець 2005 р. – 100 % (за критичного рівня 300 %).

Між тим, протягом останніх років спостерігається поступове зростання обсягів платежів за державним боргом в абсолютній величині, що пов'язано із закінченням пільгових періодів за раніше отриманими кредитами (протягом пільгових періодів сплачувалися лише відсотки). Зважаючи на це, Уряд, спираючись на підвищення міжнародних кредитних рейтингів України, здійснює низку нових запозичень на зовнішніх ринках. Зокрема, в 2003 році було здійснено два випуски облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) України з доходністю 7,65 % річних та з терміном погашення в 2013 році на загальну суму 1 млрд дол. США. Відтак відбулося помітне зменшення вартості обслуговування та подовження строківості державних запозичень порівняно з 2002 роком, коли довипуск ОЗДП у листопаді 2002 року на загальну номінальну суму 260 млн дол. США з погашенням в 2007 році коштував Україні 10,843 % річних, а в грудні довипуск на суму 139 млн дол. США - 9,75 %.

У 2004 році тенденція до зменшення вартості державних зовнішніх запозичень продовжилася. Здійснено два випуски облігацій зовнішньої державної позики, один з яких має доходність 6,875 % та термін погашення 7 років, другий - здійснений за ставкою ЛІБОР для 6-місячних депозитів з маржею 3,375 %, що на момент випуску становило 4,9 %, термін погашення - 5 років.

Тенденція подовження терміну обігу державних цінних паперів спостерігалася і на внутрішньому позичковому ринку. Зважаючи на те, що висока ліквідність Єдиного казначейського рахунку не потребує залучення короткострокових ОВДП для покриття тимчасових касових розривів, для фінансування державного бюджету здійснюється планове розміщення, в основному, середньо- та довгострокових ОВДП.

1.2. Сучасний стан та структура державного боргу України

За даними Міністерства фінансів України, станом на 30 вересня 2004 року *державний прямий та гарантований борг* України становив 81116 млн грн. або 15282,7 млн дол. США (табл. 1), в тому числі: державний прямий та гарантований зовнішній борг – 59656,4 млн грн. (73,5 % від загальної суми державного прямого та гарантованого боргу) або 11239,6 млн дол. США; державний прямий та гарантований внутрішній борг – 21459,6 млн грн. (26,5 %), або 4043,1 млн дол. США.

Державний прямий борг України становив 67904,5 млн грн. (83,7 %) або 12793,6 млн дол. США, в тому числі: державний прямий зовнішній борг –

46445,9 млн грн. (57,3 %) або 8750,7 млн дол.США; державний прямиий внутрішній борг – 21458,6 млн грн. (26,5 %), або 4042,9 млн дол. США.

Гарантований борг України становив 13211,5 млн грн. (16,3 %) або 2489,1 млн дол. США, в тому числі: гарантований зовнішній борг – 13210,5 млн грн. (16,3 %), або 2488,9 млн дол. США; гарантований внутрішній борг – 966,3 тис. грн. або 182,1 тис. дол. США.

Таблиця 1

Державний прями́й та гарантований борг України у 1999-2004 рр., тис. дол. США

Показники	Роки					
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	30.09.2004
Загальна сума державного прямого та гарантованого боргу	15 248 148,22	14 172 499,64	14 085 069,46	14 201 692,08	14 542 525,86	15 282 703,29
Прями́й борг	12 053 993,95	11 816 304,60	11 945 343,35	12 090 013,69	12 404 261,57	12 793 583,21
Внутрі́шній борг	2 765 965,46	3 823 835,21	3 966 864,88	4 010 589,42	3 849 532,44	4 042 917,75
1. Заборгованість перед юридичними особами	2 094 321,98	1 873 985,17	2 000 774,18	2 048 624,46	1 887 458,62	2 211 161,10
2. Заборгованість перед банківськими установами	671 643,48	1 949 850,04	1 966 090,70	1 961 964,96	1 962 073,82	1 831 756,65
Зовні́шній борг	9 288 028,49	7 992 469,39	7 978 478,47	8 079 424,27	8 554 729,13	8 750 665,46
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	2 345 000,43	2 390 255,63	2 666 153,90	2 555 735,71	2 527 116,35	2 402 309,88
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	4 243 710,85	3 123 773,63	3 047 382,57	3 009 453,04	2 886 045,82	2 710 706,99
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	1 645 234,28	116 054,69	55 774,38	2 916,55	2 479,22	1 496,97
4. Заборгованість, не віднесена до інших	1 054 082,93	2 362 385,44	2 209 167,62	2 511 318,97	3 139 087,74	3 636 151,82

категорій						
Гарантований борг	3 194 154,27	2 356 195,04	2 139 726,11	2 111 678,39	2 138 264,29	2 489 120,08
Внутрішній борг	185,23	177,79	182,36	181,21	181,24	182,05
1. Заборгованість перед юридичними особами	2,22	2,13	2,19	2,18	2,18	2,19
2. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	183,01	175,66	180,17	179,03	179,06	179,86
Зовнішній борг	3 193 969,04	2 356 017,25	2 139 543,75	2 111 497,18	2 138 083,05	2 488 938,03
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	2 969 791,59	2 223 256,00	2 056 841,97	2 039 892,18	2 072 151,35	1 856 141,81
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	68 323,13	48 150,06	38 334,26	25 700,39	29 075,88	27 123,43
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	155 854,32	84 611,19	44 367,52	45 904,61	36 855,82	605 672,79

Протягом січня-вересня 2004 року сума державного прямого та гарантованого боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на 3582,5 млн грн. (4,6 %), або на 740,2 млн дол. США (5,1 %).

При цьому, *державний прямий зовнішній борг* збільшився на 836,4 млн грн. (1,8 %) або на 195,9 млн дол. США (2,3 %). Збільшення державного прямого зовнішнього боргу пов'язано в основному з випуском ОЗДП 2004 року на загальну суму 1,1 млрд дол. США.

Державний прямий внутрішній борг збільшився на 934,8 млн грн. (4,6 %), або на 193,4 млн дол. США (5,0 %). Збільшення державного прямого внутрішнього боргу пов'язано в основному з випуском ОВДП для погашення простроченої бюджетної заборгованості з податку на додану вартість на загальну суму 1926 млн грн.

В структурі державного боргу України три чверті займає зовнішній (прямий і гарантований) борг. При цьому на увагу заслуговує структура зовнішнього та внутрішнього боргу за ознакою умовності (табл. 2, рис. 3-4). Зокрема, варто відзначити, що понад половину прямого зовнішнього боргу становить несек'юритизована частина заборгованості перед міжнародними організаціями та урядами інших країн, що ускладнює управління зовнішнім боргом. Стосовно прямого внутрішнього боргу, показовою є значна його частка, яка належить Національному банку України та значною мірою утворилася в процесі боргової реструктуризації 2000 року.

Таблиця 2

Державний прямий та гарантований борг України станом на 30.09.2004 р. (за ознакою умовності)

Показники	Тис. дол. США	Тис. грн.	%
Загальна сума державного прямого та гарантованого боргу	15 282 703,29	81 116 004,31	100,0
Прямий борг	12 793 583,21	67 904 501,65	83,71
Внутрішній борг	4 042 917,75	21 458 594,63	26,45
1. Заборгованість перед юридичними особами	2 211 161,10	11 736 179,86	14,47
Державні цінні папери	1 251 102,74	6 640 478,00	8,19
Казначейські зобов'язання	9 248,08	49 086,05	0,06
ОВДП (5-річні)	459 437,76	2 438 557,81	3,01

ОВДП (4-річні)	33 743,99	179 103,00	0,22
ОВДП (3-річні)	115 776,32	614 506,00	0,76
ОВДП (2-річні)	22 518,23	119 520,00	0,15
ОВДП (18-місячні)	280 367,01	1 488 104,00	1,83
ОВДП (12-місячні)	38966,97	206 825,00	0,25
2. Заборгованість перед банківськими установами	1 831 756,65	9 722 414,77	11,99
Національний банк України	1 831 756,65	9 722 414,77	11,99
Зовнішній борг	8 750 665,46	46 445 907,02	57,26
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	2 402 309,88	12 750 740,17	15,72
Європейське Співтовариство	248 924,61	1 321 217,16	1,83
Європейський банк реконструкції та розвитку	44 284,46	235 048,65	0,29
Світовий Банк	2 109 100,81	11 194 474,36	13,80
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	2 710 706,99	14 387 619,52	17,74
Італія	91 457,20	485 427,40	0,60
Німеччина	405 556,17	2 152 570,48	2,65
Росія	1 583 355,86	8 403 977,90	10,36
США	248 205,87	1 317 402,29	1,62
Туркменистан	211 285,70	1 121 441,12	1,38
Франція	29 075,72	154 325,20	0,19
Японія	141 770,47	752 475,13	0,93
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	1 496,97	7 945,40	0,01
Bankers Trust Luxembourg S.A.	615,35	3 266,07	0,00
Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.	63,01	334,42	0,00
E.M.Sovereign Investments B.V.	188,54	1 000,71	0,00
Баварський об'єднаний банк	630,07	3 344,20	0,00
4. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	3 636 151,62	19 299 601,93	23,79
ОЗДП 1995 року	125 065,00	663 807,50	0,82
ОЗДП 2000 року	1 411 086,62	7 489 624,43	9,23
ОЗДП 2003 року	1 000 000,00	5 307 700,00	8,54

ОЗДП 2004 року	1 100 000,00	5 828 470,00	7,20
Гарантований борг	2 489 120,08	13 211 502,66	16,29
Внутрішній борг	182,05	966,25	0,00
1. Заборгованість перед юридичними особами	2,19	11,60	0,00
Державні цінні папери	2,19	11,60	0,00
2. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	179,86	954,65	0,00
Інші кредитори	179,86	954,65	0,00
Зовнішній борг	2 488 938,03	13 210 536,41	16,29
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	1 856 141,81	9 851 843,92	12,15
Європейський банк реконструкції та розвитку	198 361,94	1 052 845,69	1,30
Міжнародний Валютний Фонд	1 602 797,85	8 507 170,15	10,49
Світовий Банк	54 982,02	291 828,08	0,36
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	27 123,43	143 963,03	0,18
Німеччина	27 123,43	143 963,03	0,18
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	605 672,79	3 214 729,46	3,96
Colvis Finance Limited	107 500,00	570 577,75	0,70
Deutsche Bank AG London	480 000,00	2 547 696,00	3,14
Баварський об'єднаний банк	18 172,79	96 455,71	0,12

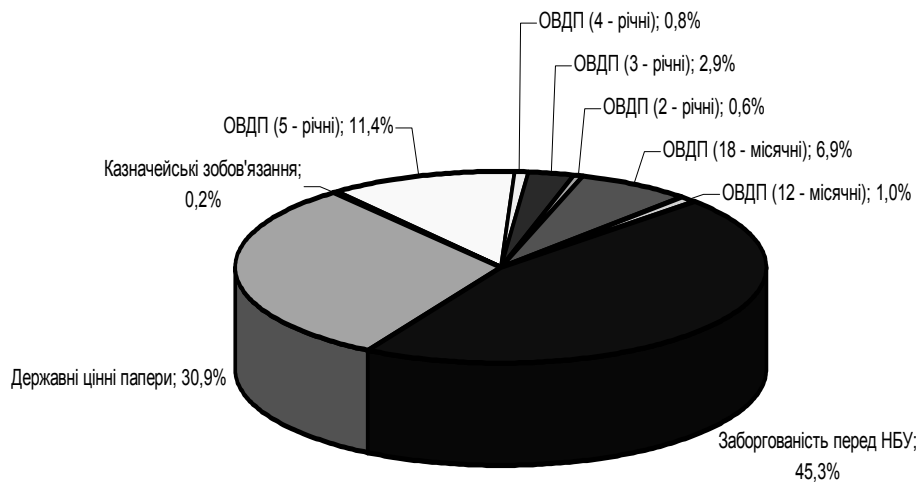


Рис. 3. Структура прямого внутрішнього боргу України за ознакою умовності (станом на 30.09.2004 р.)

На особливу увагу заслуговує гарантована складова державного боргу. Іноземні кредити під державні гарантії залучаються у рамках кредитних ліній, відкритих на підставі відповідних міжурядових та міжбанківських угод. Рішення про надання конкретним юридичним особам-резидентам України права залучення іноземних кредитів під державні гарантії, яким передувала державна експертиза проектів на основі суто адміністративних методів і оцінок, без конкурсних процедур, без будь-якої особистої відповідальності за можливі негативні наслідки при їхньому використанні та поверненні, приймалися Кабінетом Міністрів України або невеликою групою посадових осіб Валютно-кредитної ради Кабінету Міністрів України (ліквідована Указом Президента України № 932 від 31.06.2000 р.).

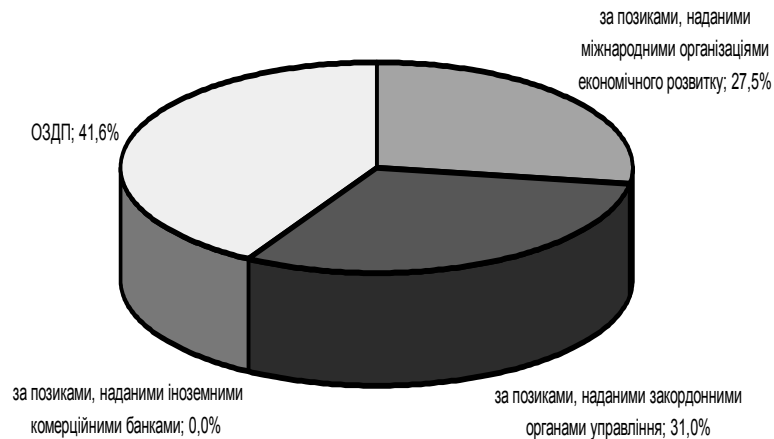


Рис. 4. Структура прямого зовнішнього боргу України за ознакою умовності (станом на 30.09.2004 р.)

За інформацією «Укрексімбанку», понад 50 % кредитних проектів відразу передбачали в погашенні та обслуговуванні іноземних кредитів в тій чи іншій формі участь бюджету, що давало змогу отримувачам іноземних кредитів безвідповідально ставитися до виконання своїх фінансових зобов'язань. Потужними факторами марнування частини отриманих гарантованих кредитів стали затяжна трансформаційна криза та несприятливе макроекономічне середовище, яке перешкоджало впровадженню та окупності додаткових виробничих потужностей, створених за рахунок залучення цих кредитів. Негативний досвід гарантованого кредитування призвів до скорочення цієї складової зовнішнього державного боргу (до кінця 2003 р. 97 % гарантованого зовнішнього боргу становила заборгованість перед МВФ, ЄБРР та Світовим банком). Лише у 2004 р., на основі формування низки кредитоспроможних інвестиційних проектів, частка заборгованості перед іноземними комерційними банками за гарантованими кредитами зросла до 24 % гарантованого зовнішнього боргу. Загалом гарантований борг України збільшився за 9 місяців 2004 р. на 1811,3 млн грн. (15,9 %), або на 350,9 млн дол. США (16,4 %), що спричинене в основному залученням зовнішніх кредитних ресурсів для фінансування реконструкції ділянки автомобільної дороги Київ-Одеса. Загалом за цей період надано державні гарантії для отримання кредиту на спорудження дороги Київ-Одеса (480 млн дол.) і для будівництва автомобільно-залізничного моста через Дніпро (700 млн дол.).

1.3. Ефективність інвестиційного використання державних запозичень

Визначити реальний обсяг запозичень, що спрямовуються на цілі бюджетного інвестування економіки України, не видається можливим. Державна програма запозичень, яка затверджується разом із законом про Державний бюджет на відповідний рік, не містить детальних напрямів використання ресурсів від розміщення ОВДП та ОЗДП, які спрямовуються на фінансування дефіциту бюджету. Звіти Держказначейства щодо фінансування дефіциту бюджету також не корелюють із відповідними статтями видаткової частини державного фінансового плану.

Частина бюджетних інвестицій (фінансування проектів розвитку) здійснюється за рахунок пільгових кредитів Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) та Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР). Фінансування проектів розвитку МБРР та ЄБРР відбувається на умовах самоокупності та обов'язкового внутрішнього співфінансування. Станом на 16.09.2004 р. у стадії реалізації знаходилось 16 інвестиційних проектів МБРР та ЄБРР на загальну суму майже 1,2 млрд дол. США.

Перевірками Рахункової палати України встановлено факти численних порушень у використанні позик МБРР: недотримання Україною зобов'язань, взятих у рамках надання позик, невиконання вимог щодо співфінансування, затягування періоду ратифікації кредитних угод, неузгодженість дій органів влади у питаннях організаційного забезпечення позик тощо. Як наслідок, частину проектів було анульовано на етапі реалізації, а бюджету завдано суттєвих втрат у вигляді нарахованих процентів за резервування позик. Як підсумовують експерти Рахункової палати, низька ефективність власне інвестиційних проектів призводить до того, що у більшості випадків кінцевої мети залучення інвестиційних ресурсів досягнуто не було. При цьому, головні розпорядники позикових коштів не несуть відповідальності за недбало вжиті заходи.

Про інвестиційну складову державного боргу опосередковано свідчить і частка заборгованості суб'єктів підприємницької діяльності за кредитами, наданими під державні гарантії. Всього станом на 1.01.2004 р. їхня заборгованість за такими кредитами сягнула 9,4 млрд грн.

Результати реалізації проектів розвитку є ознакою низької ефективності бюджетних інвестицій. Про це свідчить рівень повернення позикових коштів по гарантованих кредитах – 15 % загального обсягу. Крім того, значна кількість підприємств-боржників знаходяться у стані ліквідації або санації.

На нашу думку, прорахунки із фінансуванням проектів розвитку за рахунок запозичених ресурсів мають системний характер й пов'язані із вадами політики державного інвестування в Україні. Основні недоліки діючої системи бюджетного інвестування полягають у наступному.

По-перше, розробка бюджету розвитку як складової частини Програми діяльності КМУ практично не узгоджується із підготовкою щорічного проекту бюджету, що призводить до фрагментарності процесу бюджетного інвестування. Зокрема, у 2003 р. розподіл державних централізованих капіталовкладень було здійснено лише у липні, що не сприяло вчасному виконанню робіт.

По-друге, відсутні чіткі економічні критерії виділення державних капіталовкладень. Вибір об'єктів державного інвестування здійснюється без належного техніко-економічного обґрунтування й часто є прямим результатом політичного лобіювання. Так, значна частина бюджетних інвестицій звичайно спрямовується на ремонт адміністративних будівель та будівництво житла для працівників центральних міністерств.

По-третє, інвестиційні програми та проекти затверджуються у Державному бюджеті на щорічній основі, незважаючи на середньостроковий характер їхнього фінансування. Це призводить до порушення планів інвестиційних програм та зниження віддачі від реалізації інвестицій.

1.4. Оцінки боргового тягаря України

Спроможність у повному обсязі обслуговувати та своєчасно погашати державний борг є одним з основних показників фінансової стабільності країни, що закріплює за державою імідж надійного позичальника та відкриває перед нею можливості до нових позик на більш вигідних умовах.

Одним із найважливіших показників, який характеризує ефективність боргової політики країни та її спроможність виконувати боргові зобов'язання, є співвідношення сумарних виплат із обслуговування й погашення державного боргу до загальних доходів державного бюджету та ВВП. Коли сумарні боргові виплати після боргової кризи 1998 року сягнули небезпечних 71,4 % річного обсягу дохідної частини держбюджету (табл. 3), здійснення упродовж 1999-2001 рр. реструктуризації боргових зобов'язань дозволило суттєво знизити навантаження на державний бюджет. Останні п'ять років відносні бюджетні витрати на обслуговування та погашення держборгу стабілізувались у межах 3,1-4,2 % ВВП та 16,0 - 19,9 % сукупних бюджетних доходів (що відповідає 2-3 місячному обсягу надходжень до держбюджету). При цьому слід зважити на збереження відносної стабільності боргових

виплат на початку пікового періоду погашення боргових зобов'язань, що припадає на 2003-2007 рр.

Розмір державного боргу України, відповідно до вищенаведених параметрів, не є надто загрозливим для економіки. Проте найбільшою проблемою нині залишається невдалий графік погашення. Непослідовна політика запозичень у 1997-1999 рр. призвела до нерівномірного розподілу боргового навантаження у часовій перспективі. Ситуативний підхід до формування строкової структури боргу і дискретність запозичень на різних умовах призводять до «пікових» перевантажень платежів, які, в свою чергу, провокують боргову кризу. При цьому навіть прийнятні умови окремих нових позик не виключають негативного сукупного впливу на загальний графік управління і обслуговування боргу.

Обтяжливість боргу посилюється короткостроковістю більшості запозичень, що перевищує можливості бюджету обслуговувати їх та спонукає до нових запозичень. Варто наголосити, що проблема надмірних коротких зобов'язань відіграла важливу роль в розгортанні як російської фінансової кризи, так і кризових ситуацій в ряді країн Азії та Латинської Америки.

В 2004 році сумарні боргові виплати оцінюються на рівні **13 580 млн грн.** (4,1 % ВВП або 19,6 % обсягу доходної частини держбюджету) (табл. 3), з них $\frac{3}{4}$ складають витрати на погашення основної суми боргу. Починаючи із 1999 р., зберігається чітка тенденція щодо превалювання виплат за зовнішнім боргом. У 2004 р. співвідношення між зовнішніми й внутрішніми виплатами очікується на рівні **60:40**.

Показовим є помітне відносне зменшення фактичного боргового навантаження після 2000 р., пов'язане насамперед з урядовою політикою реструктуризації заборгованостей (рис. 2). Станом на вересень 2004 р. відношення обслуговування до погашення боргу склало 4,01%, що свідчить про невисоку фактичну офіційну вартість державного боргу. Цьому сприяє підвищення кредитного рейтингу України, яке знижує вартість нових запозичень. Зокрема, протягом 2004 р. низка провідних рейтингових агентств світу підвищила кредитний рейтинг України до В – В+ з стабільним та позитивним прогнозом. Водночас, експерти відзначають значну неоднорідність структури держборгу, з високою часткою успадкованих високих фіксованих ставок. Зокрема, 18,5 % прямого зовнішнього боргу становлять доларові ОЗДП 2000 р., випущені під 11 % річних.

Таблиця 3

Динаміка витрат Державного бюджету України на обслуговування і погашення державного боргу,

млн грн.

Показники	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (о)	2005 (п)
Виплати за держборгом – всього	3322	6943	11618	6798	7197	6350	9062	10132	13580	12572
у тому числі:										
обслуговування	1216	1768	2411	3088	4569	4170	2870	2582	3391	3252
погашення	2106	5175	9207	3710	2628	2180	6192	7550	10189	7029
Виплати за внутрішнім держборгом – всього	1285	4886	8477	3064	3325	2438	3252	2298	5013	4119
у тому числі:										
обслуговування	445	930	1663	1251	1661	1644	630	279	1085	981
погашення	840	3956	6814	1813	1664	794	2622	2019	3928	3138
Виплати за зовнішнім держборгом – всього	2037	2057	3141	3734	5198	3912	5810	7834	8567	8453
у тому числі:										
обслуговування	771	838	748	1837	4104	2526	2240	2303	2306	2271
погашення	1266	1219	2393	1897	1094	1386	3570	5531	6261	6182
Відношення витратків на обслуговування та погашення держборгу до ВВП, %	4,1	7,4	11,3	5,2	4,2	3,1	4,0	3,8	4,1	3,2
Відношення витратків на обслуговування та погашення держборгу до доходів Державного бюджету, %	16,9	41,3	71,4	34,0	19,9	16,0	19,9	18,4	19,6	14,3

о - очікувані виплати., п - заплановані виплати

Слід звернути увагу також на тенденцію значного зростання, починаючи з 2002 року, обсягів погашення держборгу. Проте у порівнянні із 1997-98 роками, коли відношення погашення та обслуговування до держборгу становило близько 24 %, а погашення близько 18 %, у 2004 році погашення боргу складає близько 12 % (рис. 5).

Щодо перспектив наступного року, урядовий проект Державного бюджету - 2005 передбачає зменшення витрат на обслуговування та погашення держборгу до 3,2 % ВВП та 14,3 % доходів відповідно. Оптимізації боргових виплат сприятимуть, серед інших, зменшення вартості ОЗДП та активні операції Мінфіну щодо управління державним боргом.

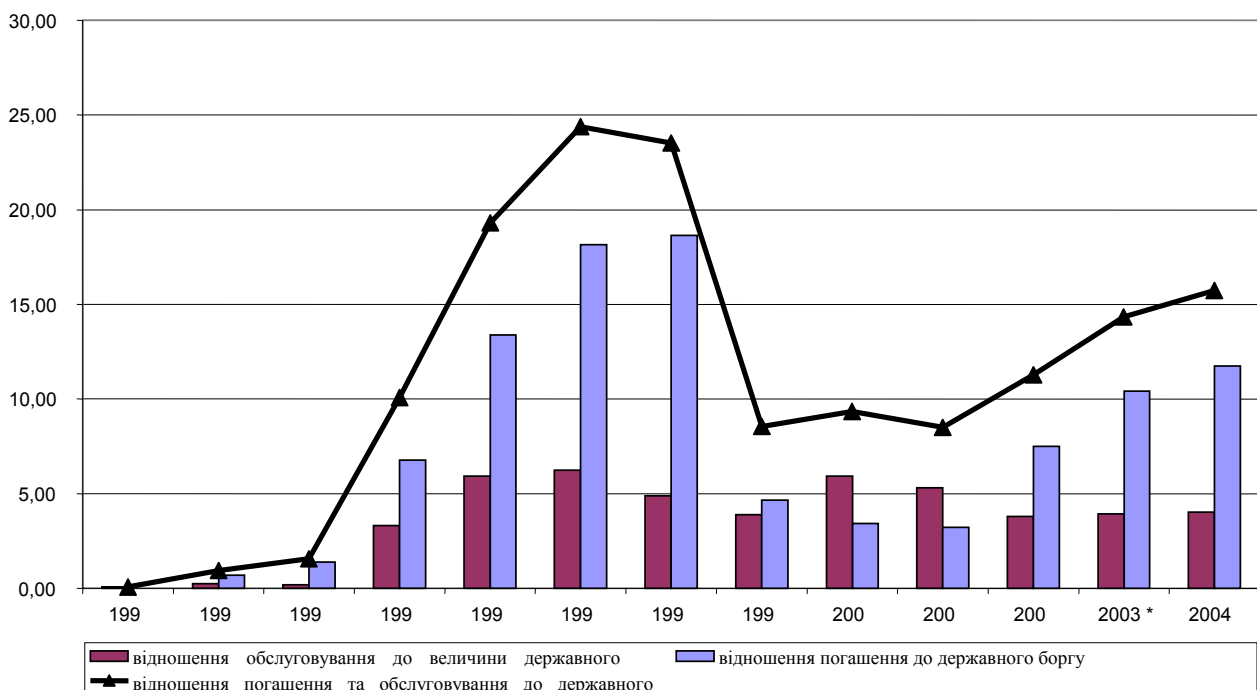


Рис. 5. Співвідношення державного боргу і витрат на його обслуговування та погашення, %

Розрахунок нетто-боргових виплат (чисті позичкові залучення за вирахуванням витрат на погашення й обслуговування держборгу) дозволяє оцінити рівень фактичного навантаження на держбюджет України (табл.4). Негативне сальдо залучень-виплат свідчить про те, що **упродовж останніх п'яти років позичкові кошти повністю спрямовувалися на погашення і обслуговування існуючих боргових зобов'язань.**

Провідну роль у формуванні негативного сальдо запозичень відіграють зовнішні позичкові операції уряду. За підрахунками фахівців Інституту економічного прогнозування НАН України, якщо до 1999 р. надходження

зовнішніх фінансових ресурсів спрямовувалося на фінансування внутрішніх споживчих витрат та інвестицій (які через низьку ефективність не забезпечили основи для майбутніх боргових виплат), згодом зовнішні державні запозичення стали де-факто **фінансувати відплив валютних коштів**. Більше того, внаслідок недостатності позичкових коштів, на обслуговування зовнішніх зобов'язань (покриття негативного сальдо запозичень) спрямовувалася також частина ресурсів внутрішнього споживання та інвестування, отримана як позитивне сальдо торговельного балансу та профіцит державного бюджету.

Таблиця 4

Навантаження нетто-боргових виплат на Державний бюджет України,
млн грн.

Показники	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (о)	2005 (п)
Залучення позик, млн грн.	5660	3767	3316	5169	7325	1001 0	1282 4
Сумарні боргові виплати, млн грн.	6798	7197	6350	9062	1013 2	1358 0	1257 2
Сальдо залучень- виплат, млн грн.	-1138	-3430	-3034	-3893	-2807	-3570	252
Дефіцит(-)/профіцит (+) Держбюджету, млн грн	-1965	697	-681	1119	-1043	- 7553*	- 4973*
Сальдо залучень- виплат, % доходів Держбюджету	-5,7	-9,5	-7,6	-8,6	-5,1	-5,2	0,3
Сальдо залучень- виплат, % ВВП	-0,9	-2,0	-1,5	-1,7	-1,1	-1,1	0,1
Дефіцит Державного бюджету, % ВВП	-1,5	0,4	-0,3	0,5	-0,4	-2,3	-1,3

о - очікувані виплати., п - заплановані виплати, * - граничний розмір.

Слід відзначити, що реальне навантаження боргових виплат на держбюджет є значно більшим, оскільки за існуючої методології обрахунку держборгу до складу останнього не включається низка внутрішніх та зовнішніх зобов'язань уряду, виплати за якими здійснюються з державного бюджету. Зокрема, йдеться про виплати знецінених заощаджень громадян, нереструктуризовану заборгованість із відшкодування ПДВ, погашення та обслуговування боргу перед комерційними банками, погашення кредиторської заборгованості бюджетних організацій, що накопичилась у минулі роки, реструктуризовану заборгованість за внесками до міжнародних організацій тощо. Так, лише виплати з компенсації знецінених заощаджень громадян в урядовому проекті бюджету-2005 було заплановано на рівні 6,5 млрд грн.

1.5. Макроекономічний ефект державного боргу

Поряд з прямим впливом, якого державний борг завдає у бюджетній сфері, варто брати до уваги його макроекономічний ефект, що знаходить вияв у різних сферах національної економіки.

Зокрема, наявність негативного сальдо внутрішніх запозичень відіграє додаткову стабілізуючу роль на грошовому ринку. За допомогою механізмів обслуговування та виплат за ОВДП відбувається фактична стерилізація частини грошових коштів, вилучених у суб'єктів господарювання через податкову систему (табл. 5).

Таблиця 5

Співвідношення залучення коштів та виплат за ОВДП, млн грн.

2003 р.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	за
Залучено через аукціони первинного розміщення ОВДП	92,8	125,9	24,0	125,9	165,0	96,6	64,7	46,1	60,1	117,5	89,7	156,5	1164,8
Погашено та сплачено доходу за ОВДП	137,2	187,6	117,3	360,0	205,5	171,3	328,6	280,5	118,8	131,6	117,8	121,0	2277,2

2004 р.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	за 10 міс*

Залучено через аукціони первинного розміщення ОВДП	3	71,7	133,0	180,3	178,8	101,1	803,7	43,9	485,1	100,5	0	2098
Погашено та сплачено доходу за ОВДП	та за	447,4	332,0	191,9	201,1	191,6	964,3	217,5	195,4	242,6	217,8	3201,6

* Підсумок за період розраховано авторами.

Зворотним боком позичкової активності уряду на внутрішньому ринку зазвичай є ефект «витіснення» приватних інвестицій внаслідок збільшення державних запозичень, який характерний для розвинених ринкових економік. Між тим, в умовах України, за нерозвиненості фондового ринку та системи «довгих грошей», цей ефект не спрацьовує повною мірою. За умов збереження надлишкової ліквідності комерційних банків, бюджет та реальний сектор економіки не є конкурентами за кредитні ресурси через низьку платоспроможність останнього, відтак зростання кредитування економіки комерційними банками зростає здебільшого в міру підвищення платоспроможності позичальників, а наявність надлишкової ліквідності свідчить про принципову можливість одночасного розширення державних та корпоративних запозичень у комерційних банків. Державні запозичення на внутрішньому ринку акумулюють вільні кошти, які за інших рівних умов не були б спрямовані на інвестиційні потреби. Як показав досвід, зниження дохідності ОВДП в українській економіці також не стимулювало зниження процентних ставок по кредитах комерційних банків. За посилення жорсткості монетарної політики потужність «ефекту витіснення» зростає.

Принагідно зазначимо, що за умов, що склалися в Україні, свідоме використання ефекту «витіснення» шляхом вилучення частини інвестиційного ресурсу підприємств та наступної конвертації його у державні інвестиції також видається цілком прийнятним. Адже, як свідчать статистичні дані, структура інвестування залишається далекою від досконалої. Зокрема, в 2003 р. приріст інвестицій у промисловість (24,6 %) був помітно нижче середнього по економіці, а всього в цей вид економічної діяльності надійшло лише 38,7 % усіх капіталовкладень. За фактичної відсутності стимулів до інвестування капіталовкладення спрямовуються насамперед у види економічної діяльності, які мають високу ліквідність і короткі строки окупності, що природно, зважаючи на дорожнечу кредитних ресурсів, що зберігається. Випереджальними темпами зростали інвестиції в оптову і роздрібну торгівлю

(54,8 %), причому за 2001-2003 рр. вони збільшилися в 3,6 разу, тоді як у промисловості – менш ніж у півтора.

При відносному перенагромадженні інвестицій, приміром, у харчовій промисловості, низка галузей продовжує потерпати від інвестиційного голоду. Так, у металургію в 2003 р. надійшло лише 10,3 % промислових інвестицій (питома вага галузі у валовому промисловому випуску – 24 %), у машинобудування – 8 % (питома вага у випуску – 14 %). У сільське господарство, яке дало 11 % валового випуску, надійшло лише 4 % всіх інвестицій в основний капітал.

Зовнішні запозичення, як правило, значно більш нейтральні щодо впливу на макроекономічне становище в країні з огляду на те, що надходження від них, як правило, витрачаються на обслуговування зовнішнього боргу і не надходять до обігу. Ситуація дещо змінилася у поточному році, зважаючи на помітне збільшення припливу гарантованих зовнішніх запозичень. Такі запозичення сприяють фактичному збільшенню пропозиції іноземної валюти на валютному ринку, відтак, ведуть до зміцнення курсу гривні. У ситуації активного припливу валютної виручки експортерів такий додатковий приплив валюти здійснює інфляційне навантаження, і жорстка монетарна політика вимагатиме проведення стерилізаційних операцій. Тоді відповідне утримання високих процентних ставок та інші стерилізаційні інструменти гальмуватимуть інвестиційні процеси всередині країни, і ефект «витіснення» приватних інвестицій з боку надмірних зовнішніх державних запозичень може бути парадоксальним чином значно більш відчутним, ніж з боку внутрішніх.

У період пікових виплат за зовнішнім боргом (2004-2007 рр.) в умовах значної невизначеності зовнішньої кон'юнктури (коливань цін на нафту, спадної динаміки цін на метали тощо), напруженої ситуації на світових фінансових ринках щодо взаємної динаміки провідних світових валют, що безпосередньо впливає на обсяги експортної виручки та курсову динаміку в Україні, у фінансовій сфері держави може створитися складна ситуація.

Здійснення великих зовнішніх виплат відволікатиме значні ресурси від продуктивного використання всередині країни і унеможливить спрямування коштів бюджету на структурне реформування економіки та інноваційні проекти, означатиме згортання соціальних програм. В умовах хронічно від'ємного сальдо рахунку операцій з капіталу та фінансових операцій платіжного балансу збільшення боргових платежів сприятиме закріпленню несприятливої інтеграційної моделі України, відповідно до якої дефіцитне сальдо руху капіталів фінансується за рахунок нарощування експорту і є, по суті, каналом витоку капіталів з країни.

За таких умов доречнішим видається першочергове використання коштів, отриманих від сприятливої кон'юнктури на провідних експортних ринках України, на погашення зовнішньої заборгованості, що дозволить в майбутньому вивільнити значні ресурси для інвестиційних цілей.

1.6. Підсумкова характеристика боргової політики України на сучасному етапі

Таким чином, незважаючи на активне позичкове фінансування української економіки в період економічного спаду, загалом рівень її боргового навантаження залишається порівняно невисоким. Так, якщо співвідношення державного боргу та ВВП склало у 2003 р. для України лише 25 %, аналогічний показник для США становив 63 %, країн єврозони – 70,6 %, в тому числі Греції, Бельгії, Італії – понад 100 %, Японії – 155 %. Водночас обтяжливість цього навантаження для бюджету в Україні є значно більш високою через більш високу вартість позичкових ресурсів.

Вищезазначене обумовило основний цільовий орієнтир боргової політики України – її спрямування на зниження вартості та подовження терміну запозичень, в тому числі – шляхом реструктуризації наявних заборгованостей. Відтак боргова політика в Україні на сучасному етапі обмежена суто сферою боргових відносин та не включена у загальну економічну стратегію держави. Стійке збереження негативного сальдо запозичень обумовило практичну відсутність позитивного ефекту зовнішніх та внутрішніх запозичень для завдань розвитку, оскільки запозичення не лише не могли сприяти вивільненню корпоративних ресурсів на інвестиційні потреби, але й вимагали додаткової їхньої мобілізації для цілей обслуговування заборгованості.

Певні зміни в орієнтирах боргової політики почали відбуватися в 2004 р. завдяки розвиткові гарантованого кредитування. Між тим, довгостроковий макроекономічний ефект такого типу запозичень потребує додаткового дослідження.

На нашу думку, боргова політика України потребує значного удосконалення шляхом поліпшення її нормативно-інституційного забезпечення, розширення спектра інструментів та кола завдань і пріоритетів.

2. ШЛЯХИ УДОСКОНАЛЕННЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

2.1. Проблеми нормативно-інституційного забезпечення боргової політики України

Важливою перешкодою налагодженню належної стратегічної ефективності боргової політики в Україні є відсутність цілісної системи законодавчого забезпечення регулювання витрат з обслуговування і погашення державного боргу. Зволікання із прийняттям базового закону про державний борг призводить до виникнення суперечностей між положеннями окремих нормативних актів з питань погашення і обслуговування державного боргу. За висновками Рахункової палати України, чинним законодавством взагалі не врегульовані порядок витрачання коштів Державного бюджету України на управління державним боргом та повноваження органів державної влади у цьому процесі. Суттєві недоліки існують на етапі планування витрат з обслуговування, погашення та управління державним боргом. Крім того, щорічними перевітками Рахункової палати встановлюються численні правопорушення у процесі здійснення боргових виплат (зокрема, за результатами комплексної перевірки, в 2002 р. вони сягнули 716,7 млн грн.).

Базовим нормативним актом, який здійснює регулювання даної сфери, є Бюджетний кодекс України, в якому зафіксовано загальні принципи боргової політики, в тому числі - обов'язковість зменшення державного боргу, якщо його обсяг зросте до 60 % ВВП. В законах про державний бюджет України на відповідні роки визначаються щорічні граничні показники окремих кількісних параметрів державного боргу, джерела його обслуговування та фінансування бюджетного дефіциту. Окремі постанови Уряду України визначають умови окремих видів державних запозичень.

Постановою Кабінету Міністрів України від 28 вересня 2000 р. № 1483 було схвалено Концепцію державної боргової політики на 2001-2004 роки. Концепцію спрямовано на врегулювання комплексу проблем, пов'язаних з необхідністю визначення оптимальних джерел фінансування потреб держави, зменшення боргового навантаження на державний бюджет, запобігання подальшому збільшенню зовнішнього боргу та створення ефективної системи управління державним боргом, недопущення безконтрольного збільшення державного боргу, забезпечення координації діяльності органів виконавчої влади, установ та організацій.

Більшу частину поставлених Концепцією цілей було досягнуто, що насамперед стосується доведення показника державного боргу України до безпечних розмірів. Між тим, подальшого вдосконалення потребують система управління державним боргом, підвищення координованості дій центральних органів виконавчої і законодавчої влади й визначення пріоритетів розвитку економіки та напрямів використання коштів від додаткових запозичень. Існуюче законодавче поле регулювання відносин, що виникають в процесі управління державним боргом та операцій з державною заборгованістю, на думку експертів, не відповідає потребам поглиблення ринкового реформування основ макроекономічної політики та функціонування фінансових ринків і їхнього інституційного забезпечення, має несистемний характер. Зокрема, має місце неврегульованість широкого спектра питань, пов'язаних із:

- компетенцією органів влади щодо державного боргу;
- визначенням величини, складу та структурних параметрів державного боргу, на які повинна орієнтуватись відповідна політика;
- регламентуванням операцій щодо управління державним боргом;
- можливостями здійснювати таке управління через фінансовий ринок;
- порядком надання державних гарантій та визначенням пріоритетів у цій сфері тощо.

Усі зазначені вище питання потребують системної законодавчої основи, яка б враховувала передові досягнення боргової теорії та практики здійснення боргової політики. З цією метою Підкомітетом з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України було розроблено проект Закону України «Про Державний борг України» (реєстр № 1229-1). Головними цілями законопроекту є створення системного законодавчого поля регулювання відносин, що виникають при здійсненні боргової політики та операцій Уряду з державною заборгованістю, регламентація визначальних принципів організації системи управління державним боргом, створення передумов для розмежування повноважень, підвищення прозорості і відповідальності органів виконавчої влади за боргові рішення, створення ефективного механізму безпечного управління державним боргом та економії коштів Державного бюджету України шляхом запобігання ризикам. На думку авторів законопроекту, його прийняття сприятиме вирішенню завдань:

- вдосконалення механізмів здійснення державних запозичень та погашення державного боргу;
- встановлення нового механізму надання державних гарантій із урахуванням ризиків;

- створення умов прозорості та передбачуваності для всіх економічних агентів в питаннях управління державним боргом, створення сучасної інформаційної інфраструктури управління державним боргом та ризиками;
- сприяння розвитку ринку державних цінних паперів;
- встановлення збалансованого механізму розмежування повноважень владних структур з управління державним боргом.

2.2. Основні завдання оптимізації боргової політики України

Стосовно участі України на міжнародних ринках позичкового капіталу досить складно зробити довгострокові прогнози через відсутність постійного попиту на певні боргові інструменти та його ситуативність. Незважаючи на певну зацікавленість українськими борговими інструментами з боку іноземних інвесторів, їхня діяльність носить в більшій мірі дискретний спекулятивний характер і обумовлена високими відсотковими ставками, які іноді є не виправданими з точки зору світової кон'юнктури на ринках запозичень.

Між тим, загальна тенденція свідчить про поступове зростання довіри інвесторів до економіки України. Зокрема, обнадійливим є підвищення уваги з боку іноземних інвесторів до ринку українських єврооблігацій, який демонструє позитивну динаміку розвитку протягом останніх років. Періодичне підвищення кредитного рейтингу України як суверенного позичальника, присвоєння корпоративних кредитних рейтингів деяким українським компаніям та банкам розширюють можливості участі України на ринках міжнародного позичкового капіталу та сприяють більш вигідним умовам запозичень.

З одного боку, наявність рекордних міжнародних резервів Національного банку, які на кінець вересня 2004 року склали 12,105 млрд дол., і надалі сприятимуть укріпленню позицій України на міжнародних ринках позичкового капіталу, хоча загроза прискорення темпів інфляції та політичний фактор нестабільності внесуть свої корективи у спрямованість пошуків джерел фінансування в сфері національної економіки. З іншого боку, позитивна для України ситуація на ринках запозичень може стати основою для скорочення частки зовнішнього боргу і, таким чином, послаблення залежності держави від зовнішніх чинників.

Втім, слід відзначити, що більшість фінансових аналітиків світу прогнозують зростання процентних ставок за кредитами в США та Великій Британії, що, враховуючи зростаюче занепокоєння зарубіжних кредиторів існуванням майбутніх піків боргових платежів України, може призвести до

зменшення попиту на українські боргові цінні папери та зростання вартості запозичень.

Стратегічною метою державної боргової політики України має стати залучення фінансових ресурсів для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни із одночасним забезпеченням стабільного співвідношення державного боргу та ВВП.

Враховуючи, що зовнішні запозичення являють собою фактичне вивезення капіталу з країни, оскільки є, по суті, продажем нерезидентам (навіть, якщо вони є підставними особами резидентів) права на отримання частини прибутку резидентів України, тобто декапіталізацію національної економіки, обсяг зовнішньої заборгованості України повинен підтримуватись на відносно невисокому рівні. В цьому контексті внутрішні запозичення, які є засобом перерозподілу прибутку всередині країни, видаються більш прийнятними для капіталодефіцитної економіки.

Проте боргове фінансування дефіциту бюджету видається припустимим понад межі потреб обслуговування попередніх заборгованостей, лише якщо воно формує потенціал майбутнього розвитку. Йдеться як про здійснення прямих бюджетних інвестицій, так і про створення умов для стійкого, швидкого та якісного економічного зростання економіки в цілому. Такі умови можуть, зокрема, полягати у поліпшенні виробничої, транспортної, енергетичної, інформаційної та ін. інфраструктури. До цього ж розряду варто відносити частину інвестицій у розвиток людського капіталу, зокрема – у сфері підготовки та перепідготовки працівників згідно вимог ринку праці, розвитку відповідних освітніх закладів тощо.

Україні непродуктивним видається боргове фінансування статей споживчого спрямування. Видатки на споживання мають стимулюючий сенс у разі еластичності пропозиції. Між тим, приріст приватного споживання відбувається по галузях, в яких часто спостерігається «локальний перегрів», або які є неконкурентоспроможними на внутрішньому ринку. Відтак дефіцитне фінансування підвищує «номінальний» попит, але не підвищує «реальний», що створює потенційну можливість зростання інфляційних тенденцій та погіршення зовнішньоторговельного балансу.

Стратегічним завданням боргової політики є також пошук оптимального співвідношення між борговим та податковим фінансуванням бюджетних видатків. У короткостроковому періоді залучення позичкових ресурсів дає можливість дещо знизити фіскальне навантаження на національну економіку в розрахунку на спрямування додаткових коштів, які залишаються у суб'єктів господарювання, на їхній розвиток. Між тим, таким чином

фінансування поточних бюджетних видатків здійснюватиметься за рахунок майбутніх ресурсів розвитку, а отже, економічний розвиток гальмуватиметься у довгостроковій перспективі.

Виходячи з вищезазначеного, стратегія формування і обслуговування ринку державних запозичень повинна базуватися на науково обґрунтованих засадах. Структура і розмір державного боргу мають прогнозуватися на часовому інтервалі в декілька років та навіть десятиріч з тим, щоб забезпечити збалансований бюджет, стабільне економічне зростання й потужну фінансову систему. За відсутності такої стратегії економічна криза загострюватиметься, а державний борг зростатиме.

Проблеми державного боргу повинні стати окремим напрямом дослідження у сферах економічного аналізу, прогнозування, фінансового менеджменту, господарського права. До принципів моментів, на яких варто зосередити увагу при виробленні стратегії боргового управління, слід віднести чітко визначену граничну межу частки зовнішнього та внутрішнього боргу та витрат на їхнє обслуговування в структурі державних витрат; подальше зниження вартості обслуговування державного боргу та подовження терміну запозичень, поєднання ринкових та інституціональних механізмів управління державним боргом, використання світового досвіду врегулювання боргу тощо.

Спираючись на іноземний досвід управління державним боргом, слід акцентувати увагу на застосуванні методу «цільових орієнтирів» (*benchmarking*) в оцінці ефективності боргової політики, на основі якого може здійснюватися неупереджена оцінка ефективності боргової політики. Між тим, його застосування передбачає проведення активної політики в частині як здійснення запозичень, так і операцій із державним боргом на основі застосування стандартних схем та процедур: дострокового викупу, використання деривативів при емісії боргових зобов'язань, хеджування та сек'юритизації боргу. Функції управління поточного держборгом має здійснювати уповноважений державний банк-агент, в ролі якого може виступити «Укресімбанк».

Застосування операцій активного управління державним боргом дозволить заощадити значні кошти, що спрямовуються на обслуговування та погашення державного боргу. Проведення дострокового викупу, наприклад, амортизаційних облігацій зовнішньої державної позики 2000 року не тільки б заощадило мільйони доларів на платежах з їхнього обслуговування та погашення, а й поліпшило б структуру боргу. Це, в свою чергу, позитивно

впливає на встановлення дохідності за новими випусками єврооблігацій України.

Крім використання інструментів активного управління державним боргом (наприклад, проведення заміни боргових зобов'язань держави на акції підприємства державної власності, викуп державних облігацій на вторинному ринку), слід взяти за мету зниження розміру боргу та сплати процентів перед міжнародними офіційними кредиторами, кредити яких нерідко обумовлюється нав'язуванням додаткових зовнішніх вимог, в тому числі - з політичним підтекстом. Замість цього - розробити стратегію переорієнтації на ринкові джерела запозичень із використанням широкого набору інструментів, випробуваних зарубіжною практикою, сформувавши для цього необхідне правове та інституційне поле.

Міністерство фінансів повинно проводити постійний аналіз та моніторинг кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу, котирувань облігацій зовнішньої державної позики на західних біржах, реакції інвесторів на українські єврооблігації, на ті чи інші економічні та політичні події в країні, здійснювати активну роботу щодо сприяння підвищенню суверенного кредитного рейтингу країни.

Комплексний підхід до реалізації стратегії управління державним боргом має знайти своє відображення в зміцненні координації боргової політики з бюджетно-фінансовою та грошово-кредитною політикою, метою чого є підвищення ефективності управління активами та пасивами держави.

Важливою характеристикою нових запозичень на міжнародних ринках капіталу є їхній «довгий» характер, що дозволяє використовувати їх для довготермінових інноваційно-інвестиційних проектів. Тому нагальним питанням має стати розробка механізмів спрямування залучених коштів у пріоритетних напрямках наукомісткого розвитку.

2.3. Боргова політика в контексті завдань інноваційного розвитку

Ключовим завданням, пов'язаним із використанням державних запозичень в якості одного з інструментів формування інноваційного розвитку української економіки, є наукове обґрунтування і методологічно вірне визначення напрямів використання запозичених коштів. На думку дослідників, державні боргові запозичення, як внутрішні, так і зовнішні, здатні позитивно вплинути на всю економіку країни, тільки якщо вони будуть спрямовані на вирішення ***стратегічних завдань радикального підвищення ефективності використання інтелектуального і кадрового потенціалу України на шляху переходу від сировинного до наукомісткого розвитку, а саме:***

1. **Створення умов для розширеного відтворення природних ресурсів.** Це означає реалізацію комплексу економічних, правових та організаційних заходів, які стимулюватимуть природокористувачів вести діяльність щодо відновлення (розвідки та освоєння) запасів корисних копалин в обсягах, що перевищують обсяги їхнього видобутку та експлуатації.

2. **Розвиток енергетичного потенціалу і переведення країни на енергозберігаючий шлях розвитку.** Вирішення цієї задачі дозволить зняти обмеження для швидкого економічного зростання та знизити енергетичну складову у вартості товарів та послуг. Це, в свою чергу, зменшить обсяги критичного імпорту та потребу у іноземній валюті, відтак полегшить обслуговування зовнішнього боргу.

3. **Розвиток системи технічного регулювання,** адекватної особливостям національної економіки, та забезпечення відповідності продукції українського виробництва світовим стандартам безпеки і якості. Це стане важливим чинником підвищення конкурентоспроможності продукції та нарощування високотехнологічного експорту.

4. **Підвищення конкурентоспроможності транспортної системи України і реалізація її транспортного потенціалу.** Інтеграція України до світової транспортної системи здатна за рахунок реалізації її транзитного потенціалу суттєво збільшити експорт транспортних послуг. Створення і розвиток на території України міжнародних транспортних коридорів обумовлює необхідність модернізації і будівництва нових морських терміналів, удосконалення системи управління рухом, обробки і розподілу вантажів, здійснення комплексної модернізації автодорожньої та залізничної мережі, що традиційно є сферою для здійснення державних інвестицій.

5. **Створення умов для формування на території України єдиного інформаційного простору,** що є ключовою умовою реалізації потенційних конкурентних переваг України. В цьому контексті необхідно зосередити зусилля на побудові експортно-орієнтованої моделі українського ринку інформаційних технологій, інтеграції до світового ринку інформаційно-комунікаційних технологій (ІКТ). Відтак залучені від іноземних позик кошти можливо спрямовувати на:

- сприяння розширенню попиту на інформаційно-комунікаційні послуги, які виробляються всередині країни;
- сприяння подоланню бар'єрів виходу вітчизняних компаній, які працюють у сфері ІКТ, на зовнішні ринки;
- регулювання (демонополізацію) сектора телекомунікацій;
- оптимізацію оподаткування сфери ІКТ;

- стимулювання ефективності і розвитку системи технопарків, розвиток системи венчурного інвестування;
- реалізацію програм розвитку систем профільної і вищої спеціальної освіти.

На жаль, замкненість українського ринку ОВДП та диспропорції в їхній дохідності не дають підстав вважати їх привабливими фінансовими інструментами для залучення коштів банків та інших інституційних інвесторів. Відтак необхідно продовжити розробку нових боргових інструментів, спрямованих на певні групи інвесторів (у тому числі, на дрібного українського інвестора – фізичну особу), які дозволили б максимально повно абсорбувати нагромаджений у суспільстві інвестиційний потенціал.

З нашої точки зору, дієвим важелем підвищення спрямованості боргової політики України на завдання економічного розвитку може стати інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою обслуговування та погашення держборгу, та запозичень на цілі розвитку. З цією метою варто здійснити виведення бюджетних видатків розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого знаходитиметься у компетенції Державного Банку реконструкції і розвитку. Останній матиме можливість залучати для фінансування проектів загальнодержавного значення кошти від реалізації облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, а також залучати гарантовані кредити. Такий інституційний механізм дозволить:

- перевести фінансування частини видатків розвитку на кредитну основу;
- забезпечити довгострокове фінансування державних інвестиційних програм на основі Програми державних інвестицій;
- забезпечити контроль за цільовим характером та ефективністю реалізації гарантованих державою кредитів;
- узгодити та контролювати реалізацію бюджетних інвестиційних програм, які зараз здійснюються за рахунок спеціального фонду бюджету;
- сформувати, з використанням ринкових інструментів оцінки ефективної вартості запозичень, оптимальний обсяг державних запозичень понад потреби, обумовлені необхідністю обслуговування держборгу.

Застосування механізмів кофінансування інвестиційних проектів дозволило б, на нашу думку, не лише запобігти ефекту «витіснення» приватних інвестицій державними запозиченнями, але й використати державні капіталовкладення в якості каталізаторів інвестиційних процесів.

2.4. Засоби підвищення ефективності бюджетних інвестицій

Зважаючи на викладене вище, надзвичайно актуальним з точки зору як забезпечення майбутніх боргових виплат у повному обсязі, так і стимулювання прискорених темпів економічного зростання у середньо- та довгостроковій перспективі є підвищення віддачі від державних інвестицій. Це потребує вирішення наступних ключових завдань:

- оптимізації та скорочення переліку державних цільових програм, узгодження обсягів фінансування державних цільових програм із обсягами фінансування бюджетних програм у розрізі головних розпорядників;
- складання проекту інвестиційного бюджету на середньострокову перспективу (3-5 років) та його узгодження із основними параметрами середньострокового бюджетного плану;
- застосування методології аналізу «затрати – вигоди» до всіх без винятку державних інвестиційних проектів із розвитку фізичної інфраструктури, забезпечення прозорості методики вибору об'єктів інвестування та розробки комплексної системи моніторингу виконання бюджетних інвестицій;
- розробки економічних критеріїв для виділення бюджетних інвестицій в залежності від: ступеня завершеності, можливості співфінансування з інших джерел, масштабу утворення міжрегіональних вигод, міри комерціалізації результатів інвестицій, можливості економії на масштабах виробництва, рівня економічного розвитку регіону тощо.

Реалізації бюджетного інструментарію стимулювання економічного розвитку сприятиме формування середньострокової програми державних інвестицій (ПДІ). Сьогодні ПДІ розробляються й ефективно реалізуються у багатьох країнах із перехідною економікою: Польщі, Чехії, Болгарії, Латвії, Казахстані, Киргизії тощо. Застосування середньострокового програмного підходу до фінансування державних інвестицій забезпечує збалансування прийнятих державою зобов'язань із наявними фінансовими ресурсами, розширення горизонту фінансового планування інвестицій за межі щорічного бюджету, відтак - дотримання безперервності фінансування протягом інвестиційного циклу, підвищення ефективності державних інвестицій через стандартизацію та формалізацію процедур відбору, підготовки, реалізації та моніторингу інвестиційних проектів.

Згідно міжнародної практики, ПДІ, як правило, охоплює період у три або чотири роки й розробляється щорічно із «ковзним» горизонтом для програмування та включає інвестиції центрального уряду й інвестиції підприємств та організацій, які фінансуються повністю або частково з центрального бюджету. Водночас, у деяких країнах ПДІ охоплює також

автономні інвестиції державних підприємств та місцевих органів влади, тобто ті, які не покриваються з національного бюджету. Така практика дозволяє отримати більш ґрунтовну інформацію щодо сумарних інвестицій державного сектора. Кошти, асигновані бюджетом на фінансування ПДІ в Україні, мають концентруватися на особових рахунках ДБРР. На ДБРР мають бути покладені функції контролю фінансової спроможності інвестпроекту, послідовності його реалізації, цільового характеру використання асигнованих коштів, наступної концентрації прибутку від державної частки в реалізованому інвестиційному проекті.

2.5. Альтернативи позичковому фінансуванню державних видатків

Україна вступає до етапу свого розвитку, який потребуватиме відчутного збільшення абсолютного обсягу бюджетних видатків з метою фінансування цілей реалізації соціальних програм, державного будівництва та соціально-економічного розвитку. Між тим, ця потреба не повинна ототожнюватися з можливістю значного збільшення позичкового фінансування бюджету, особливо – із зовнішніх джерел.

Збереження можливості звернутися до інструментів позичкового фінансування у випадку депресії та стагнації вимагає скористатися періодом економічного зростання, яке відбувається під впливом активної зовнішньої кон'юнктури, з позитивним сальдо поточного рахунку платіжного балансу та зростанням надходження прямих іноземних інвестицій, для зменшення обсягів зовнішньої заборгованості України. Відтак, враховуючи також комплекс макроекономічних проблем та загроз, які супроводжують процес позичкового фінансування державних видатків, економічна стратегія держави має бути спрямована на пошук альтернатив такому фінансуванню.

Йдеться як про безпосереднє наповнення бюджету держави завдяки послідовній політиці оптимізації податкового навантаження та детінізації економіки, так і про зменшення потреби в прямих бюджетних видатках внаслідок децентралізації фінансування відповідних завдань. На нашу думку, пріоритетними напрямками такої політики мають бути:

- оптимізація ефективності фінансування завдань, які належать до сфери компетенції держави та місцевої влади: житлово-комунальної сфери, медичного обслуговування, інформаційного забезпечення тощо, шляхом залучення до їхнього підрядного виконання на тендерній основі приватних компаній та суб'єктів підприємництва;

- розвиток страхових механізмів пенсійного забезпечення, медичного обслуговування, страхових принципів фінансування отримання вищої та спеціальної освіти тощо;
- заохочення комерційного кредитування суб'єктів господарської діяльності, насамперед, тих, які сьогодні обґрунтовано отримують державну фінансову підтримку у вигляді податкових та інших пільг, субсидій, дотацій тощо;
- заохочення розвитку механізмів випуску корпоративних облігацій, розрахованих як на внутрішній, так і на зовнішній ринки;
- цілеспрямований розвиток інститутів та інструментів фондового ринку, в тому числі – підтримка первинної емісії цільових інвестиційних цінних паперів.

В Україні протягом тривалого часу сформувалась стійка мотивація дій монетарної влади, спрямованих на накопичення **золотовалютних резервів (ЗВР)**. Стрімке їх зростання протягом останніх років до майже 12 млрд дол. США – 21 % від ВВП (наприклад, у Росії цей показник становить 18 %), або 180 тижнів імпорту, створює підґрунтя для розробки технологій залучення цих коштів до економічного обороту.

Зважаючи на специфічне призначення ЗВР, їх безпосереднє спрямування на фінансування інвестиційних програм, безперечно, є недоцільним. Між тим, вони можуть бути використані, по-перше, як гарантійний фонд для залучення інвестиційних кредитів, по-друге, як фонд для довгострокового рефінансування банківської системи.

В умовах існування надліквідності банківської системи слід зважати на можливість інфляційних наслідків використання коштів ЗВР. Це обумовлює важливість дотримання умов жорсткої інвестиційної спрямованості інвестицій, гарантованих за рахунок ЗВР чи наданих за рахунок рефінансування банків. Необхідними передумовами включення відповідних механізмів є ринковий, а не державно-бюрократичний характер механізмів розподілу фінансових коштів, ефективна робота фінансових інститутів, використання державних фінансових активів для підтримки та активізації дії ринкових механізмів.

Слід зазначити, що за умови збереження значного позитивного сальдо зовнішньоторговельного балансу створені на базі ЗВР гарантійні фонди також виконуватимуть функцію стерилізації валютних надходжень, що дозволить зняти гостроту необхідності стерилізації емісії грошової маси внаслідок викупу валюти.

Важливим кроком, який дозволив би посилити мультиплікативний ефект від коштів, які акумулюються фіскальними засобами, може стати

продаж тимчасово вільних коштів на рахунках головних розпорядників Держказначейства, на ринку міжбанківських кредитів. Вихід Держказначейства на міжбанк вже практикувався наприкінці 2000 р. (з наданням кредитів «овернайт» найбільшим комерційним банкам України), хоча й не був урегульований нормативно. Нині, згідно повідомлень ЗМІ, Національним банком та Держказначейством розроблено спільну постанову з цього приводу, проте на практиці механізм використання залишків так і не запрацював. На нашу думку, такий механізм міг би стати досить дієвим важелем зменшення потреби в державних запозиченнях та збільшення кредитного потенціалу економіки. Про останнє свідчить значний обсяг залишків на рахунках уряду – 13,2 млрд грн. на початок серпня 2004 року.

Важливим напрямом диверсифікації боргової політики держави має стати розширення **місцевих позик**. Останні поки що не набули в Україні помітного значення як одне із джерел формування доходів місцевих бюджетів. Розмір місцевого боргу станом на середину 2004 року склав 0,2-0,3 % ВВП і до кінця року не перевищить 0,5 % ВВП. Позики на зовнішніх ринках розмістив лише Київ - 150 млн дол. на 5 років у 2003 р. та 200 млн дол. – на 7 років у 2004. У 2005 р. на міжнародні ринки капіталу готуються вийти Донецьк, Одеса і Харків.

До перешкод на шляху розвитку інституту місцевих позик в Україні належать існування значних макрофінансових ризиків, обумовлених непрозорістю фінансових операцій на місцевому рівні, труднощами, пов'язаними з оцінкою ризикованості місцевих інвестиційних проектів, відсутністю навичок управління проектами на місцевому рівні, слабким захистом прав кредиторів щодо повернення вкладених коштів (держава не несе відповідальності за зобов'язаннями щодо запозичень до місцевих бюджетів). Високий рівень ризиків значно підвищує вартість місцевих позик, тим самим зменшуючи можливості їх застосування.

Існуюча законодавча база є фрагментарною і неповною, не містить цілісної системи регулювання запозичень місцевих органів і виконання їх зобов'язань перед кредиторами. Діюча в Україні система нормативно-правового регулювання місцевих позик (статті 73,74 Бюджетного кодексу України, Указ Президента України «Про впорядкування внутрішніх і зовнішніх запозичень, що провадяться органами місцевого самоврядування» (1998 р.), Постанова Кабміну «Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів» (2003 р.), Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик» (2003 р.)) врегульовує

технічні питання ведення реєстру місцевих запозичень та зобов'язує місцеві органи погоджувати розмір позик з Міністерством фінансів України. Законодавчо встановлюються сума запозичень, мета запозичень і напрями використання коштів, види забезпечення і способи захисту прав кредиторів. Видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10 % видатків від загального фонду місцевого бюджету. Між тим, законодавством практично не унормовано питання захисту прав кредиторів, надання державних гарантій за місцевими позиками, інструменти цільового використання запозичених коштів, регламентацію предметів застави і процедури врегулювання дефолтів. Відтак розробка ефективного регулятивного механізму управління місцевими запозиченнями все ще залишається на порядку денному.

ВИСНОВКИ

Внутрішній та зовнішній державний борг є органічною складовою функціонування економік переважної більшості країн світу, потужним важелем макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії. На жаль, в Україні в ході трансформаційних процесів формування державного боргу відбувалося хаотично. Ситуативний підхід до формування строкової структури боргу і дискретність запозичень призводять до «пікових» платіжних перенавантажень. Лише в останні роки розпочалося формування послідовної та виваженої довгострокової державної боргової політики.

Незважаючи на активне позичкове фінансування української економіки в період економічного спаду, співвідношення державного боргу та ВВП склало у 2003 р. для України лише 25 %. Проте через високу вартість позичкових ресурсів навантаження боргових виплат сягає майже 20 % доходів державного бюджету.

Стійке збереження негативного сальдо запозичень обумовило практичну відсутність позитивного ефекту зовнішніх та внутрішніх запозичень для завдань розвитку, оскільки запозичення не лише не могли сприяти вивільненню корпоративних ресурсів на інвестиційні потреби, але й вимагали додаткової їхньої мобілізації для обслуговування заборгованості.

Важливою перешкодою налагодженню належної стратегічної ефективності боргової політики в Україні є відсутність цілісної системи законодавчого забезпечення обслуговування і погашення державного боргу. Існуюче законодавче поле регулювання відносин, що виникають в процесі управління державним боргом та операцій з державною заборгованістю, не

відповідає потребам поглиблення ринкового реформування основ макроекономічної політики та функціонування фінансових ринків і їхнього інституційного забезпечення, має несистемний характер. Законодавчого врегулювання потребують система управління державним боргом, підвищення координованості дій центральних органів виконавчої і законодавчої влади та визначення пріоритетів розвитку економіки та напрямів використання коштів від додаткових запозичень.

Слід взяти за мету зниження розміру боргу та сплати процентів перед міжнародними офіційними кредиторами, розробивши **стратегію переорієнтації на ринкові джерела запозичень із використанням широкого набору інструментів, випробуваних міжнародною практикою.** Міністерство фінансів України з метою оптимізації структури державного боргу та зменшення видатків на його обслуговування повинно проводити активну політику управління державним боргом: здійснювати операції дострокового викупу, запровадити практику використання деривативів при емісії боргових зобов'язань, використовувати інструменти хеджування та сек'юритизації боргу. Функції управління поточного держборгом має здійснювати уповноважений державний банк-агент, в ролі якого може виступити «Укрексімбанк». Уряд повинен послідовно вживати заходів щодо підвищення суверенного кредитного рейтингу України.

Періодичне підвищення кредитного рейтингу України як суверенного позичальника, присвоєння корпоративних кредитних рейтингів деяким українським компаніям та банкам розширюють можливості участі України на ринках міжнародного позичкового капіталу та сприяють більш вигідним умовам запозичень. Така позитивна для України ситуація на ринках запозичень може стати основою для залучення фінансових ресурсів для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни із одночасним забезпеченням стабільного зниження вартості обслуговування державного боргу та сталості співвідношення державного боргу та ВВП.

Прийнятна величина нагромадженого державного боргу України дає підстави для здійснення нових запозичень. Проте в умовах стрімкого економічно зростання державні запозичення, як внутрішні, так і зовнішні, здатні позитивно вплинути на всю економіку країни, тільки якщо вони спрямовані на **вирішення стратегічних завдань радикального підвищення ефективності використання інтелектуального і кадрового потенціалу України на шляху переходу від сировинного до наукоємного енергозбережного інноваційного розвитку.**

Підвищенню спрямованості боргової політики України на завдання економічного розвитку сприятиме інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою обслуговування та погашення держборгу, та запозичень на цілі розвитку, шляхом виведення бюджетних видатків розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого перебуватиме в компетенції Державного Банку реконструкції і розвитку.

Необхідно продовжити розробку нових боргових інструментів, які дозволили б максимально повно абсорбувати нагромаджений у суспільстві інвестиційний потенціал.

Водночас, економічна стратегія держави має бути спрямована на пошук альтернатив позичковому фінансуванню бюджетних видатків.

Таким чином, оптимізація боргової політики України потребує розробки та впровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання удосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення боргової політики, коротко- та середньострокові орієнтири управління державним боргом, інструменти радикального підвищення ефективності інвестиційної складової бюджетних видатків та стратегічні завдання переорієнтації боргової політики, зменшення боргового тягаря та розвитку альтернативних, непозичкових інструментів фінансування бюджетних видатків.

Така стратегія має узгодити дії органів державної влади, уповноважених здійснювати управління державним боргом, інтегрувати боргову політику України в контекст реалізації Стратегії економічного та соціального розвитку України на 2004-2015 рр.

ДОДАТОК

МАТЕРІАЛИ КРУГЛОГО СТОЛУ

**БОРГОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ:
СТАН, ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ**

10 листопада 2004 р.

10 листопада 2004 року в приміщенні конференц-залу Національного інституту стратегічних досліджень відбулося засідання «круглого столу» на тему «Боргова політика України: стан, проблеми та перспективи», організоване інститутом спільно з Підкомітетом з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України

В обговоренні взяли участь:

БАРАНОВСЬКИЙ Олександр Іванович	Провідний експерт Українського центру економічних і політичних досліджень ім. О. Разумкова
БЕВЗ Миколайович	Сергій Начальник Управління економічної політики енергозбереження та міжнародного співробітництва Державного комітету України з енергозбереження
БЕЛІНСЬКА Василівна	Яніна Старший науковий співробітник відділу економічної і соціальної стратегії НІСД
БІГДАЙ Петрович	Віталій Науковий співробітник відділу державних фінансів Інституту економічних досліджень і політичних консультацій
БОЯРЧУК Євгенійович	Дмитро Експерт Центру соціально-економічного аналізу «CASE Україна»
БУКОВИНСЬКИЙ Станіслав Альбінович	Керівник Апарату Ради Національного банку України
БУРАКОВСЬКИЙ	Директор Інституту економічних досліджень і

Ігор Валентинович		політичних консультацій
ВАРНАЛІЙ	Захарій	Заступник директора – завідувач відділу регіональної політики НІСД
Степанович		
ВАХНЕНКО	Тетяна	Старший науковий співробітник відділу фінансового та бюджетного прогнозування Інститут економічного прогнозування НАН України
Петрівна		
ГАЛЬЧИНСЬКИЙ		Радник Президента України – директор НІСД
Анатолій Степанович		
ЖАЛІЛО	Ярослав	Завідувач відділу економічної і соціальної стратегії НІСД
Анатолійович		
ЗВЕРЯКОВ	Михайло	Ректор Одеського державного економічного університету
Іванович		
КОМАРОВ		Завідувач сектора економічної стратегії відділу економічної і соціальної стратегії НІСД
Владислав		
Анатолійович		
КОРНЄЄВ		Провідний науковий співробітник Інституту економічного прогнозування НАН України
Володимир		
Вікторович		
КОРНИЦЬКИЙ		Головний консультант Головного управління з питань економічної політики Адміністрації Президента України
Петро Зіновійович		
КОРНІЄНКО	Євгенія	Начальник Управління методології, аналізу та прогнозування платіжного балансу Департаменту платіжного балансу Національного банку України
Станіславівна		
ЛАЗАРЄВ	Володимир	Член Робочої групи Комітету сталої енергетики Європейської комісії ООН
Володимирович		
ЛИСИЦЬКИЙ	Віктор	Радник Голови правління ЗАТ КБ «Приватбанк»
Іванович		
ЛЮТИЙ	Ігор	Завідувач кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету ім. Тараса Шевченка
Олексійович		
МАЗУР	Ірина	Провідний науковий співробітник відділу регіональної політики НІСД
Іванівна		

МАЙСТРИШИН Володимир Якович	Народний депутат України, Голова підкомітету з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України
МАРЧЕНКО Сергій Михайлович	Заступник начальника Управління Державної податкової адміністрації України
МУСІНА Людмила Абдрахманівна	Заступник Міністра економіки та з питань європейської інтеграції України
НАРБУТ Олександр Віталійович	Заступник голови Союз платників податків України
НОВИЦЬКИЙ Валерій Євгенович	Завідувач відділу зовнішньоекономічних досліджень Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України
ПАВЛЮК Алла Петрівна	Головний консультант відділу регіональної політики НІСД
ПЛОТНИКОВ Олексій Віталійович	Завідувач відділу міжнародних валютно-фінансових відносин Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України
САМАНДАС Наталія Володимирівна	Провідний науковий співробітник відділу регіональної політики НІСД
СМОЛЯР Юлія Олександрівна	Завідувач відділу Науково-дослідного фінансово-економічного інституту Міністерства фінансів України
СОБОЛЄВ Борис Володимирович	Радник Голови Комітету з питань бюджету Верховної Ради України
СОРОКІН Олександр Миколайович	Голова правління ВАТ «Державний експортно-імпортний банк України»
ЦАРУК Олександр Васильович	Консультант Голови підкомітету з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України
ШАПОВАЛОВ	Заступник міністра фінансів України

Анатолій Васильович ШЕВЧЕНКО	Ольга Валеріївна	Старший консультант відділу регіональної політики НІСД
ЯЦЕНЮК Петрович	Арсеній	Виконувач обов'язків Голови Національного банку України

Учасниками засідання обговорено широке коло питань, пов'язаних із сучасним станом державного боргу України, актуальними проблемами боргової політики, орієнтирами та напрямками її вдосконалення. Засідання здобуло широке висвітлення в засобах масової інформації.

Нижче наводяться тексти виступів, викладені за магнітофонним записом та надані учасниками «круглого столу».

За це ми розраховалися валютними резервами. На кінець 1998 року резерви Національного банку України зменшилися до 700 мільйонів доларів. Звісно, що сьогодні - принципово інша ситуація, яка є результатом надзвичайно великої й кропіткої роботи виконавчої влади. На кінець 2003 р. борг України, зовнішній і внутрішній, становив близько 30 % ВВП, а в цьому році - навіть трохи нижче. Дефіцит зведеного бюджету становив у минулому році 0,2 % ВВП, платіжне сальдо становило +5,9 мільярда доларів. Передбачається, що в цьому році ця цифра майже подвоїться. Сумарні боргові виплати зменшилися до менш ніж 20 % доходів бюджету, хоча це також багато. Думаю, що це - унікальна ситуація. Я просив своїх колег назвати інші країни, де можна було б говорити про подібні ситуації з державними позиками, і мені не назвали жодного прикладу.

Але життя не стоїть на місці, і постає питання: що далі? Як далі будувати свою боргову політику? Саме це питання виноситься на дискусію на нашому «круглому столі».

Існують два варіанти: вони прості і зрозумілі. Перший - утримувати «статус-кво» і тішитися з того, які ми розумні. Другий - активізувати політику державних фінансових запозичень з метою реалізації нагальних питань економічної політики, насамперед завдань інноваційного розвитку. Як відповісти на ці два питання? Ви всі добре знаєте, що в економіці не буває рішень, які бувають або суто позитивними, або негативними. Кожне рішення має свої плюси і свої мінуси.

Про плюси і мінуси нинішньої ситуації я вже говорив. Низький рівень боргової залежності України кореспондується з такими позиціями, як низький інфляційний потенціал, позитивне платіжне сальдо, сприятлива ситуація для накопичення валютних резервів і позитивний інвестиційний зовнішній імідж нашої держави.

Це дуже вагомі чинники макроекономічної стабілізації, завдяки яким ми маємо об'єктивні переваги, насамперед, перед країнами Центральної і Східної Європи. Коли ми ставимо питання, чому «посипались» економіки Польщі, Чехії, Угорщини, хоча останнім часом ситуація там дещо виправилася, однією з причин цього, однозначно, є дуже високий рівень боргової залежності цих країн.

Водночас, коли ми говоримо про наступну політику, потрібно бачити гострі проблеми поточної ситуації. Ми повинні чітко сказати собі, що діюча модель економічної політики не гарантує нам стабільно високих темпів зростання в середньостроковій і більш віддаленій перспективі. Для цього необхідні активні інноваційні перетворення. Два роки тому в Україні було проголошено пріоритетність стратегії інноваційного розвитку. Проте ця

політика не реалізовується через відсутність механізмів і стимулів інноваційних процесів. Ми живемо, по суті, сьогоднішнім днем, і отримані ресурси від зростання економіки в значній мірі йдуть у фонд споживання.

Ви знаєте, що за участю Національного інституту стратегічних досліджень опрацьована стратегія соціально-економічного розвитку України на 2004-2015 роки. За нашими розрахунками, потреба в інвестиціях для України до 2015 року складатиме 150 мільярдів доларів. Зрозуміло, що в Україні власних ресурсів в таких обсягах не існує. Що ми маємо сьогодні? Кошти іноземних інвесторів складають менше 7 % сумарних капіталовкладень в основний капітал. Досвід багатьох країн, які працюють на випередження, показує, що зовнішні інвестиції мають складати 15-20 %. У цьому зв'язку, звісно, ми повинні працювати, насамперед, на створення сприятливого клімату для прямих іноземних інвестицій. Це - основна складова поповнення наших інвестиційних ресурсів. Проте є й інша можливість: це мобілізація іноземних інвестицій через механізм державних гарантій. По суті, йдеться про утвердження механізмів компенсації недостатнього рівня прямих інвестицій через систему державних запозичень і їхню конвертацію в цільові інвестиційні програми.

Я є прибічником політики більш активного залучення фінансових ресурсів на цілі інноваційного розвитку. Вважаю економічним злочином, коли запозичення використовують на споживчі цілі. Це злочин перед державою, перед майбутніми поколіннями. Отже, йдеться про створення механізмів використання державних запозичень насамперед на інвестиційні цілі.

Це передбачає два принципових напрями. Перший – це розвиток інфраструктурних галузей української економіки. Другий - проблеми енергозбереження. Ми маємо відчувати критичну ситуацію, пов'язану з енергозбереженням в Україні. Економіка України є однією з найбільш енергоємних в Європі. Ефективність використання енергоресурсів у нас надзвичайно низька, приблизно в 6 разів нижча, ніж в країнах з подібним рівнем доходів. Скажімо, у 1999 році у Німеччині енергоємність ВВП складала 0,19 кг умовного палива на долар ВВП, в Україні – 1,91 кг, тобто, вдесятеро більше.

Звісно, це пов'язано зі структурою економіки, але ми повинні бачити особливу вразливість української економіки і в контексті нинішнього підвищення цін на енергоносії. Ми технологічно не готові до цього. Існують об'єктивні межі енергозбереження індустриальних технологій, які в нас сьогодні є превалюючими. Відтак проблема енергозбереження перетворюється й на політичну проблему, це - проблема економічної безпеки. У нас немає

фінансових можливостей її вирішувати у тих обсягах, які ставляться перед нами сьогодні об'єктивними умовами.

Водночас у нас існують можливості деякого збільшення державного боргу, а відтак і збільшення дефіцитності державного бюджету. Скажімо, у 2002 році 10 країн - кандидатів у члени ЄС мали дефіцитність бюджету 5,3 % ВВП, а в 2003 році – 4,4 %. Чехія – 6,3 %; Словенія – 7,7 % тощо. Туреччина, яка зараз близька до того, щоб отримати мандат на вступ до ЄС, мала бюджетний дефіцит в 2002 році – 12,7 %, у 2003 – 8,7 %. У нас же, повторюю, дефіцит бюджету $\pm 1\%$ ВВП, а рівень державного боргу – близько 25 % ВВП. Таким чином у нас є певні можливості працювати у відповідному напрямі.

В цьому зв'язку я хочу сказати наступне. Проблема боргової політики держави полягає не в тому, припустимими чи не припустимими є додаткові зовнішні запозичення. Проблема - у спроможності законодавчої і виконавчої влади утворити ефективний механізм не лише залучення відповідних фінансових ресурсів, а й їхнього ефективного використання.

Якими мають бути ці механізми? З позицій макроекономічних аспектів хочу відзначити три позиції. Відповідні механізми а) не можуть виходити за межі ринкової парадигми; б) вони не можуть ставити під сумнів пріоритетність макроекономічної стабілізації; в) ми не можемо йти шляхом послаблення нашої уваги до накопичення валютних резервів.

МАЙСТРИШИН

Володимир

Якович

Голова Підкомітету з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України

Зовнішні запозичення, накопичення боргів іноземним кредиторам та їхнє обслуговування на сьогоднішній день міцно увійшли до практики господарчого життя всіх груп країн світу. Основною причиною швидкого і масштабного поширення такої фінансової моделі взаємовідносин суб'єктів міжнародного права стала нерівномірність економічного і соціального розвитку в окремих країнах і регіонах світу. Це викликає об'єктивно і суб'єктивно обумовлену необхідність переміщення фінансових і матеріальних ресурсів з держав із активними поточними платіжними балансами в ті, які тимчасово або хронічно мають дефіцит.

Загальноприйнятий безпечний рівень бюджетного дефіциту становить 5 % ВВП, а для країн Євросоюзу - 3% ВВП.

Сьогодні існують три основні концепції регулювання бюджетного дефіциту.

Перша – це концепція «щорічного балансування». Її суть полягає в тому, що економічні суб'єкти діють раціонально, і будь-який приріст державного боргу сприймають як зростання податків в майбутньому. Причому не має значення, як саме формується приріст заборгованості – за рахунок збільшення видатків, чи зменшення податкових надходжень, чи того й іншого разом.

Друга – це балансування на циклічній основі. Балансування бюджету відбувається згідно фази економічного циклу, при економічному зростанні - зменшення боргу та послаблення «перегріву» економіки, в період спаду – стимулювання сукупного попиту.

Третя – «функціональна» концепція сталого економічного розвитку. Проблема збалансованості бюджету розглядається як другорядна, на перший план виноситься проблема стабілізації економічного зростання. Вибір даної концепції не загрожує банкрутством країни, оскільки державний борг можна вміло рефінансувати, а рівень державного боргу до ВВП - значно зменшити.

Проаналізувавши політику держави у сфері державного боргу, можна дійти висновку, що в Україні сьогодні діє перша модель – щорічного балансування із жорсткими обмеженнями бюджетного дефіциту. Уважно вивчивши об'єми фінансування інноваційного розвитку за рахунок зовнішніх запозичень, ми приходимо до висновку, що перехід до концепції сталого економічного розвитку України є дещо декларативним, з огляду на мізерні цифри фінансування в порівнянні із стратегічними проблемами, які чекають свого вирішення.

Проте модель сталого розвитку сьогодні не лише пропагується ООН, а й посідає чільне місце в законодавстві України, а саме - Законі України «Про основи національної безпеки», Посланні Президента України до Верховної Ради України «Європейський вибір. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002-2011 роки», програмі діяльності уряду на 2004 рік. Тому, висновки про величину боргу, його структуру та інші параметри потрібно робити через призму шляху сталого економічного розвитку, який обраний нашою країною.

Щодо стану боргу на сьогодні. В 2005 році видатки на погашення та обслуговування державного боргу складатимуть близько 13 мільярдів гривень. Нині Україна знаходиться на піку виплат з державного боргу, який припадає на 2004-2006 роки. Причому річний оборот за державним боргом сягає близько 23 мільярдів гривень. Наша держава пережила дефолт 1999 року, в

2000 році державний борг було реструктуровано, до 2003 року тривав пільговий період і Україна сплачувала тільки відсотки за своїми боргами.

Спроможність у повному обсязі обслуговувати та своєчасно погашати державний борг є одним з показників фінансової стабільності країни, який закріплює за державою імідж надійного позичальника та відкриває перед нею можливості до нових позик на більш вигідних умовах. Сьогодні Україна успішно виконує свої зобов'язання – вчасно і в повному обсязі. За що теперішній уряд заслуговує на високу оцінку.

Проте підходи до управління державним боргом повинні ґрунтуватись на довгостроковій стратегії боргової політики, на основі якої має проводитись довгострокове планування державного бюджету, державного боргу, його погашення та здійснення нових запозичень.

Роботу Міністерства фінансів України можна суттєво поліпшити, запровадивши практику проведення активної політики управління державним боргом, яка передбачає зміну ролі Мінфіну: з простого агента уряду, який здійснює емісію цінних паперів, - до участі на вторинному ринку цінних паперів, підтримки його ліквідності, здійснення дострокового викупу обтяжливих зобов'язань тощо. Звісно, подібні функції Мінфіну відразу реалізувати буде досить важко, проте, діючи через уповноважений державний банк-агент, яким має всі шанси стати «Укрексімбанк», можна досягти значного результату – зменшення навантаження на державний бюджет шляхом оптимізування структури державного боргу.

Граничний розмір зовнішнього державного боргу України на даний момент визначається лише в гривнях та доларах США, засади грошово-кредитної політики Національного банку України та основні макропоказники Мінекономіки також прив'язуються до долара США. Проте Україна сьогодні вже межує із країнами Євросоюзу, значну частину державного боргу складають зобов'язання, виражені в євро - 11,1 %. Тому, для проведення виваженої державної зовнішньої та внутрішньої економічної політики необхідно прогнозувати економічний розвиток, виходячи із реалій, що склалися в даний момент. З початку введення в обіг готівкового євро долар США девальвував до євро більш ніж на 20 %, а разом з ним - і наша національна валюта.

Багато країн світу пішли шляхом прив'язки національної грошової одиниці до так званого «кошика валют», чи, принаймні, до двох основних - євро та долара США. Оскільки нами декларовані європейський вибір, інтеграція в світову економіку та вступ до Світової організації торгівлі, необхідне прогнозування макроекономічних показників, орієнтованих на дві

валюти. Це пов'язано зі значними коливаннями світових валют та кон'юнктури фінансових ринків.

Щодо інноваційної складової боргової політики України. У співпраці із Світовим банком та Європейським банком реконструкції та розвитку сьогодні виникають проблеми якості управління портфелем проектів. У 2004 році діяли 18 проектів розвитку, що фінансуються за рахунок позик даних організацій і мали б спрямовуватись на структурний розвиток інфраструктури економіки. Проте дуже часто, ще на стадії складення проекту, кошти передбачаються, в основному, на цілі, прямо не пов'язані із виконанням проекту, що ставить під сумнів доцільність таких запозичень, не кажучи вже про неефективне використання коштів на стадії реалізації багатьох проектів. Під кожен проект створюється окрема група впровадження, витрачаються значні фінансові ресурси на навчання спеціалістів, закордонні відрядження, проектну документацію, матеріально-технічне забезпечення, оренду приміщень тощо. Треба замислитися над причиною того, чому тільки третина проектів більш-менш впроваджується. Дану проблему можна вирішити шляхом створення при уряді України єдиного проектного офісу, спеціалізованого на проектному фінансуванні та співпраці з міжнародними фінансовими організаціями.

Щодо державної підтримки експорту. Багато країн світу використовують механізми підтримки національних підприємств-експортерів шляхом видачі державних гарантій за кредитами нерезидентів, взятими для закупівлі товарів на території їхніх держав. Це значно впливає на поживлення економічного зростання та конкурентоспроможності вітчизняної продукції на світовому ринку. Даний механізм, крім розвинених країн світу, також запровадила Російська Федерація, а ми продовжуємо лише вивчати ефективність таких заходів.

Щодо критичних показників боргу. Прогнозна величина державного боргу на кінець 2005 року складатиме 82,7 мільярда гривень, це - 21 % до ВВП, тобто в 3 рази менше за граничний рівень, передбачений Бюджетним кодексом.

Величина державного боргу України знаходиться на безпечному рівні і дозволяє Україні успішно здійснювати нові запозичення, проте виправданням здійснення нових запозичень в умовах стрімкого економічного зростання може бути лише спрямування отриманих коштів на цільові проекти, в першу чергу ті, що мають інноваційний характер.

Для забезпечення економічної безпеки України і створення передумов для подальшого розвитку не можна йти шляхом зменшення показника державного боргу до ВВП. Дане співвідношення має бути стабільним, і нові запозичення повинні витратитися в першу чергу на структурну перебудову

економіки, інноваційні технології, розвиток сучасної ринкової інфраструктури, без чого не можна сьогодні бути впевненими у сталому економічному розвитку держави.

У 70-ті роки двадцятого століття, коли ціна за барель нафти зросла в 4 рази і досягла позначки 22 долари США, в світі почалася економічна криза із усіма негативними наслідками – інфляцією, масовим безробіттям, значним скороченням виробництва. Європейським країнам вдалося вийти із даної ситуації, поставивши собі за головне завдання системного впровадження енергозберігаючих технологій.

Сьогодні ціна за барель нафти більша 50 доларів і, за оцінками експертів, вже не повернеться нижче позначки 40-45 доларів.

Україна належить до енергодефіцитних країн, бо покриває свої потреби в енергоспоживанні приблизно на 53 %. Така структура є загрозовою для її енергетичної і національної безпеки. І, що дуже важливо, сьогодні понад 45 % доходів громадян України прямо чи опосередковано йдуть на енергоносії - електроенергія, газ, вода, тепло, бензин тощо, - при тому, що ми знаходимось на ціновому проміжку, далекому від світового. Відтак неминуче зростання цін змусить громадян витратити дедалі більшу частину своїх доходів на енергоносії.

Сьогодні на енергозбереження витрачається щороку близько 350 мільйонів гривень – це 1 % від потреби, а за оцінками науковців потреби складають близько 35 мільярдів гривень на рік - близько 10 % ВВП. Звісно, таких коштів в економіці немає, і проблема енергозалежності залишається невирішеною. Між тим, впровадження енергозберіжних технологій, як зі сторони промисловості, так і споживачами, є економічно вигідним, швидко окуповується та містить соціальний ефект – зменшення частки видатків домогосподарств на комунальні послуги.

Це дозволяє говорити про можливість залучення зовнішнього фінансування за участю держави, й таку можливість не можна втрачати. Надання кредитів - на зворотній основі - в першу чергу, для комунальної сфери дозволить вийти із проблеми необхідності підвищення тарифів, а за рахунок зекономлених коштів повернути кредит.

В Україні лише одна калорія з трьох, вироблених на теплостанціях чи поданих в тепломагістраль, доходить до свого споживача. Інститутом загальної енергетики НАН України потенціал енергозбереження України оцінюється на рівні 42-48 %.

Ефективне енергоспоживання – оптимальний вибір для енергозалежної України. Сьогодні потрібно передбачити в державному бюджеті кошти на

надання кредитів, спрямованих на запровадження енергозберігаючих технологій, а джерелом можуть слугувати додаткові зовнішні запозичення.

Проте залишається одне складне питання. Збільшення запозичення неухильно викликає зростання бюджетного дефіциту, який і так на 2005 рік закладено в бюджет на рівні 1,5 % ВВП. Виходом можуть слугувати запозичення органами місцевої влади, природними монополістами паливно-енергетичного комплексу, здійснені під гарантії держави. Проте, самостійно займатися залученням фінансування на реалізацію інноваційних проектів підприємствам сьогодні буде не просто складно, а й може призвести до наслідків, схожих на ті, до яких призвела безконтрольна видача гарантій до 1999 року.

Даний ганебний досвід вивчений очолюваною мною Тимчасовою слідчою комісією Верховної Ради України з питань кредитів, виданих під державні гарантії. Вивчення показало, що використання механізму фінансування під гарантії держави можливе лише через уповноважений державний агент, наділений правом управління державними корпоративними правами та здійснення сек'юритизації активів в поєднанні з комерційними банками.

Таким чином, ми декларуємо вибір концепції сталого розвитку економіки України, проте її реалізація потребує значних фінансових зовнішніх ін'єкцій, оскільки внутрішніх ресурсів України недостатньо. Залучити дане фінансування можливо, лише користуючись сучасними фінансовими інструментами.

Для уникнення пікового боргового навантаження треба йти шляхом використання активної політики управління державним боргом, механізми якої запропоновані мною в співавторстві з народними депутатами в законопроекті «Про державний борг України» за № 1229-2.

Звісно, будь-які стратегічні зміни у підходах до такого важливого компонента фінансової системи України, як державний борг, повинні відбуватись лише за умови використання як закордонного, так і вітчизняного наукового потенціалу, після проведення ґрунтовних наукових досліджень.

ЯЦЕНЮК

Арсеній

Петрович

Виконувач обов'язків Голови Національного банку України

Хочу тезово зупинитися на деяких речах, які є базовими, всім відомими, але їх слід нагадати.

Борг може бути державним, корпоративним, зовнішнім і внутрішнім. Ситуація є вкрай простою. Жоден з цих видів боргу не існує самотійно. Більш того, боргова політика держави є визначальною для корпоративного сектора.

Це питання досліджується Міжнародним валютним фондом протягом досить тривалого часу. І сьогодні вже можна сказати, що в світі немає достатньо чіткої відповіді, яким повинен бути обсяг зовнішнього боргу, яким повинен бути внутрішній борг, якими показниками ми повинні оперувати, і які критерії повинні брати до уваги.

Україна сьогодні за відношенням валового зовнішнього боргу до ВВП знаходиться на рівні таких держав, як Польща, Чехія, Росія. Це рівень від 40 до 50 %. Австрія, Нідерланди взагалі мають 322 %, Австрія, Франція - від 120 до 160 %. Можна зробити узагальнення: зовнішній валовий борг держави є прийнятним, якщо він не перевищує 50 %, і якщо його покриття не перевищує 200 % експорту. Це правило є суто емпіричним, і воно досить різне для кожної країни, і до України його треба застосовувати в залежності від структури економіки.

Дозволю собі коротко охарактеризувати поточну ситуацію. Перш за все, що стосується боргу. Ми позбулися основного рудимента - накопичення державного боргу за рахунок прямих кредитів центрального банку. Нагадаю, що в 2000 році був прийнятий закон про Національний банк, який фактично заборонив кредитування уряду. Є залишки кредитів, які видавалися ще у 1996-1997 роках, і приємно, що уряд почав його нарешті сплачувати. В цьому році сплатили 133 мільйони доларів прострочених відсотків, на наступний рік також планують погасити борг перед Національним банком.

По-перше, ми відійшли від непродуманої, неадекватної, незрозумілої і хибної політики, яка стосується кредитування уряду за рахунок емісійного центру, яким є центральний банк. Вся емісія центрального банку є покритою. І 97 % такої емісії здійснено виключно на викуп іноземної валюти.

По-друге, держава повернулася на зовнішні ринки, знову отримала довіру. І саме цей вихід тягне за собою позитивні наслідки для корпоративного сектора. Чим нижче розміщує позики держава за ставкою запозичення, тим дешевше розміщує позики корпоративний сектор.

Що стосується загальної суми боргу - і взагалі, підходів до боргу - питання не в сумі боргу корпоративного чи державного. А в здатності суб'єктів обслуговувати такий борг і в ефективності використання такого боргу. Якщо борг йде на проїдання, ми знову повертаємось на 10 років назад, і таких прикладів є сотні: починаючи з Аргентини і закінчуючи Україною. Тому саме ефективність використання державного і корпоративного боргу повинна стояти на порядку денному.

Дозволю собі прокоментувати окремі питання, які ставилися в доповідях А. С. Гальчинського та В. Я. Майстришина. Запозичення України, дійсно, здійснюються в доларах. Думаю, що на нинішньому етапі це є позитивним. Якби ми запозичали в євро, коли співвідношення було 0,87 доларів за євро, сьогодні ми б віддавали борг за курсом 1,30. Аналогічна ситуація стосовно фунта стерлінгів. При прийнятті рішення щодо розміщення треба дивитися не на структуру зовнішньої торгівлі, а на структуру оплати зовнішньої торгівлі. Давайте подивимось, яка в Україні разюча різниця між обсягами зовнішнього обороту з Євросоюзом і платежами до Євросоюзу в євровалюті. ЄС займає 30 % зовнішньоторговельного обороту, але ми не переходимо за 10 % оплати в євро. Йдеться про те, що прийняття рішення щодо запозичення повинне відбуватися надзвичайно серйозно, з урахуванням тієї кривої, яка демонструє співвідношення долара до основних валют протягом останніх 20 чи 30 років.

Що стосується поточної політики Центрального банку, то нам треба прив'язуватися до певного кошика валют. Центральний банк вже прив'язався, і де-юре, і де-факто, до євро. І саме це є однією з причин того, що ми повинні йти на ревальвацію, навіть незважаючи на те, що центральний банк здійснює значні обсяги продажу іноземної валюти.

Дійсно, є питання щодо зменшення вартості українських активів, по відношенню до євро, проте не євро є сьогодні визначальною валютою для України. Ми її беремо до уваги саме на ту питому вагу, на яку розраховується економіка з країнами Євросоюзу.

Щодо подальшого майбутнього державного боргу. В Україні повинен бути прийнятий закон, який регулює саме державний борг. «Правила гри» повинні бути чіткими, і перехідна стадія вже закінчена. Закон повинен регламентувати не тільки порядок і умови розміщення, але й відповідальність за такі розміщення. Сьогодні питання золотовалютного резерву центрального банку не повинне розглядатися в площині гарантій за зовнішніми зобов'язаннями України. Давайте розмежовувати монетарний інструмент, яким є золотовалютні резерви, і гарантійний резерв, яким може бути золотовалютний запас, і який є і в Росії, і в Казахстані.

МАЙСТРИШИН В. Я.:

Ви сказали, що готові сприйняти ревальвацію, і що план курсу долара на наступний рік вже пішов на пониження. Ми маємо 5,31 цього року і 5,29 з плану наступного року. Це стратегія чи випадковість?

ЯЦЕНЮК А. П.:

Це питання краще адресувати до А. С. Гальчинського. Він є головою Ради Національного банку України, яка затверджує основи грошово-кредитної політики. На 2005 рік – 5,27 нижня межа. Я висловлюю наше бачення поточного моменту валютно-курсової політики, і того, що ми очікуємо в майбутньому.

На початку року ми прогнозували обсяг золотовалютних резервів 8,5 мільярда доларів. В дійсності ми досягли обсягу, з урахуванням розміщень уряду, десь 12,1 мільярда доларів. Тенденція вкрай проста: Національний банк викупував валюту, а потім боровся з надлишковою гривнею. І цей процес вигідний для Національному банку. Відбулася тимчасова стерилізація. Проте ми переконані, що коли минуть всі нинішні політичні події, Україна розвиватиметься в тому динамічному темпі, в якому вона розвивалася протягом останніх двох років. Україна сьогодні цікава іноземним інвесторам.

Таким чином, ми знову відчуємо приплив іноземної валюти. Це визначатиме два завдання для центрального банку. Ключове – це боротьба з надлишком гривневої маси, яка здійснюватиметься шляхом стерилізації через сертифікати і обов'язкові резерви, і шляхом ревальвації національної валюти.

Тому наша логіка вкрай проста. Держава і надалі матиме позитивний інвестиційний імідж на зовнішніх ринках. Ми цікаві тому, що в нас платять багато. Валюта надходить, а якщо так - ми повинні ревальвувати. Наскільки? Це питання Ради Національного банку України.

ГАЛЬЧИНСЬКИЙ А. С.:

У наступному році ми продовжуватимемо політику повільної ревальвації національної грошової одиниці. Це рішення Ради НБУ було прийнято з урахуванням всіх чинників. У тому числі, ми прогнозували ситуацію, яка сьогодні має місце на валютному ринку. Я повністю згоден з А. П. Яценюком: мине час, і ми повернемося до параметрів валютного курсу гривні, про які йшлося.

МУСІНА *Людмила* *Абдрахманівна*
Заступник *Міністра* *економіки* *та* *з* *питань*
європейської інтеграції України

Світовий досвід показує, що національна безпека держави характеризується перш за все станом економіки країни, її фінансової системи. Тому питання фінансової безпеки є сьогодні пріоритетним завданням розвитку

України. Проблема належної підтримки фінансової безпеки держави є найактуальнішою, оскільки зачіпає всі галузі національного господарства, усі прошарки населення, усе суспільство і державу в цілому.

Необхідним критерієм, що характеризує фінансову безпеку, є рівень боргової безпеки держави, тобто рівень внутрішньої і зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень й оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує втратою суверенітету та руйнуванням вітчизняної фінансової системи. Це, перш за все, пов'язано з тим, що державний борг є інструментом державного регулювання економіки.

Відповідно до Закону України «Про основи національної безпеки України», велика боргова залежність держави, критичні обсяги державних зовнішнього і внутрішнього боргів є одними з основних загроз економічним інтересам України. Економіка України продовжує перебувати у залежності від внутрішнього та зовнішнього кредитування.

Важливим є ефективне використання запозичених коштів для стимулювання економічного розвитку. Лише за такої умови борг стане додатковим ресурсом подальшого зростання. Ефективне використання зовнішнього фінансування для покриття дефіциту державного бюджету, разом з іншими заходами, дозволяє значно скоротити рівень інфляції та створити сприятливі умови для відродження національного виробництва, поліпшення інвестиційного клімату, оскільки не відволікає дефіцитні кошти внутрішніх інвесторів на покриття бюджетного дефіциту.

Питання боргового навантаження на державний бюджет необхідно розглядати з точки зору реального соціального та економічного ефекту, які і є оцінкою ефективності використання ресурсів, що акумулюються за результатами державних запозичень.

З цією метою державна політика у цій сфері потребує створення відповідних умов. Центральними органами виконавчої влади розроблено проект Закону України «Про державний борг України», який внесено на розгляд Верховної Ради України. У ньому передбачено формування цілісного законодавчого поля щодо регламентування реалізації боргової політики та інституційних основ її організації. Крім того, у проекті закріплено повноваження Міністерства фінансів, як єдиного органу державної влади, що здійснює розробку і реалізацію боргової політики та управління державним боргом з правом прийняття відповідних законів щодо основних засад боргової політики на середньострокову перспективу.

Ефективність управління економічними процесами безпосередньо залежить від відповідності здійснюваних заходів економічним реаліям, максимально швидкого та адекватного реагування на їхню зміну. У питанні управління державним боргом, особливо з врахуванням завдань, які визначені Програмою діяльності Кабінету Міністрів України щодо мінімізації вартості запозичень та підвищення ефективності їхнього використання, економії бюджетних коштів, це є особливо актуальним.

Слід зауважити, що основний обсяг державного боргу в Україні був накопичений до 2000 року, протягом останнього часу його розмір стабілізувався на рівні 14,5-15 мільярдів доларів США. Станом на 30 вересня 2004 року державний прямий та гарантований борг України становив 81,116 мільярда гривень або 15,283 мільярда доларів США. За період з 1996 року по вересень 2004 року загальна заборгованість України зросла у 1,7 разу за рахунок зростання прямого державного боргу в 1,5 разу та гарантованого на 1 %. Незважаючи на це, його питома вага у ВВП щорічно зменшується. Так, якщо у 1999 році зазначене відношення становило 48,8 %, то у вересні 2004 року – 25,96 %.

За січень-вересень 2004 року прямий державний борг збільшився на 3,1 % порівняно з початком року. Це було зумовлено зростанням внутрішнього боргу на 5,0 % та зовнішнього - на 2,3 %.

Що стосується обслуговування державного боргу, бюджетним розписом на січень-вересень 2004 року передбачено асигнування у сумі 2187,3 мільйона гривень, фактично видатки становили 2187,2 мільйона гривень, у т. ч.: внутрішнього – 671,3 мільйона гривень, зовнішнього – 1515,9 мільйона гривень. У порівнянні з січнем-вереснем 2003 року зазначені видатки збільшилися на 477,7 мільйона гривень.

На погашення державного боргу у січні-вересні 2004 року фактично витрачено 7546,3 мільйона гривень, у т. ч. на погашення внутрішнього боргу – 2942,4 мільйона гривень зовнішнього – 4603,9 мільйона гривень, з яких придбання Міністерством фінансів України цінних паперів – 247,0 мільйона гривень. У порівнянні з відповідним періодом 2003 року витрати на погашення державного боргу збільшилися на 1580,4 мільйона гривень.

Щодо структури державного боргу. На кінець вересня 2004 року зовнішня заборгованість перевищувала величину внутрішнього боргу у 2,8 разу. Це свідчить про значну фінансову залежність України від іноземних кредитів, а також про наявність значних ризиків для державного бюджету в разі девальвації гривні щодо іноземних валют. Протягом 2001-2004 років у структурі державного боргу питома вага внутрішньої складової залишається

відношення державного прямого і гарантованого боргу до ВВП на кінець 2003 року складало 29,3 %, на кінець 2004 року очікується 24,8 %, на кінець 2005 року прогнозується 21,3 %. Критичний рівень – діапазон від 60 %, за методологією МВФ та Маастрихтськими критеріями для країн–кандидатів ЄС та у відповідності до п. 2 ст. 18 Бюджетного кодексу України – до 80-100 %, за методологією Світового банку. Проте ключовою проблемою боргової безпеки України та її фінансової сфери сьогодні і в найближчі роки є пікові навантаження платежів з обслуговування і погашення державного боргу в окремих періодах. Тому стратегічно важливим завданням в сфері управління державним боргом є розгляд альтернативних можливостей згладжування пікових платежів. Кількісні параметри державного боргу практично не впливають на економічну динаміку, базовими чинниками економічного розвитку залишаються пікові навантаження в певні періоди та здатність держави забезпечити своєчасність погашення і обслуговування боргу, яка передбачає також спроможність здійснювати нові запозичення.

Альтернативою внутрішнім є зовнішні запозичення, які є об'єктивною реальністю сьогодення. Внаслідок дії «ефекту витіснення» державі практично неможливо розмістити на внутрішньому ринку значні обсяги цінних паперів, не зменшивши інвестиції в реальний сектор економіки. Тому на даний момент саме вихід на міжнародні ринки капіталу є одним з найперспективніших способів залучення капіталу, як для держави, так і для українських підприємств та банків.

Мова повинна йти про поліпшення конкурентоспроможності України на міжнародних ринках капіталу. Недостатність кредитно-інвестиційних ресурсів та боротьба за їхнє використання є одними з основоположних проблем світової економіки. Тому Україна змушена шукати нові методи та форми впливу на економічне та політичне середовище для забезпечення реалізації державних інтересів на міжнародних ринках капіталу. В умовах глобалізації Україна повинна розвивати нові можливості для поліпшення власної конкурентоспроможності. Шляхи вирішення даної проблеми повинні бути віднайдені вже сьогодні, бо лише за рахунок розвитку конкурентоспроможної економіки Україна може здобути в очах світового співтовариства авторитет надійного фінансового партнера та, відповідно, отримувати рейтинги не спекулятивних, а інвестиційних категорій. Також потрібно продовжувати створення сприятливої кредитної історії країни на міжнародних ринках капіталу. Необхідно виходити на міжнародні ринки з новими фінансово-кредитними інструментами, знижуючи граничну межу дохідності та створюючи сприятливі можливості для корпоративних емітентів та банківських установ.

Велике значення має вплив чинників політичного середовища на інвестиційну привабливість України. Для його зменшення в першу чергу потрібно досягти достатньо високої стабільності політичної системи, визначення чіткого зовнішньополітичного курсу держави, стабільного зростання ВВП, зростання золотовалютних резервів, зростання потоку прямих іноземних інвестицій, прийняття законів, що реформують податкову систему та дають можливість скоротити обсяг тіньової економіки, стабільного та вчасного обслуговування та погашення державного боргу, проведення прозорої приватизації, зміцнення фінансового сектора, створення умов для ефективного функціонування вітчизняного виробництва тощо.

Внутрішні запозичення є об'єктивно необхідними для підтримки вітчизняного фінансового ринку. Світова практика доводить, що залучення коштів державою на ринковій основі у формі банківських кредитів та внутрішніх державних позик в оптимальних розмірах є найбільш прийнятним способом фінансування дефіциту бюджету в умовах трансформації економіки. Держава повинна бути активним гравцем на внутрішньому ринку капіталу, та в разі «перегріву» економіки мати можливості швидко та своєчасно вилучати надлишкові фінансові ресурси. Купуючи державні облігації у комерційних банків, Національний банк України забезпечує збільшення грошової бази і мультиплікативне розширення грошової маси. Здійснюючи продаж державних облігацій комерційним банкам, Національний банк України забезпечує скорочення грошової бази і мультиплікативне скорочення грошової маси. Таким чином, вторинний ринок державних облігацій є дуже важливим каналом, що використовується в ході реалізації грошово-кредитної політики.

Таким чином можна зробити певні висновки та пропозиції.

По-перше, з метою підвищення ефективності державної економічної політики вважаємо за доцільне запровадити систему індикаторів попередження негативних та несприятливих подій для економіки держави. Також необхідно розвивати можливості Уряду проводити активні операції з борговими зобов'язаннями держави, що не тільки підвищить ефективність управління державним боргом, а й забезпечить економічну та фінансову безпеку.

По-друге, одним із стратегічних напрямів урядової політики має бути щонайшвидше отримання міжнародного кредитного рейтингу інвестиційної категорії, що надасть можливість не тільки отримувати досить дешеві фінансові ресурси для фінансування перспективних напрямів державної політики, а й дозволить підвищити кредитні рейтинги вітчизняних суб'єктів господарювання. Тільки в цьому випадку можна очікувати збільшення інвестицій в галузі вітчизняного господарства, що створить кумулятивний

ефект для економіки всієї країни. Тому першочерговими завданнями стратегії управління боргами в Україні має бути підвищення кредитного рейтингу країни і доведення його до рівня, прийнятого для інвесторів. Тобто вона повинна бути направлена на мінімізацію вартості довгострокових позик, забезпечення безперебійного доступу країни до внутрішніх та зовнішніх ринків капіталу, а також зменшення чутливості фінансової системи до потрясінь на міжнародних фінансових ринках. Зміцнення боргового суверенітету України, підвищення її кредитного рейтингу і міжнародної репутації можна досягнути шляхом активізації менеджменту боргового процесу.

По-третє, підвищенню рівня боргової безпеки держави в інституційному та фінансово-бюджетному аспектах повинні сприяти:

- удосконалення законодавчого забезпечення формування внутрішньої та зовнішньої заборгованості: прийняття відповідних законодавчих та нормативних актів, зокрема Закону України «Про державний борг»;
- визначення оптимального співвідношення між зовнішнім та внутрішнім боргом, яке б відповідало поточній економічній ситуації та стратегічним інтересам України;
- удосконалення процедури визначення ліміту державного боргу на поточний рік, шляхом введення додаткових індикаторів боргового навантаження;
- визначення допустимих меж використання бюджетних надходжень для обслуговування державного боргу;
- здійснення контролю та постійного моніторингу потоків грошових коштів, та в разі можливості перевищення в певні періоди граничних показників проводити політику попередження негативних явищ;
- розробка та реалізація стратегії управління державним боргом, що дозволить перейти від практики «латання бюджетних дірок», до дійсно цілеспрямованої політики в сфері управління державним боргом.

Тільки застосування ефективної стратегії управління державним боргом сприятиме ефективному використанню запозичень та створить необхідні умови для оптимізації боргового навантаження.

ВАХНЕНКО

Старший

науковий

Тетяна

співробітниця

відділу

Петрівна

фінансового

та бюджетного прогнозування Інституту економічного прогнозування НАН України

Тривалий час за внутрішніми борговими операціями у нас формується негативне сальдо, причому основна частина боргових виплат припадає на долю Національного банку України. Подібна схема обслуговування внутрішнього державного боргу не лише породжує негативні наслідки для бюджету країни, а й справляє негативний вплив на ключові макроекономічні параметри внаслідок деформації грошово-кредитної системи України. Державний бюджет фактично слугує інструментом звуження грошової маси – через обслуговування ПОВДП, продаж ПОВДП на відкритому ринку Національним банком України та накопичення коштів на рахунках Уряду. За 8 місяців 2004 року через операції з державними цінними паперами із обігу вилучено 700 мільйонів гривень. На противагу цьому, в інших країнах бюджет слугує механізмом, який визначає первинну структуру фінансових потоків, а надходження коштів до бюджету є основним каналом формування грошової бази.

Використання інструментів державного запозичення для скорочення кількості грошей в обігу призводить до низки негативних наслідків.

По-перше, це порушення прав платників податків. За своєю економічною сутністю податки мають слугувати джерелом надання державою суспільних благ і послуг своїм громадянам, а не виконувати роль інструмента грошово-кредитного регулювання.

По-друге, це пригнічення кінцевого попиту. Сплачуючи відсотки за державними облігаціями Національному банку, держава в той же час скорочує бюджетне фінансування соціальних та економічних програм.

По-третє, це зменшення пропозиції кредитних ресурсів для підприємств реального сектора. Проводячи стерилізацію грошової маси з використанням державних облігацій, Національний банк фактично конкурує з підприємствами за ресурси комерційних банків.

Ще однією проблемою боргової політики України останніх років є надмірне використання зовнішнього позичкового фінансування, що призводить до нарощування зовнішнього боргу держави. Значне позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу в Україні не трансформується у зменшення зовнішнього боргу країни. Такий стан речей є відображенням політики пріоритетного накопичення міжнародних валютних резервів. При цьому не враховується той факт, що вказана політика має своїм наслідком стиснення внутрішнього попиту і ВВП країни: при перерахуванні частини надходжень від експорту до резервних активів рівень споживчих та

інвестиційних витрат економічних суб'єктів зменшується і стає нижчим від рівня генерованих доходів.

Інтенсифікація зовнішніх запозичень в умовах формування значного позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу позбавляє нас сприятливої можливості для вирішення завдань зниження боргового навантаження на економіку та подолання боргового характеру бюджету. По суті, ми втрачаємо шанс частково розрахуватися із зовнішніми кредиторами за рахунок надходжень від експорту, що веде до відтворення боргових проблем держави.

У системі заходів щодо оптимізації боргового навантаження, зниження витрат на обслуговування боргу та мінімізації боргових ризиків важлива роль належить таким факторам:

- зниженню рівня відсоткових ставок та проведенню зваженої курсової політики, що сприятиме зменшенню вартості обслуговування як внутрішнього, так і зовнішнього державного боргу;
- досягненню профіциту бюджету за позичковими операціями, що вестиме до планомірного і поступового зниження боргового навантаження;
- спрямуванню надходжень від приватизації державного майна на погашення зовнішнього боргу, що забезпечуватиме утримання стабільної нетто-боргової позиції держави;
- розвиткові внутрішнього фінансового ринку і зміщенню акцентів із зовнішніх комерційних позик на внутрішні, що дозволить мінімізувати валютні ризики;
- перегляду умов реструктуризації заборгованості уряду перед НБУ для недопущення перетворення бюджету на інструмент демонетизації економіки.

Зупинюсь більш детально на проблемах розвитку внутрішнього фінансового ринку і зміщення акцентів із зовнішніх комерційних позик на внутрішні.

Внутрішні позики є основним джерелом залучення державою позичкових капіталів в більшості країн світу. Так, у 1997-2001 роках у країнах з ринками, що формуються, випуски внутрішніх облігацій за обсягами перевищували випуски зовнішніх облігацій майже в 13 разів. В Україні ж спостерігається зворотна тенденція: за підсумками 9 місяців 2004 року сума зовнішніх запозичень перевищила суму внутрішніх утримань.

В останні роки значного прогресу у царині розвитку внутрішнього ринку позичкових капіталів досягли Бразилія, Чилі, Угорщина, Індія, Корея, Малайзія, Мексика, Польща, Південна Африка, Туреччина. Стрімке зростання ринків внутрішніх запозичень у країнах з низьким і середнім рівнем доходів в

останні роки викликане проведенням цілеспрямованої політики урядів і корпорацій цих країн, спрямованої на мінімізацію зовнішніх комерційних позик, які відзначаються високим ступенем нестабільності. Останнім часом у світі припинення надходжень чи зворотний рух зовнішніх позичкових капіталів ставали основними причинами розгортання валютних і боргових криз.

Підвищення ролі внутрішніх державних позик при фінансуванні дефіциту бюджету дозволяє державі знизити валютний, відсотковий ризик і ризик рефінансування боргу. Зокрема, розвиток ринку внутрішніх запозичень дозволяє зменшити залежність уряду від зовнішніх джерел. Адже внутрішні позичкові кошти є більш стабільним джерелом фінансування потреб уряду.

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

Таким чином, через усунення невідповідності між валютою зобов'язань і валютою активів уряду, внутрішні запозичення, порівняно з зовнішніми, сприяють підвищенню ефективності і мінімізації негативних наслідків позичкових операцій держави.

В Україні значне позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу створює об'єктивні передумови для зменшення обсягів залучення зовнішніх позик та зміщення акцентів із зовнішніх державних позик на внутрішні.

ЛИСИЦЬКИЙ

Віктор

Іванович

Радник Голови правління ЗАТ КБ «Приватбанк»

Тут вже кілька разів обговорювали, який відсоток повинен становити зовнішній борг до ВВП, якими мають бути витрати на його обслуговування тощо. На мій погляд, сьогодні такі розмірковування виглядають досить схоластичними. Зрозуміло, що боргова політика держави не може не бути невід'ємною складовою стратегії соціально-економічного розвитку, і не в радянському розумінні, а в розумінні того, яким чином вона розвиватиметься інституціонально, як ринкова система, де особистість отримує можливість краще за все реалізувати свій потенціал.

На жаль, сьогодні існує трагічний розрив між тим, про що йшлося в Посланні Президента України щодо стратегії соціально-економічного

розвитку, і тим, що роблять уряди. Ще в Посланні Президента України на 2000-2004 роки було прописано інноваційний розвиток. Було написано багато розумних речей щодо того, як нам треба розвивати економіку. Не за рахунок металургії, не за рахунок купівлі «Гута Ченстохова», і не за рахунок будівництва ще одного стадіону в Донецьку.

Ми намагаємося обговорювати відсотки, те, яким повинен бути бюджет, дефіцит бюджету, якими темпами розвиватимуться зовнішні запозичення. Під що? Адже фактично не існує серйозних постанов щодо інноваційного розвитку! Один з найбільш ефективних напрямів вкладання грошей - це розвиток програмної індустрії. Це показав приклад Індії - вже хрестоматійний: робоче місце програміста коштує максимум 2000 доларів США.

Що зроблено урядом в частині використання цієї базової конкурентної переваги України? Ми маємо базову конкурентну перевагу? Тут, в Києві, і не лише в Києві, є багато програмістів і в інших великих містах України. Жоден уряд не повернувся обличчям до запуску серйозних інноваційних процесів, і, найголовніше, - ліквідації цього відриву від стратегічних установок Президента. Я думаю, що, хто б не був би обраним Президентом, цей розрив може зберегтися, тому що бюрократи знов тягатимуть тисячі паперів, прем'єр-міністр підписуватиме десятки тисяч документів на рік, і з них лише окремі матимуть відношення до стратегії соціально-економічного розвитку, до інновацій..

Щодо ревальвації. Є чудова книжка Гільберта «В пошуках валютного мира». Там наводиться такий приклад. Західна Німеччина у 1948 році проголосила курс 4 марки за долар США, торгів не було. Коли були перші торги, курс став 3,33. В середині 90-х років було вже 1,94. Отже, ревальвація гривні є абсолютно розумною, треба проводити її більш високими темпами.

СОБОЛЄВ

Борис

Володимирович

Радник Голови Комітету з питань бюджету Верховної Ради України

Слід врешті-решт визначитися з сумою державного боргу. Ми дев'ять років активно запозичували кошти Міжнародного валютного фонду, нам доводилося трошки коригувати ситуацію, і говорити, що держборг у нас контрольований, маленький. Дивно чути від керівників нашої монетарної галузі, що він у нас менше 25 %. А як трактувати те, що в державних видатках є суми на погашення боргу по заощадженнях перед вкладниками Ощадбанку колишнього СРСР? Чи не є це де-юре означенням, що 127 мільярдів гривень,

які ми маємо погасити людям, є державним боргом? Інакше, на якій юридичній підставі ці кошти витрачаються з держбюджету?

Сальдо з ПДВ. За нашими розрахунками, держава цього року мала б відшкодувати близько 18 мільярдів гривень. Ви подивіться, що зараз примусово відбувається під тиском податкової інспекції! Відбувається так звана «добровільна» відмова від претензій щодо відшкодування ПДВ.

На жаль, Україна юридично не вирішила питання «нульового варіанту». «Нульовий варіант», так чи інакше, виникає перед Україною в образі Нюрнбергських угод, за якими Україна намагається сплачувати. Загалом, за моїми підрахунками, держборг складає не 20 чи 25, а 62 % ВВП. Нам потрібно чітко розібратися в цих категоріях юридично, і давати відповідні рекомендації.

Далі. Чи можемо ми допустити в період економічного зростання дефіцитність бюджету? Адже, закладаючи дефіцит в період зростання, ми збільшуємо боргове навантаження на фазу спаду. Коли держава мусить мати якісь амортизатори для зменшення тиску, економічного і соціального, ми збільшуємо потенційне навантаження на бюджет.

Ситуація 2005 року ще більше загостриться тому, що в нас крім бюджету є ще Пенсійний фонд, і дефіцит Пенсійного фонду наступного року складатиме оптимально – 9, максимально – 15 мільярдів гривень, якщо ми не відмовимося від доплат пенсіонерам.

Я привертаю увагу до того, що в проекті бюджету немає коштів на покриття дефіциту ані державного бюджету, ані Пенсійного фонду. Отже, наступного року матимемо дефіцит не 1,5 %, а понад 4 % ВВП.

Дуже дивно, що від керівництва Національного банку України ми нічого не почули про інфляцію, нібито стерилізація сама собою допоможе поліпшити цю ситуацію. Я думаю, що перетягування відповідальності між Національним банком і урядом, на жаль, і тут діє деструктивно. Вважаю, що найперше завдання і уряду, і Нацбанку - це боротьба з інфляцією.

Останнє. Чи добре те, що зовнішній борг такий контрольований? Я думаю, треба думати, як збільшувати запозичення на національному ринку. Беручи у західних інвестиційних банків позики під 5–6 %, потрібно підрахувати, скільки це коштуватиме в гривні на момент погашення, і дати собі відповідь на питання, а чи не краще було б сплатити ці гроші, наприклад, недержавним пенсійним фондам, які ми зараз створюємо?

СОРОКІН

Олександр

Миколайович

Голова правління ВАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»

Дві репліки стосовно політики ревальвації.

Перша стосується того, що коли подивитися на темпи економічного приросту за останні 5 років, у тому числі і ВВП, то тут приблизно 60 % - за рахунок приросту експортного виробництва. Як тільки ми починаємо проводити політику зміцнення своєї грошової одиниці, експортери одразу починають втрачати ринки - це незаперечний закон. Тобто ревальвація грошової одиниці завжди більше відповідає інтересам імпортерів. Хоча в чистому вигляді у нас експорту не існує: в нас в експорті вміщується приблизно 70 % імпорту, у зв'язку з чим тут необхідно досить гнучко маневрувати. До речі, японці завоювали ринок автомобілів завдяки тому, що курс єни по відношенню до долара був вельми гнучким: на початку 80-их він коливався від мінімального значення менше 100 єн за 1 долар до 175 протягом одного календарного року.

Давайте подивимось: як чинить американський долар по відношенню до євро? Та ж сама японська політика, тільки двадцять років по тому!

Я вважаю, що коли вже закладати стратегію, то вона повинна бути гнучкою і передбачати сценарії, і, передусім, світового розвитку.

Друга репліка - із приводу оптимальної заборгованості як зовнішнього, так і внутрішнього боргу. Я згоден у тому, що не існує оптимальної цифри. Невеличка Бельгія має заборгованість 54 мільярди доларів, темпи економічного зростання там є стабільними й усі виконують соціально-економічні та інші програми.

Існує такий розповсюджений анекдот: якщо банк видав своєму позичальникові один мільйон, позичальник буде до нього постійно бігати й умовляти, аби до нього не застосовували ніяких заходів; якщо ж банк помилився і видав 100 мільйонів, тоді він сам починає вдаватися до подібних ж маневрів.

БУКОВИНСЬКИЙ **Станіслав**
Керівник Апарату Ради Національного банку України **Альбінович**

Основним показником, яким користуються міжнародні інвестори для оцінки платоспроможності держави або резидентів країн, є розмір державного боргу. При помірних розмірах заборгованості вірогідність спекулятивних атак на національну валюту зменшується, знижується також вартість залучення іноземного капіталу, що позитивно впливає на внутрішній інвестиційний процес. Тому для того, щоб створити відповідні умови для стабільності та

економічного зростання, необхідно встановлювати обмеження, які зменшують їхню вразливість до зовнішніх шоків.

Якщо говорити про кількісні показники таких обмежень, то є декілька моделей оптимального державного запозичення. В рамках торговельних союзів, які передбачають координацію макроекономічної політики країн-членів, граничні показники для державної заборгованості застосовуються в Європейському Союзі, об'єднаннях МЕРКОСУР (Аргентина, Бразилія, Парагвай, Уругвай), Андський пакт (Болівія, Колумбія, Еквадор, Перу, Венесуела). У Європейському Союзі прийнято рішення про обмеження боргу на рівні 60 % ВВП, об'єднаннях МЕРКОСУР – 40 %, Андському пакті – 40 % ВВП.

Безпечний рівень боргу для країн з перехідною економікою знаходиться на більш низькому значенні, ніж для розвинених країн. Це в основному обумовлюється:

- відсутністю стабільного доступу до зовнішнього фінансування, яке дозволяло б безперервно рефінансувати накопичені борги;
- невисоким рівнем доходів держави та нестабільністю податкових надходжень до бюджету;
- високою вартістю залучення коштів, що суттєво впливає на розміри обслуговування боргу.

Сьогодні, коли йде процес формування Єдиного економічного простору, виникає питання щодо підготовки Угоди про принципи формування і виконання бюджетів держав-учасників ЄЄП.

Дослідження, які проводяться з цього приводу, показують, що для належного виконання своїх функцій рівень відволікання бюджетних ресурсів на процентні виплати не повинен перевищувати 30-35 % видатків бюджету. Це вимагає утримання державного боргу на рівні 39-45,5 % до ВВП.

З точки зору фінансових можливостей обслуговування боргових зобов'язань, на наш погляд, максимально допустимою величиною державного боргу може бути сума, що не перевищує 40 % ВВП. Орієнтуватися на стандарти країн-членів ЄС на даному етапі розвитку не варто було б, оскільки економічні умови цих країн кардинально відмінні від умов країн з перехідною економікою.

Максимальна сума державного боргу повинна відповідати такому обсягові державних зобов'язань, які уряд може реалізувати на фондовому ринку. Сьогодні фондовий ринок суттєво не впливає на основні економічні тенденції та інвестиційні процеси. В структурі джерел інвестицій в основний капітал переважають власні кошти, бюджетні асигнування. Обсяги кредитів банків та інших позик знаходяться на рівні 5-6 %.

Для того, щоби фондовий ринок успішно виконував функцію формування джерел інвестиційних ресурсів для фінансування економіки, необхідно забезпечити:

- поліпшення нормативно-правової бази, державного регулювання та судочинства щодо операцій на фондовому ринку;
- удосконалення інституційної інфраструктури;
- подальший розвиток фінансових інструментів фондового ринку.

БУРАКОВСЬКИЙ **Ігор** **Валентинович**
Директор Інституту економічних досліджень і політичних консультацій

Я глибоко переконаний, що проблему зовнішнього чи внутрішнього боргу не можна розглядати окремо від загальної фінансової ситуації в країні. Якщо уважно проаналізувати логіку сучасної економічної політики, можна дійти висновку, що така політика вже створила цілу низку загроз макроекономічній та фінансовій стабільності. Ці загрози не треба перераховувати, оскільки вони є очевидними для експертів. Проблема полягає в тому, що, коли ці загрози перейдуть в практичну площину, у уряду виникне спокуса вдатися до зовнішніх запозичень, щоб подолати негативні наслідки відповідної політики. Таким чином, зовнішні запозичення можуть бути зумовлені банальними провалами в економічній політиці.

Сьогодні вже згадувалось про необхідність середньострокової боргової стратегії. На моє глибоке переконання, постановка цього питання сьогодні або некоректна, або принаймні передчасна. Середньострокову боргову стратегію не можна запровадити саму по собі. Спочатку потрібно запровадити в практику економічної політики середньострокову бюджетну стратегію, ключовим елементом якої має стати система середньострокового планування витрат. Без такого загального механізму планування та виконання бюджету немає сенсу намагатись реалізувати якісь середньострокові програми в окремих сферах економічної політики.

Наша дискусія зводиться практично до двох моментів – високих темпів економічного зростання та визначення того, чи є даний борг критичним, чи ні: в плані настання боргової кризи. На мою думку, це досить вузький підхід. Ми просто повинні пам'ятати, що основна проблема полягає не в кризі як такій. Справа в тому, що всі боргові кризи починаються дуже несподівано, і саме в цьому полягає головна проблема. Ми можемо мати порівняно низький зовнішній борг, але якщо виникнуть гострі проблеми

фіскального характеру, то, очевидно, виникнуть і проблеми, пов'язані в тому числі з погіршенням зовнішньоекономічної позиції України.

Тепер я хотів би вказати на один момент, який мене особисто досить сильно турбує. Сьогодні відбувається процес, якщо так можна сказати, певної «мантризації» дискусій щодо проблем розвитку української економіки. І повторення цих «мантр», на жаль, набуває досить великих масштабів. Найбільш розповсюдженою «мантрою» сьогодні є повторення тези про «рекордно високі темпи економічного зростання». При цьому чомусь майже не говориться про той очевидний факт, що високі темпи економічного зростання - це інструмент, а не самоціль.

Друга «мантра», яка сьогодні активно повторюється, це «мантра» інноваційного розвитку. Чесно кажучи, я не бачу палкого бажання наших економічних агентів реально запроваджувати інновації. Якщо ми хочемо їх примусити «згори» йти шляхом інноваційного розвитку - це один варіант стратегії. Хоча такий примус навряд чи дасть позитивні результати. Інша ситуація виникає тоді, коли українські компанії самі зацікавлені в інноваційних проектах. Тільки тоді, коли ми чітко визначимося в цьому принциповому питанні, можна говорити про якісь механізми та, зокрема, використання інструментів боргової політики.

Але сьогодні постановка питання про джерела фінансування інноваційного розвитку в термінах внутрішніх або зовнішніх запозичень некоректна. Проблема полягає в тому, що за сучасних умов політика підтримки інноваційного розвитку призведе до появи нових інструментів адміністративного втручання в економіку та трансформується в політику фаворитизму по відношенню до своїх, та, кінець кінцем, до неефективного залучення та використання коштів.

Тому, на моє глибоке переконання, зовнішні та внутрішні запозичення – це, так би мовити, можливість отримання кредиту в останній інстанції, коли всі інші інструменти вичерпані.

Сьогодні ми весь час говоримо про зовнішній борг, причому намагаємось розглянути варіанти його використання як інструменту подальшого економічного розвитку. Але є багато інших шляхів отримати необхідні кошти та інновації. Чому ми не говоримо в цьому контексті про залучення іноземних інвестицій? Чому ми не говоримо про те, що самі підприємства повинні більш ефективно діяти в тій чи іншій сфері? Чому не піднімаємо питання про державні інвестиції? На мою думку, вони не є інвестиціями за визначенням: за великим рахунком, це красиве слово, за яким стоїть банальне витрачання державних коштів. Тому мені здається, що наш низький рівень зовнішнього боргу - або більш високий, як казав Б. В. Соболєв,

якщо ми врахуємо внутрішній і зовнішній борг - це для нас певне «вибачення», привід не займатись більш складними проблемами, тим, що називається «настроюванням» економіки.

Мені здається, що в українській економічній політиці завершилися епохи економічних революцій, і сьогодні ми повинні займатись досить складною та, можливо, рутинною роботою, спрямованою на корекцію тих чи інших елементів економічного механізму. І такі невеликі кроки можуть дати дуже суттєві позитивні економічні ефекти. Тому слід відмовлятися від ідеології масових запозичень, або, в більш широкому контексті, від ідеології масштабних акцій, до яких ми звикли.

БАРАНОВСЬКИЙ **Олександр** **Іванович**
Провідний експерт Українського центру економічних
і політичних досліджень ім. О. Разумкова

Можу стверджувати, що сьогодні державний борг України поки що є засобом виживання для України. Адже неборгових джерел покриття дефіциту держбюджету не існує, а про реальний профіцит мова поки що взагалі не йде.

Певною мірою державний борг є тягарем, якщо його розглядати з точки зору співвідношення обслуговування і погашення та надходжень бюджету.

Дійсно, можна стверджувати що останнім часом якісно поліпшилося управління державним боргом. Проте в цій сфері сьогодні ще існує достатньо проблем, і найбільш нагальною з них є відсутність досконалого нормативного забезпечення управління формуванням і використанням державних запозичень.

Що стосується ефективності їхнього використання, я можу стверджувати, ще з досвіду своєї роботи в Рахунковій палаті України, що багато проектів за кредитами і Світового банку, й інших кредиторів не отримали належної віддачі, ефективність використання цих коштів дуже низька. Саме на це треба звертати увагу у подальшій розбудові системи управління державним боргом України.

Яким має бути безпечний рівень державного боргу та ВВП? На мій погляд, це – один з важливих індикаторів, які можуть свідчити про безпечність або небезпечність рівня державних запозичень. Проте, на мій погляд, він недостатній для того, щоб комплексно характеризувати рівень державних запозичень. Поряд із співвідношенням держборгу та ВВП, необхідно передусім визначити для себе і директивно закріпити певні індикатори

боргової безпеки, які могли б свідчити саме про безпечність формування певних обсягів заборгованості й використання цих коштів.

Наведу лише один приклад. Скажімо, частка зовнішніх запозичень у покритті дефіциту бюджету, станом на 1 січня 2004 року, становила в Україні 84,3 %. Це майже втричі перевищує аналогічний показник, який вважається більш-менш безпечним у цьому плані.

Що стосується використання боргової політики в контексті завдань інноваційного розвитку, дійсно, треба докласти зусиль, щоб усі запозичення, які держава робить для реалізації конкретних інвестиційних проектів, давали певну віддачу, і тоді ми могли б прийти до ситуації, коли розраховуватись за старими боргами будемо не шляхом нових запозичень, або використання для цього надходжень від податків та інших обов'язкових платежів до держбюджету, а будемо мати ще одне дуже важливе покриття державного боргу.

НОВИЦЬКИЙ

Валерій

Євгенович

Завідувач відділу зовнішньоекономічних досліджень Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України

Обговорюючи проблему заборгованості держави, слід враховувати комплекс безпосередніх факторів та причин зовнішнього боргу, реальну структуру заборгованості, механізм відповідних виплат тощо. Втім, такий підхід є неповним, він враховує обмежене коло мотивацій та алгоритмів практичних дій. Ці алгоритми прив'язані до цілей поточного балансування й не забезпечують розв'язання стратегічних задач соціально-економічного розвитку.

В цьому зв'язку доцільно наголосити на значущості синтетичного бачення проблеми та на необхідності забезпечити єдність фінансово-монетарного та «реальносекторного» регулятивного інструментарію. Інакше кажучи, коли ми маємо на увазі боргову проблему, то не можемо не казати про широке коло проблем соціально-економічного розвитку, обійти увагою особливості функціонування виробничої сфери, конкретні фінансові потреби, негаразди, причини виникнення заборгованості, а також ті наслідки для інформаційно-послугового сектора суспільства, промисловості, сільського господарства, які об'єктивно виникають та виникатимуть внаслідок запозичень або, навпаки, виплат заборгованих коштів.

Боргова проблема не існує як самодостатнє явище. Сам по собі показник зовнішньої заборгованості не характеризує успішність або

неуспішність боргової політики. Так, заборгованість держави може скласти 10, а може – 100 мільярдів будь-яких «у. о.», але перша сума може бути результатом недбалої урядової політики, а друга – відобразити результати інноваційної стратегії і відповідних запозичень. Тому в першому випадку можна казати лише про додатковий тягар для економіки та фінансової системи, а в другому – про те, що витрати «окупляться сторицею». Хоча, зрозуміло, що в будь-якому випадку 10 мільярдів у. о. віддавати легше і приємніше, ніж 100 мільярдів у. о.

Прикладами нерозумних підходів до боргової проблеми є «лебедина пісня» в управлінні державними фінансами Н. Чаушеску в Румунії та горбачовські запозичення в СРСР. У першому випадку мала місце бездумна теза про перетворення Румунії з країни-боржника на країну-кредитора, яка не тільки відображала авторитарно-волютаристський стиль керівництва, але й прискорила загибель режиму і самого «стратега», а в другому – безвідповідальне прагнення використати в цілях власної політики, навіть іміджу, усі можливі ресурси за чужий рахунок. Проте в обох випадках маємо «волютаризм чистої води», і нерозуміння природи та цілей боргової політики.

Але ж є й «позитивні» цілі й відповідний інструментарій. Конкретніше, можна казати про цілі макроекономічного балансування, які пов'язані з оптимізацією платіжного балансу, фіскальною політикою та є феноменом поточного розвитку - інакше кажучи, вони «живуть» в реальному часі і в короткостроковій перспективі, і цілі стратегічні, які пов'язані з інвестиціями, із забезпеченням динамічної моделі інноваційного розвитку, із формуванням суспільства інформаційної доби.

Перший цільовий блок можна умовно вважати таким, що впливає з логіки «системної цілісності» – цілі підпорядковані закономірностям самобалансування репродуктивного механізму, двосторонніх відносин між суб'єктами економічного, зокрема фінансового життя. В цьому контексті фінансово-монетарні цілі макроекономічного балансування вітчизняної економіки слід прив'язувати до таких орієнтирів, як:

- інституційна оптимізація – підвищення якості роботи державного апарату, який співпрацює з міжнародними фінансовими організаціями, поліпшення координації дій міністерств та відомств, які відповідають за окремі напрями та складові боргової політики, розробка нормативно-правової бази, покликаної зробити більш дієвим контроль за вивезенням капіталу;
- створення комплексної і цілісної системи валютних розрахунків резидентів та нерезидентів, зокрема, з метою хоча б силового, якщо

немає потрібної системи економічного вмотивування, запобігання відтоку капіталів з країни;

- забезпечення доцільної конверсії зовнішньої заборгованості у внутрішню, принаймні перенесення боргового навантаження на механізми фондового ринку: позитивними наслідками цього є те, що боргові відсотки залишаються у вітчизняних суб'єктів господарювання та фінансового життя, зменшується зовнішня залежність, розвивається внутрішній ринок цінних паперів.

Половинчастою, тимчасовою та компромісною у цьому відношенні є реструктуризація боргу, і, передусім, боргу зовнішнього. Така реструктуризація насамперед означає перекладання боргового тягаря на майбутнє через погоджене віддалення у часі реалізації фінансових зобов'язань, проте її можна розглядати і як перетворену форму акумулювання фінансово-інвестиційного ресурсу, якщо має місце програмно-цільовий підхід узгодження боргової стратегії та розвитку реального сектора, формування інноваційної моделі.

Другий цільовий блок саме і відображає логіку «системної динаміки», він формується відповідно до комплексу об'єктивних та суб'єктивних факторів інноваційного розвитку, генези інформаційного суспільства, параметри якого весь час модифікуються під дією екзогенних чинників прогресу. Інакше кажучи, йдеться про науково визначені та актуалізовані самою інформаційною добою цілі міжнародної конкурентоспроможності реального сектора, які досягаються копіткою роботою керівників, спеціалістів та широких верств зайнятих на виробництві. І в цьому відношенні, дійсно, потрібний виважений підхід: в принципі, можна забезпечувати інвестиційний «вал», а отримати «перегрів» економіки, який так або інакше зіб'є темп поступального руху, а, ще гірше – може обернутися поразкою технологій вчорашнього дня та країни, яка не спромоглася мобілізувати головний ресурс – знання, інтелект, передові технології. Тому відому макроекономічну та підтверджену міжнародним досвідом задачу – мобілізацію 19-25 % ВВП на інвестиції необхідно вирішувати не формально, а розуміючи напрями розвитку науки, сфери освіти. Особливий виклик постає в цьому відношенні перед Україною, яка випадає на узбіччя глобально-інтеграційних процесів і потерпає від ефекту малих величин: невелика у вимірі фінансово-інвестиційних та технологічних ресурсів країна не має реальних конкурентних перспектив. Їй недоступна фронтальна технологічно-інноваційна модель, а реалізація точкової моделі ускладнюється через вузьку коопераційну базу, відсутність широких можливостей розвивати спеціалізоване виробництво у

високоінтегрованому і достатньо ємному економічному просторі - хоча б з населенням 200-400 мільйонів чоловік.

Не працює для України і теза пріоритетного розвитку експорту: понад дві третини вітчизняного експорту забезпечує імпорт, передусім енергоносії, а продуктивний потенціал її сектора високих технологій мізерний. Тому казати про те, що нарощування збуту за кордон може привести до радикального поліпшення платіжного балансу держави, не можна.

Які шляхи відтак шукати такій небагатій, нещасливій у міждержавних союзах і соціально не дуже стабільній країні? Реальні програмно-цільові підходи, якомога ширше впровадження, стимулювання високих технологій – це головна задача і безальтернативна умова успіху. Відповідний інструментарій – предмет окремої, довгої та непростой розмови. Втім, є і дещо з інструментів, належних до обігу грошово-кредитних, фінансових цінностей, до фондового ринку. І в цьому зв'язку не обійтися без врахування досвіду вирішення завдань мобілізації інвестиційних, капітальних ресурсів на ключових напрямках розвитку.

Зосередимось лише навколо одного з важливих, на нашу думку, напрямів вирішення дилеми «борг-інвестиції».

Чи не найяскравіший приклад вдалої фінансово-мобілізаційної політики демонструвала політика Росії на початку ХХ століття, яка, зокрема, поширювалася й на українські землі. Проте відзначимо, що буму фондового ринку передувала поява ще у 30-их роках ХІХ століття облігацій приватних компаній у відповідності до Закону 1836 року «Про промислові товариства». Надалі були подальші кроки, передусім з боку Олександра ІІ, націлені на розвиток фондового ринку, які, зокрема, розв'язали ініціативу місцевих органів влади. Кінець-кінцем, місцеві влади набули дійсно великого впливу у справі концентрації фінансових та інвестиційних ресурсів при розвитку інфраструктури, галузей промисловості, окремих виробництв. Відзначимо, що роль кредиторів значною мірою відігравали нерезиденти, і, за умов переважної ефективності позичань, це не справляло надто негативного впливу на параметри макроекономічного балансування.

Територіальний підхід у кредитно-борговій політиці має сьогодні особливе значення. Передусім, місцеві органи влади відіграють дедалі більшу роль в усьому світі у справі стимулювання інновацій та науково-технічного прогресу – згадаймо технопарки, зони технологічного розвитку, науково-орієнтовані кондомініуми. Саме на відповідному адміністративно-територіальному рівні є природним виявляти й ініціативу у справі запровадження проектів технологічного розвитку з урахуванням особливостей місцевості, людського, управлінського, ресурсного потенціалу.

Регіони, як і держава в цілому можуть виступати в ролі емітентів цільових облігаційних позик, що допоможе перенести акцент фінансової політики з боргової проблематики на цілі розвитку фондового ринку. Проте для цього, знов-таки, слід позбутися загроз макрофінансових ризиків, забезпечити прогнозованість кон'юнктури, прозорість операцій з монетарними та фондовими цінностями.

В будь-якому разі потрібні інтеграція реальної та монетарної логіки, удосконалення правової, нормативної бази, інституційних систем, краще кадрове забезпечення останніх.

ЗВЕРЯКОВ

Михайло

Іванович

Ректор Одеського державного економічного університету

Сьогодні ставились питання про те, що боргова політика є складовою інноваційної стратегії розвитку держави. Цілком поділяю цю думку. Хочу нагадати шановному товариству, що сьогодні 25 % світового ВВП – це інноваційні технології. Через 15 років – 50 % ВВП виготовлятиметься в інноваційних секторах економіки.

Проблема боргу - це проблема пошуку джерел фінансування саме стратегічного напрямку інноваційного розвитку нашої держави. Тому вона пов'язана зі стратегією розвитку нашої держави до 2015 року. Ми повинні весь час про це казати. Проблема боргу має нетривалу, але дуже важку історію: адже протягом практично всіх 90-их років ми вирішували питання виживання за рахунок боргу. Сьогодні ми повинні поставити питання по-іншому: а з якого моменту ми ставитимемо інші завдання? Яким чином боргова політика стане підґрунтям інноваційного розвитку?

Учасники «круглого столу» нагадували, що деякі з країн ефективно використовують боргову політику і пов'язують її з експортом. Окрім того, існує, наприклад, німецька модель боргової політики: країна бере борги лише під інноваційні проекти, і за рахунок реалізації цих проектів повертає борги. Тобто є взаємозв'язок боргової політики та інноваційного проекту. Нам треба на це звернути увагу і зосередитись, передусім, на тому, що борги повинні використовуватись на такі речі.

Якщо ми подивимось на структуру нашого боргу сьогодні, то з нього дуже мало фінансується інноваційних проектів: фінансуються, наприклад, забезпечення Києва теплом, видача сертифікатів на землю, боротьба зі СНІДом тощо. Це дуже важливі проблеми, проте вони не є інноваційними.

Хотів також звернути увагу на такий важливий аспект, як взаємозв'язок боргової політики та інвестиційних процесів. Виникає питання: а як в Сполучених Штатах Америки робиться емісія грошей? Що вони роблять? Купують гроші? Ні, вони купують облігації, довготермінові, на 15-20 років. Так роблять і Америка, і Японія. Таким чином, боргова політика є інструментом емісійної політики.

Оскільки у нас основними експортерами є підприємства металургійного комплексу, вони стають другим інвестиційним центром: саме туди потрапляють гроші. І як вони їх використовують? На свої потреби. Тобто гроші починають рухатись по фінансових потоках не в інноваційних галузях, а в галузях, які є ар'єргардними в розвитку інноваційного процесу.

Останнє. Країни «великої сімки» дефіцит бюджету використовували виключно на інноваційні проекти. Дефіцит бюджету України 2005 року повинен мати інноваційну складову. Якщо він не матиме інноваційної складової, ми не зможемо вирішити питання прив'язки боргової політики до розвитку інноваційних процесів.

ПЛОТНІКОВ **Олексій** **Віталійович**
*Завідувач відділу міжнародних валютно-фінансових відносин
Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України*

Дійсно, характеристики державного боргу України змінювалися в залежності від того чи іншого періоду економічного розвитку держави. Можна пригадати вкрай негативну ситуацію з державними боргом, як внутрішнім, так і зовнішнім, 1998-1999 років. І історичний досвід економічного розвитку України свідчить про те, що більший відрізок часу він виступав саме як тягар та засіб «затикання дірок», а не як чинник розвитку.

Проблеми управління державним боргом та його оптимізації є вкрай важливими для розвитку держави, особливо в умовах економічного зростання. Зараз досить важко вести мову про ефективність управління державним боргом, особливо якщо подивитися на те, що саме економічне зростання дещо «відтіняє» проблему боргу, робить боргову проблему начебто й не проблемою. Якщо економіка зростає і є позитивними інші макроекономічні показники, дуже легко й непомітно збільшити борг.

Що стосується потенціалу та перспектив розвитку позичкового фінансування економіки України, то тут головна проблема полягає у визначенні межі, яка б поєднувала використання власних ресурсів та ресурсів позичкових. В будь-якому випадку, держава – це не комерційний банк, і не

можна будувати боргову політику держави так саме, як і боргову політику комерційного банку.

Стосовно конкретних показників співвідношення державного боргу та ВВП, то тут, мабуть, не слід бути оригінальними, а треба використовувати традиційні параметри, про які йдеться навіть в підручниках.

Нарешті, боргова політика України в контексті завдань інноваційного розвитку. Це, безперечно, важливий напрям, враховуючи те, що теперішнє економічне зростання в Україні аж ніяк не має інноваційного характеру. Якщо боргову політику зорієнтувати безпосередньо на інноваційний розвиток – це дасть державі можливості не лише для зміни моделі розвитку, а й для зміни самої природи економічного зростання.

БЕВЗ **Сергій** **Миколайович**
Начальник Управління економічної політики енергозбереження та міжнародного співробітництва Державного комітету України з енергозбереження

Передусім, хотів би подякувати А. С. Гальчинському та В. Я. Майстришину за розуміння значимості проблеми енергозбереження для нашої країни. Оскільки наш комітет, як орган виконавчої влади, безпосередньо цим займається, я хотів би зупинитися на наступному.

Як було зазначено, 48 % всього споживання ми можемо заощадити, можемо більш ефективно використовувати енергію. Більше того, хотів би також зазначити, що понад 50 % всіх вуглеводнів ми експортуємо, і водночас маємо їх купувати за кордоном: в минулому році на це було витрачено понад 6 мільярдів доларів.

Тому включення напряму енергозбереження до пріоритетів залучення зовнішніх запозичень є, на наш погляд, дуже правильним напрямом цієї діяльності.

Для вирішення означеної проблеми існують два шляхи. Передусім, ми розраховуємо на підтримку Верховної Ради України у зміні законодавства, зокрема, безпосередньо стосовно створення фонду з енергозбереження. Вже подано законопроект, який дасть змогу нам вирішити це питання. З іншого боку, це відповідні зовнішні запозичення.

З точки зору залучення відповідних запозичень у нас є дуже хороший досвід. Ми вперше не тільки в Україні, але й з-поміж всіх країн СНД створили енергозберігаючий сервіс і компанії, та залучили під це 30 мільйонів кредиту Європейського банку реконструкції і розвитку. Зараз цей кредит добігає кінця,

і саме за ініціативою Європейського банку ми починаємо проводити переговори про залучення ще 20 мільйонів: адже ми дуже добре повертаємо ці кошти через реалізацію проектів з енергозбереження, саме вони є прибутковими.

Але перед нами постають певні проблеми. Перша – це прийняття відповідних законодавчих актів, оформлення відповідних стратегій і зовнішніх запозичень. Друга проблема – це практична реалізація положень, які вже прийняті чи-то в стратегіях, чи-то в напрямках пріоритетного розвитку, в тому числі, стосовно зовнішніх запозичень.

Наприклад, ми не можемо до кінця реалізувати навіть прийняті у державі рішення щодо пріоритетного розвитку напряму на енергозбереження в побудові наших взаємодій з міжнародними фінансовими організаціями. Так, коли ми створювали і розробляли відповідну програму роботи зі Світовим банком, на жаль, не була прослухана і включена до цієї програми окремим розділом саме програма енергозбереження та енергоефективності.

Серйозним є питання можливості реалізації міжнародних домовленостей, які вже діють в Україні. Так, в рамках підписаної і ратифікованої Енергетичної хартії ми також можемо отримати залучення дуже великих коштів. Проте тут постає практичне питання щодо послідовності реалізації рішень, які були прийняті урядом. На жаль, економічні та інші органи, які безпосередньо відповідають за взаємодію з міжнародними організаціями, не завжди послідовно проводять ту політику, яку було прийнято.

ШАПОВАЛОВ

Анатолій

Васильович

Заступник міністра фінансів України

Боргова безпека, по суті, є структурною складовою фінансової безпеки держави. Тобто для політики важливо не лише, щоб держава могла виконати взяті на себе зобов'язання, але й щоб ця політика сприяла економічному зростанню держави, і завдяки цьому зростанню, яке спостерігається протягом останніх років, а також виваженій борговій політиці, ситуація значно поліпшилася. Всі виступаючі підтверджують, що наші показники знаходяться на досить хорошому рівні.

Яка характерна особливість останніх років? По-перше, це те, що держава відійшла від коротких і дорогих запозичень до середньострокових, довгострокових і більш дешевих. Я думаю, що в цьому принципова відмінність від попередніх років.

Якщо раніше державний бюджет не виконувався і існували проблеми з погашенням заборгованості, то про який інноваційний шлях розвитку ми могли говорити? Чи про які запозичення на інноваційні цілі? Сьогодні можемо сказати, що бюджет і 2003-ого, і 2004 ого років виконується, і ми вже здійснюємо інноваційні видатки і передбачаємо кошти в бюджеті на інноваційний розвиток.

Також особливістю останніх років є те, що вперше після 1990 року на український ринок запозичень прийшли нерезиденти. Це свідчить про зростаючу довіру до політики уряду.

Якщо ж взяти внутрішній ринок, ми запровадили нові інструменти в частині заборгованості держави: були випущені облігації погашення ПДВ. Вони починали торгуватися з дисконтом 30 %, а сьогодні, по першій серії, вони вже торгуються вище номіналу. Я вважаю, що в цьому також полягає успіх держави, яка віднайшла інструмент, який забезпечив погашення цієї заборгованості, і конкретні експортери отримали свої обігові кошти.

Те, що ми в останні роки віддавали перевагу запозиченням на міжнародному ринку, пояснюється передусім тим, що, запозичуючи за кордоном, ми сприяємо тому, щоби внутрішні ресурси йшли не в бюджетне проїдання, а в банківську систему, завдяки чому наша банківська система і демонструє щорічне зростання кредитних вкладів: в минулому році це було понад 60 мільярдів гривень, в цьому - трохи нижче, але це теж високі темпи.

Повернення банківської системи до кредитування фізичних осіб також сприяло високим темпам зростання в будівництві. Кредити на споживчі цілі сприяли підвищенню внутрішнього попиту. Ми формуємо зростання ВВП на 60 % за рахунок експорту та сприятливої кон'юнктури. Вона не може зберігатися протягом тривалого часу, тому розвиток внутрішнього ринку є важливою складовою, яка допоможе економічному зростанню в наступні роки, коли кон'юнктура погіршиться.

Вважаю, що головним в нашій борговій політиці є те, що всі зрозуміли: вирішення проблем за рахунок друкарського верстату Національного банку не буде. Всі пройшли через цей етап і ніхто й на думці не має повертатися до такої політики.

Також я вважаю, що ми недостатньо працюємо з населенням. В свій час ми спробували випустити казначейські зобов'язання держави для населення. На жаль, не все відповідало правовій формі і цей інструмент поки не знайшов достатньої довіри у населення. Ми працюватимемо в цьому напрямі, і я думаю, що разом зуміємо обрати той правильний шлях, яким наша держава повинна визначати свою боргову політику.

ЛЮТИЙ

Ігор

Олексійович

Завідувач кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету ім. Тараса Шевченка

Сьогодні боргова політика України визначається потребою в теоретичному обґрунтуванні, а, відповідно, потребує розробки концепції боргової стратегії держави. Парадигмою такої стратегії повинен стати підхід до державного боргу як до державного кредиту.

В Європі з середини ХІХ століття існує теорія К. Дітселя про те, що державний кредит збільшує ефективність національного капіталу, що державні позики сприяють стабільності в політичному житті, стимулюють заощадження та збільшують виробництво. Такі теоретичні позиції поділяв Дж. М. Кейнс. Сьогодні державний кредит ефективно використовується у фінансовій політиці США. Ініціювання дефіцитного бюджету, більш високі процентні ставки створюють умови для інвестицій, що є запорукою економічного зростання.

На нашу думку, зараз стоїть питання не боргової залежності України, а ефективного використання державного кредиту, що в свою чергу, потребує правового та інституційного забезпечення. Такий підхід дозволить пов'язати державний кредит із формуванням бюджетної стратегії України, як середньострокової, так і на перспективу. Він визначить можливість застосування якісно нового підходу до механізму управління і обслуговування наявного державного боргу за рахунок створення відповідного державного інституту, до функцій якого входили б як розробка оптимальних форм державних запозичень, так і їхній перерозподіл з метою найбільш ефективного використання.

Створення такого державного інституту є умовою часу. Саме через його механізм можливий інноваційний розвиток України. Практика показує, що інновації не потрібні жодному підприємцю, вони вимагають додаткових витрат і порушують рівновагу на товарному ринку. До інновацій змушує підприємця втрата своїх позицій на ринку, і лише великі корпорації, які контролюють ринок інноваційних технологій, і держава, з іншого боку, можуть стимулювати інноваційний розвиток. В цьому контексті роль державного кредиту є абсолютно важливою.

Ставлячи питання щодо можливості застосування державного кредиту в Україні, необхідно відзначити необхідність створення адекватного фінансово-кредитного середовища. Сучасні фінансові системи функціонують на принципах кредитування, що визначається можливістю максимізації прибутку за рахунок найбільш ефективного використання запозичених коштів.

Існуюча інфраструктура фінансового ринку, його інституціональне забезпечення, різноманітні форми фінансових інструментів, електронні і віртуальні технології передачі інформації та розрахунків прискорюють рух фінансових активів, зменшують перепони при обміні, пом'якшують ризик, одночасно стимулюючи попит на фінансові активи серед населення і підприємницьких структур.

Можна стверджувати, що саме фінансово-кредитний ринок забезпечує рух і перерозподіл фінансових ресурсів через використання різноманітних фінансових інструментів, що емітуються державою, муніципальними органами самоврядування, банками та різноманітними фінансово-кредитними інститутами, а також великими корпораціями. Створення відповідного фінансово-кредитного ринку в Україні є об'єктивною умовою завершення ринкових перетворень, без цього в Україні продовжуватиме переважати адміністративний перерозподіл фінансових ресурсів.

Зростання грошових доходів населення України визначає необхідність формування портфелю активів для кожного індивідуума. Ми бачимо, що зростання обсягів депозитних рахунків досягає критичної межі. Власники грошових доходів шукають інші, альтернативні джерела для акумуляції своїх доходів. Сьогодні в Україні таким джерелом стала нерухомість. В цій ситуації держава може більш ефективно використати ринок внутрішніх запозичень. Внутрішні запозичення мають переваги для держави-позичальника, так як саме вона визначає умови запозичення.

Формування ринку фінансових активів в Україні має також позитивне значення для грошово-кредитної політики. Використання фінансових активів на грошовому ринку зменшить потребу в зростанні грошової маси, якісно вплине на її структуру, одночасно забезпечуючи підвищення рівня монетизації економіки. Сучасну боргову політику України необхідно зробити політикою ефективного використання державних запозичень, що є передумовою соціально-економічного зростання.

Можна погодитись з Б. В. Соболевим, що використання залучених державою фінансових коштів для фінансування дефіциту державного бюджету можливе лише в період економічного зростання, коли економіка потребує більш дорогих грошових ресурсів. В умовах економічної стабільності залучені державою кошти повинні використовуватись для розв'язання довгострокових стратегічних завдань, направлених на реструктуризацію економіки, окремих галузей і виробництв. При цьому таке фінансування має забезпечувати реалізацію стратегії інноваційного розвитку економіки України і виходу її продукції на конкурентних засадах на світовий ринок.

З цієї метою необхідно забезпечити не лише механізм залучення державних фінансових коштів, але й ефективний механізм їхнього розміщення і цільового використання. Даний механізм повинен включити державні структури, які б займались аналізом фондового ринку, прогнозували макроекономічні процеси в Україні, а, відповідно, розробляли стратегію державних запозичень. Важливо створити державний інститут, до функцій якого б увійшов аналіз перспективних інвестиційно-інноваційних проектів з позицій загальнонаціональних інтересів, а також контроль за ефективністю та цільовим використанням залучених державних коштів.

Залучати, особливо в умовах замкненості національного фінансового ринку, необхідно стільки фінансових коштів, скільки економіка країни може ефективно використати.

Виходячи з даного обґрунтування, можна виділити наступні напрями реалізації боргової стратегії України:

- теоретичне обґрунтування місця і ролі державного боргу для країн з ринковою економікою в сучасних умовах;
- обґрунтування оптимальних параметрів державного боргу, внутрішнього та зовнішнього, з позицій національних інтересів і фінансової безпеки держави;
- розробка ефективного організаційно-правового механізму та інституційного забезпечення ринку внутрішніх державних запозичень;
- проблеми та напрями розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні;
- інвестиційно-правове забезпечення на державному рівні ефективного використання державних кредитних ресурсів;
- досягнення взаємозв'язку боргової політики з бюджетною, грошово-кредитною політикою і соціально-економічною політикою в цілому.

КОРНЄЄВ **Володимир** **Вікторович**
Провідний науковий співробітник Інституту економічного прогнозування НАН України

Відомо, що кредитний рейтинг відіграє роль індикатора при визначенні ступеня довіри до економічного контрагента-позичальника. Запозичення з рейтинговою класифікацією в групах AAA, AA, A, BBB, BB - за стандартами S&P, FITCH, R&I та Aaa, Aa, A, Baa, Ba – за стандартами «Moody's» в світовій практиці відносяться до інвестиційного класу, а всі інші характеризуються як

спекулятивні. Переміщення емітента вниз по рейтинговій стратифікації одночасно свідчить про зростання ризику банкрутства і дефолту, звісно, при цьому зростає й вартість запозичень. На противагу, підвищення кредитного рейтингу дозволяє більш оптимістично прогнозувати платоспроможність позичальників.

Економічна історія відліковує вже декілька років співробітництва України з міжнародними рейтинговими організаціями. Вперше, і досить високий, кредитний рейтинг запозиченням України був присвоєний агентством «Moody's» 6 лютого 1998 року в класифікації В2. Проте вже у вересні того ж року внаслідок запровадження конверсійних схем реструктуризації боргу по ОВДП мало місце погіршення рейтингу до В3, а у лютому 1999 року – до Саа1. У січні 2002 року «Moody's» відновила докризову оцінку платоспроможності за державними цінними паперами України на рівні В2. Паралельно й інші агентства надавали аналогічні послуги. З того часу спостерігається постійне підвищення рейтингових оцінок кредитоспроможності України як суверенного позичальника. Наприкінці 2004 року ми маємо оцінку кредитоспроможності від міжнародних агентств на рівні В+ з прогнозом «позитивний».

Остання оцінка запозичень України виглядає фактично маржинальною між інвестиційною і спекулятивною градаціями кредитних рейтингів: належність до позичальників з «найвищим» спекулятивним рейтингом є більш, ніж відносною. Такий рівень оцінки з боку міжнародних агентств вбачається необґрунтованим, і цьому є відповідні пояснення.

Протягом останніх чотирьох років Україна має позитивний тренд динаміки державного боргу, обсяг якого скоротився відносно ВВП в цьому році до 21 %. Успішна реструктуризація комерційної і офіційної частини боргу в рамках відповідно Лондонського і Паризького клубів кредиторів у 2000-2002 роках і вдалі емісії євробондів у 2003-2004 роках засвідчили дієвість інструментарію боргової політики і платоспроможності держави.

Рівень «В» для України на сьогодні вбачається необ'єктивно замалим. Для порівняння: розташування Бразилії в однотипній класифікації «В» містить більш ніж вдвічі вищі обсяги заборгованості відносно ВВП цієї латиноамериканської країни. За оцінками Fitch, позиція України в частині дотримання критеріїв безпечності запозичень є чи не найкращою серед країн-позичальників в даній рейтинговій групі.

Звісно, кредитори справедливо очікують вчасного виконання наявних зобов'язань по сплаті боргових сум, особливо в періоди пікових виплат. Особливого значення на сьогодні набуває врегулювання відносин з FATF і загальне покращення інвестиційного клімату. Врівноваження

макроекономічної ситуації, бюджетної системи і поступальний розвиток корпоративного сектора дозволяють очікувати адекватних змін в оцінках платоспроможності і підвищення рейтингових категорій України як позичальника на міжнародних ринках капіталу.

Без наявності суверенного кредитного рейтингу України в групі інвестиційного класу не видається можливим говорити про ефективність державної боргової політики. Саме на необхідність забезпечення рейтингу інвестиційного класу потрібно звернути найпершу увагу, – і це слід визначити як пріоритетне завдання.

МАРЧЕНКО

Сергій

Михайлович

Заступник начальника Управління Державної податкової адміністрації України

В сучасних умовах глобальної економіки значно змінилися форми та методи державних запозичень. Перевага все більше надається сучасним ринковим облігаційним інструментам, а не пільговому банківському кредитуванню. Розвиваються нові позичкові інструменти.

Так, останнім часом обсяги операцій на ринку єврооблігацій неймовірно швидко збільшуються. Тому не дивно, що й Уряд України, і муніципальна влада, а також підприємства та банківські установи стали цікавитися ринком єврооблігацій як одним з можливих способів залучення капіталу.

Здійснюючи запозичення на комерційній основі, держава та приватні інститути мають змогу використовувати додаткові можливості, які відкриваються перед ними. Зокрема, поліпшувати кредитний рейтинг країни та поліпшувати загальний інвестиційний клімат, сприяючи притоку прямих іноземних інвестицій. Крім цього, державні запозичення є ефективним фактором впливу на економічну активність всередині держави. Тобто єврооблігації є цікавим та привабливим фінансовим інструментом, але лише при умові, що вони є каталізатором процесу економічного зростання.

Вважається, що розміщення урядових єврооблігацій задає нижню граничну межу запозичень. Формуючи власну кредитну історію, уряд допомагає вітчизняним емітентам відкрити для себе необмежені можливості єврооблігаційного сегмента ринків капіталу. А українські банки та підприємства, які мають кредитні історії, можуть сподіватися на зниження вартості запозичень при наступних випусках.

Вартість запозичення на зовнішньому ринку залежить від загального стану світової економіки і ринків капіталу в провідних світових фінансових центрах, перш за все США, а також рейтингу емітента. Чим нижчим є рейтинг, тим вищою прибутковість.

Потрібно відмітити, що протягом року ряд міжнародних рейтингових агентств покращили рейтингові оцінки України. З-поміж них можна виділити лідерів на ринку рейтингових послуг: Moody's, Standard&Poor's, Fitch, R&I. Основними передумовами покращення рейтингових оцінок є економічне зростання, високі темпи якого тривають в Україні останні чотири роки, накопичення валютних резервів, виважена податкова та грошово-кредитна політика тощо.

Хоча за останній рік рейтинги України значно підвищилися, проте поки що вони носять спекулятивний характер, що значно звужує коло потенційних інвесторів. Для того, щоб з'ясувати, наскільки довіряють іноземні інвестори єврооблігаціям України, необхідно зважати на різницю між дохідністю українських єврооблігацій і дохідністю облігацій казначейства США. Тому необхідно розробити механізми оперативного реагування на зміни на ринку державних цінних паперів, який би включав прогноз реакції інвесторів на ймовірні економічні зміни в країні та їхні очікування щодо сценарію розвитку подій, мінімізуючи негативні сподівання на ринку.

В залежності від цього Уряд прийматиме максимально ефективні та адекватні заходи з метою підвищення довіри інвесторів і проведення послідовної політики зниження вартості державних цінних паперів. В рамках даного механізму потрібно розвивати політику упередження небажаних як політичних так і економічних кроків, політичних заяв та провокацій, які б отримали несхвальну оцінку міжнародних інвесторів.

Тому стратегія запозичення на міжнародних ринках капіталу повинна будуватися на:

- зниженні реальної вартості державних цінних паперів;
- рефінансуванні попередніх залучень;
- розвитку активних операцій з борговими зобов'язаннями держави;
- отриманні кредитного рейтингу інвестиційної категорії;
- підтриманні довіри інвесторів;
- мінімізації впливу фактору політичного середовища;
- підвищенні ліквідності інструментів;
- забезпеченні прозорості політики запозичень.

Разом з тим, розвиток запозичень на міжнародних ринках капіталу повинен відбуватися в рамках стратегії випереджального розвитку держави та супроводжуватися структурними економічними реформами, проведенням

виваженої податкової політики, збільшенням прямих зовнішніх інвестицій та має забезпечуватися збільшенням вітчизняного фінансового капіталу.

ЖАЛІЛО **Ярослав** **Анатолійович**
Завідувач **відділу** **економічної** **і** **соціальної** **стратегії**
Національного інституту стратегічних досліджень

Україна наближається до етапу свого розвитку, який потребуватиме відчутного збільшення обсягу бюджетних видатків, з метою фінансування цілей реалізації соціальних програм, державного будівництва та соціально-економічного розвитку. Ця потреба спонукає до пошуку додаткових можливостей фінансування дефіциту бюджету, в тому числі – до поглибленого вивчення плюсів і мінусів позичкового фінансування.

Як неодноразово наголошували учасники обговорення, державний борг у більшості країн світу є потужним важелем макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії. На жаль, в Україні в ході трансформаційних процесів формування державного боргу відбувалося значною мірою хаотично. Якщо до 1999 року надходження зовнішніх фінансових ресурсів спрямовувалося принаймні на фінансування внутрішніх споживчих витрат та інвестицій, згодом на обслуговування зовнішніх зобов'язань спрямовувалися не лише усі нові запозичення, але й частина ресурсів внутрішнього споживання та інвестування.

Стійке зростання української економіки, а також сучасні тенденції на фінансових ринках створюють можливість здешевлення отримання державою позичкового фінансування, що дозволяє збільшити абсолютний розмір державного боргу при збереженні стабільного співвідношення держборгу та ВВП.

Проте слід усвідомити, що боргове фінансування дефіциту бюджету видається припустимим понад потреби обслуговування попередніх заборгованостей, лише якщо воно формує потенціал майбутнього розвитку. Йдеться як про здійснення прямих бюджетних інвестицій, так і про створення умов для стійкого, швидкого та якісного економічного зростання економіки в цілому.

Українським непродуктивним видається боргове фінансування дефіциту, викликаного зростанням статей споживчого спрямування. Приріст приватного споживання відбувається у галузях, в яких часто спостерігається «локальний перегрів», або які є неконкурентоспроможними на внутрішньому ринку. Відтак дефіцитне фінансування підвищує «номінальний» попит, що створює

потенційну можливість зростання інфляційних тенденцій та заохоче зростання імпорту й погіршення зовнішньоторговельного балансу.

Зовнішні запозичення є, по суті, продажем нерезидентам права на отримання частини прибутку резидентів України, тобто декапіталізацією національної економіки. Збереження можливості звертатися до інструментів позичкового фінансування в умовах депресії та стагнації вимагає все ж скористатися періодом економічного зростання, яке відбувається під впливом активної зовнішньої кон'юнктури, з позитивним сальдо поточного рахунку платіжного балансу та зростанням надходження прямих іноземних інвестицій, для зменшення обсягів зовнішньої заборгованості України.

Більш прийнятними для капіталодефіцитної економіки є внутрішні запозичення. На нашу думку, в умовах України, за нерозвиненості фондового ринку та системи «довгих грошей», не варто боятися негативного ефекту «витіснення». Бюджет та реальний сектор економіки не є конкурентами за кредитні ресурси через низьку платоспроможність останнього. Стабільна наявність певної величини надлишкової ліквідності комерційних банків свідчить про принципову можливість одночасного розширення державних та корпоративних запозичень. Тобто, державні запозичення на внутрішньому ринку акумулюють вільні кошти, які за інших рівних умов не були б спрямовані на інвестиційні потреби.

До речі, за умов, що склалися в Україні, вилучення частини інвестиційного ресурсу підприємств та наступна конвертація його у державні інвестиції також матиме певний сенс з точки зору потреби прискорення позитивних структурних зрушень. Адже в умовах фактичної відсутності стимулів до інвестування капіталовкладення спрямовуються насамперед у види економічної діяльності, які мають високу ліквідність і короткі строки окупності. Як свідчать статистичні дані, в 2003 році приріст інвестицій у промисловість 24,6 % був помітно нижче середнього по економіці, а всього в цей вид економічної діяльності надійшло лише 38,7 % усіх капіталовкладень. При цьому випереджальними темпами зростали інвестиції в оптову і роздрібну торгівлю, за 2001-2003 роки вони збільшилися в 3,6 разу, тоді як у промисловості – менш ніж у півтора.

Ефект «витіснення» може бути парадоксальним чином значно більш відчутним щодо зовнішніх державних запозичень. Адже такі запозичення - зокрема, йдеться про приплив гарантованих запозичень, який спостерігається у поточному році - сприяють фактичному збільшенню пропозиції іноземної валюти на валютному ринку, відтак, обумовлюють гривневі інтервенції Національного банку. Це, в свою чергу, вимагатиме в рамках застосовуваної Нацбанком монетаристської парадигми, проведення стерилізаційних операцій,

які тягнуть за собою утримання високих процентних ставок та гальмування інвестиційних процесів всередині країни.

Зважаючи на те, що державні запозичення здатні позитивно вплинути на економіку країни, тільки якщо вони будуть спрямовані на вирішення стратегічних завдань економічного розвитку, принципової ваги набуває створення системи ефективного бюджетного інвестування. Нами здійснено низку розробок з цієї тематики.

З нашої точки зору, дієвим важелем може стати інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою обслуговування та погашення держборгу, та запозичень на цілі розвитку. З цією метою варто вивести бюджетні видатки розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого знаходитиметься у компетенції Державного Банку реконструкції і розвитку. Останній матиме можливість залучати для фінансування проектів загальнодержавного значення кошти від реалізації облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, а також залучати гарантовані кредити. Такий механізм дозволить:

- перевести фінансування частини видатків розвитку на кредитну основу;
- забезпечити довгострокове фінансування державних інвестиційних програм на основі Програми державних інвестицій;
- забезпечити контроль за цільовим характером та ефективністю реалізації гарантованих державою кредитів;
- узгодити та контролювати реалізацію бюджетних інвестиційних програм, які сьогодні здійснюються за рахунок спеціального фонду бюджету;
- сформувані, з використанням ринкових інструментів оцінки ефективної вартості запозичень, оптимальний обсяг державних запозичень понад потреби, обумовлені необхідністю обслуговування держборгу.

Застосування механізмів кофінансування інвестиційних проектів дозволило б, на нашу думку, не лише запобігти ефекту «витіснення» приватних інвестицій державними запозиченнями, але й використати державні капіталовкладення в якості каталізаторів інвестиційних процесів.

КОМАРОВ *Владислав* *Анатолійович*
Завідувач сектора економічної стратегії відділу економічної
і соціальної стратегії Національного інституту стратегічних досліджень

Наріжним каменем реформування стратегії і політики державних запозичень на найближчі роки має стати розробка дієвого та результативного

механізму інвестування кредитних ресурсів. Підвищення ефективності бюджетних інвестицій є надзвичайно важливим з точки зору як забезпечення майбутніх боргових виплат у повному обсязі, так і стимулювання прискорених темпів економічного зростання у середньо- та довгостроковій перспективі.

На теперішній момент результати реалізації проектів розвитку, в т.ч. за рахунок зовнішніх запозичень, свідчать про низьку ефективність державних інвестицій в Україні. Зокрема, щорічними перевірками Рахункової палати України встановлюються факти численних порушень у використанні інвестиційних позик МБРР та ЄБРР. На низьку результативність надання державних гарантій під інвестиційні кредити суб'єктам підприємницької діяльності красномовно вказує рівень повернення позикових коштів останніми – 15 % із загального обсягу. Як наслідок, у більшості випадків кінцевої мети залучення інвестиційних ресурсів державою досягнуто не було.

Мусимо констатувати, що прорахунки із фінансуванням проектів розвитку за рахунок запозичених ресурсів носять радше системний характер, й пов'язані із вадами власне політики державного інвестування в Україні. На нашу думку, розробка традиційного бюджету розвитку носить виключно декларативний характер, оскільки практично не узгоджується із підготовкою щорічного проекту бюджету та середньостроковим бюджетним плануванням, що призводить до фрагментарності процесу бюджетного інвестування. Крім того, відсутні чіткі економічні критерії виділення державних капіталовкладень. Як наслідок, вибір об'єктів бюджетного інвестування здійснюється без належного техніко-економічного обґрунтування.

Як засвідчує світовий досвід, узгодження інвестиційного бюджету на середньострокову перспективу - 3-5 років - із основними параметрами середньострокового бюджетного плану доцільно здійснювати у рамках програми державних інвестицій – ПДІ, що забезпечує:

- трансформацію макроекономічних секторних стратегій в конкретні програми та проекти;
- збалансування прийнятих державою зобов'язань із наявними фінансовими ресурсами;
- розширення горизонту фінансового планування інвестицій за межі щорічного бюджету і, як наслідок, дотримання безперервності фінансування протягом інвестиційного циклу;
- підвищення ефективності державних інвестицій через стандартизацію та формалізацію процедур відбору, підготовки, реалізації та моніторингу інвестиційних проектів.

У порівнянні із традиційним бюджетом розвитку ключові переваги ПДІ полягають у наступному. По-перше, ПДІ, як правило, охоплює період у три

або чотири роки. Проте розробляється щорічно із «ковзним» горизонтом для програмування, завдяки чому досягається висока гнучкість ПДІ в умовах нестабільного макроекономічного середовища. При цьому, для кожного року визначаються: затрати, поточні та капітальні, у розрізі окремих проектів, баланс фінансових ресурсів, необхідний для їхньої реалізації. По-друге, річний обсяг фінансування відібраних проектів має бути узгодженим із річним обсягом фінансування відповідних бюджетних програм за секторами економіки. По-третє, ПДІ є інтегрованою частиною центрального бюджету й включає інвестиції центрального уряду та інвестиції підприємств й організацій, які фінансуються повністю або частково з центрального бюджету. ПДІ звичайно відображається як додаток до національного бюджету із зазначенням загальної вартості інвестиційних проектів й запланованим розписом фінансування по роках.

У розвинених країнах світу організаційна модель управління ПДІ функціонує, як правило, на рівні головних бюджетних розпорядників - лінійних міністерств. Останні аналізують, в якій мірі проекти, підготовлені підпорядкованими агенціями, відповідають стратегії розвитку сектора в цілому та програмним цілям, зокрема, перевіряють значимість результатів фінансового аналізу.

Визначення потенційних інвестиційних проектів та підготовка проектних пропозицій ґрунтується на перегляді секторних стратегій, аналізі завдань та ідентифікації майбутніх потреб розвитку. Економічна оцінка відібраних проектів складається з наступних елементів: фінансовий аналіз, економічний аналіз, аналіз впливу на бюджетно-податкову політику, аналіз соціальної ефективності.

Серед методик економічної оцінки інвестиційних проектів звичайно, застосовують стандартний аналіз «затрати – вигоди». Крім того, використовують й наступні загальні критерії визначення пріоритетності фінансування інвестиційних проектів: обсяг завершеності робіт, характер інвестиційних видатків, масштаб міжрегіональних вигод, масштаб соціального ефекту, операційний ефект тощо.

Поєднання відібраних проектів із виділеними на фінансування інвестиційної підпрограми ПДІ бюджетними ресурсами є ітераційним процесом, який потребує як коригування обсягу запропонованих проектів, так і перерозподілу бюджетних ресурсів серед напрямків фінансування ПДІ.

Власне процес програмування державних інвестицій полягає в узгодженні прогнозних видатків, поточних та капітальних, на здійснення інвестиційних проектів із рамковими показниками системи середньострокового бюджетного планування. Прогноз інвестиційних витрат

по кожному проекту має коригуватись щорічно із розробкою ПДІ на наступний період. При цьому, щорічний прогноз витрат по великих інвестиційних проектах, як правило, розробляється двічі: Міністерством фінансів та відповідним лінійним міністерством. По дрібних інвестиційних проектах відповідним міністерством готується зведений прогноз витрат по роках, які не повинні виходити за межі бюджетних призначень міністерства у поточному році.

На завершення необхідно додати, що невід'ємною частиною механізму реалізації ПДІ в Україні має стати законодавче врегулювання інвестиційної діяльності Державного банку реконструкції і розвитку (ДБРР), на рахунках якого мають концентруватися кошти, асигновані бюджетом на фінансування ПДІ. Крім того, на ДБРР мають бути покладені функції контролю фінансової спроможності інвестпроекту, послідовності його реалізації, цільового характеру використання асигнованих коштів, наступної концентрації прибутку від державної частки в реалізованому інвестиційному проекті.

ЦАРУК **Олександр** **Васильович**
Консультант Голови підкомітету з питань державного боргу, запозичень та інвестицій Комітету з питань бюджету Верховної Ради України

Зовнішні позики дозволяють країні інвестувати і споживати понад те, що виробляє її економіка. За умов ефективного використання позикових ресурсів для фінансування нагромадження капіталу можливе прискорення економічного прогресу у державі, яка є позичальником.

Можливість залучення зовнішніх ресурсів означає, що підприємства та уряди країн з дефіцитом капіталу можуть запозичувати кошти в країнах з надлишком капіталу, де ринкова відсоткова ставка нижча. Створення світового ринку капіталу фактично підвищує відсоток, який одержує кредитор в капіталонадлишкових країнах, знижує відсоток, що сплачується позичальниками в капіталодефіцитних країнах. Міжнародний кредит, таким чином, підвищує економічний добробут, як в країнах-позичальниках, так і в країнах-кредиторах та дозволяє активізувати капіталотворення та підвищити межу оптимального запозичення в капіталодефіцитних країнах.

Між тим, в ході позичання утворюється борг, існування якого створює для держави реальні та потенційні проблеми. Невміле управління державним боргом України в 90-их роках ХХ століття призвело до необхідності його реструктуризації.

Спеціальне законодавство щодо регулювання проблеми державного боргу в Україні досі відсутнє, щорічні та перспективні програми державних запозичень не затверджувалися, граничні розміри державного зовнішнього боргу до 2000 року не визначалися. В цих умовах, за відсутності стратегії боргової політики, протягом 1992-1999 років відбувалося безконтрольне зростання обсягів державного боргу, і, в першу чергу, зовнішніх боргових зобов'язань. На кінець 1999 року державний борг сягнув майже 80 мільярдів гривень або 61 % валового внутрішнього продукту і перевищив загальновизначений критичний розмір по відношенню до ВВП: 60 відсотків, згідно із Маастрихтською угодою 1993 року.

Одночасно зі зростанням державного боргу збільшувалося навантаження на державний бюджет з боку витрат з його обслуговування і погашення. Так, якщо витрати на обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу у 1996 році склали 2 мільярди гривень, то у 1999 році вони зросли майже удвічі і досягли 3,7 мільярда гривень.

В умовах тривалого спаду виробництва, хронічного невиконання показників Державного бюджету України і його значної дефіцитності, що тривали до 2000 року, та одночасного зростання витрат з обслуговування і погашення державного боргу уряд України виявився неспроможним виконувати в 2000 році ці зростаючі фінансові зобов'язання у повному обсязі. Слід зазначити, що така ситуація не була несподіваною, а прогнозувалася заздалегідь Верховною Радою України, Рахунковою палатою, провідними українськими економістами. Проте Урядом не було розроблено і реалізовано необхідної системи запобіжних заходів щодо попередження боргової кризи.

Оскільки наслідками реструктуризації боргу є, по суті, нові боргові зобов'язання, отримані на нових умовах, тим більш, що йшлося про переоформлення цих зобов'язань на прямий борг України, рішення про її проведення повинна була приймати Верховна Рада України, проте реструктуризація була здійснена на основі підзаконних актів Уряду.

У той же час, поза увагою залишився один з головних факторів, який мав визначальний вплив на необхідність проведення реструктуризації зовнішнього боргу. Рішення Уряду протягом 1992-1999 років про залучення іноземних кредитів під державні гарантії на користь неплатоспроможних підприємств призвели до масового невиконання ними фінансових зобов'язань за одержаними позиками та перекладання їх на державний бюджет.

Таким чином, боргова криза, до якої потрапила Україна наприкінці 1999 року, стала наслідком відсутності законодавчо визначених стратегій управління державним боргом, граничних критичних показників його розмірів, а також економічно не обґрунтованих і безконтрольних рішень

Уряду щодо запозичень під державні гарантії та неефективних заходів до підприємств-позичальників щодо виконання ними фінансових зобов'язань за іноземними кредитами.

2004 рік – рік найуспішнішого розміщення єврооблігацій України з найнижчою досі відсотковою ставкою: ЛІБОР для 6-місячних депозитів з маржею 3,375 %, що на момент випуску становило 4,9 %, термін погашення - 5 років. Висока ліквідність єдиного казначейського рахунку не потребує залучення короткострокових позик для покриття тимчасових касових розривів, для фінансування державного бюджету здійснюється планове розміщення, в основному, середньо- та довгострокових зобов'язань. Ці аргументи дозволяють говорити про те, що Україна утверджується як фінансово стабільний позичальник і це підтверджується, хоча і не значним, але поступовим зростанням суверенного рейтингу та зменшенням доходу за емітованими облігаціями, який ми сумлінно сплачуємо з року в рік.

Стовідсоткове виконання державного бюджету у 2003-2004 роках, переведення на казначейське обслуговування не тільки державного, а й місцевих бюджетів створило передумови для накопичення значних залишків бюджетних коштів на єдиному казначейському рахунку. У вересні цього року залишок становив більше 15 мільярдів гривень. Звичайно, ця величина значно коливається протягом року, від мінімальних значень на початку бюджетного року до пікових восени, причому вже протягом двох останніх років. Це дозволяє говорити про можливість розміщення тимчасово вільних коштів на міжбанківському ринку – здійснення операцій щодо управління ліквідністю державного бюджету. Проте об'єми і час інтервенцій на внутрішній фінансовий ринок повинні узгоджуватись із Національним банком для досягнення стабільності монетарної політики. Оскільки збільшення пропозиції грошей призводить до зменшення вартості капіталу – в тому числі, базових для країни відсоткових ставок за державними цінними паперами, Уряду вдасться досягнути кількох цілей одночасно: отримати додаткові надходження до державного бюджету, підвищити ліквідність національної банківської системи та створити передумови для зменшення рівня відсоткових ставок .

Проте для здійснення активних операцій із бюджетними коштами потрібне відповідне законодавче поле, якого, на жаль, сьогодні немає. Для вирішення даної проблеми, було розроблено проект Закону України «Про Державний борг України». Крім загальних питань утворення державного боргу, визначення граничних показників та інших загальних положень, за рекомендаціями Міжнародного валютного фонду та Світового банку, ми прописали в даному законопроекті механізми управління ризиками,

пов'язаними із державним боргом, – здійснення операцій з борговими інструментами.

У залежності від очікуваного ефекту операції поділяються на:

- операції зі зниження вартості державних запозичень: дострокове погашення боргових зобов'язань, операції з управління ліквідністю державного бюджету, в тому числі операції типу РЕПО;
- операції, спрямовані на зменшення піків навантажень платежів з обслуговування та погашення державного боргу на Державний бюджет України, що передбачають обмін платежів за угодами, обміну правами вимоги за угодами, заміну майбутньої процентної ставки із плаваючої на фіксовану - або навпаки, заміну валюти платежу по державному боргу. Ці операції здійснюються шляхом укладання відповідних угод з третьою стороною, яка не є власником прав вимоги або державних цінних паперів - операції «своп».

Критерієм ефективності операцій з борговими інструментами є досягнення економії коштів державного бюджету у відповідному році або майбутніх періодах та запобігання ризиків. Використання даного інструментарію Міністерством фінансів України дозволить не лише уникнути додаткових витрат державного бюджету, а й отримати значну економію бюджетних коштів. За оцінками експертів, розмір економії, лише за песимістичними прогнозами, може досягати десятків мільйонів гривень.

Проте для достовірної оцінки та контролю результатів здійснення операцій із борговими інструментами необхідно запровадити нову систему їх фінансового обліку, базовану на міжнародних стандартах бухгалтерського обліку та аудиту, оскільки існуюча система казначейського обліку бюджетних коштів заснована на касовому методі і не дозволяє отримати інформацію про економічний ефект від здійснення кожної трансакції. Облік операцій з борговими інструментами повинен здійснюватись на основі принципу «нарахування та відповідності доходів і витрат», суть якого полягає в тому, що для визначення фінансового результату звітного періоду необхідно порівняти доходи звітного періоду з витратами, що були здійснені для отримання цих доходів. При цьому доходи і витрати відображаються в обліку та фінансовій звітності в момент їх виникнення, незалежно від дати надходження або сплати грошових коштів.

Ще одним сегментом системи управління державним боргом, який потребує реформування, є система управління портфелем проектів Світового банку та ЄБРР. Варто зазначити існування ряду проблемних питань, які гальмують розвиток співробітництва із міжнародними фінансовими організаціями та Світовим банком, зокрема:

- недостатній рівень інституціональних можливостей учасників проектів - як центральних органів виконавчої влади, так і регіональних адміністрацій - у питаннях ініціювання, підготовки, реалізації і моніторингу проектів;
- неможливість забезпечення стабільного фінансування підготовчих робіт у рамках проектів, що негативно позначається як на термінах, так і на якості проектів;
- несформовану систему підготовки професійних кадрів, які б відповідали вимогам, що їх ставлять МФО та сучасна практика підготовки і реалізації проектів МФО в Україні;
- невідпрацьований механізм взаємодії між центральними органами виконавчої влади, законодавчою владою і місцевими адміністраціями та органами місцевого самоврядування на стадіях затвердження і реалізації проектів;
- відсутність «інституціональної пам'яті» по проектах у зв'язку з частою зміною, з об'єктивних та суб'єктивних причин, співробітників центральних органів виконавчої влади, які відповідають за впровадження відповідних проектів;
- затримок із розробкою та запровадженням відповідної методологічної бази з ініціювання, підготовки, експертизи та реалізації спільних з МФО проектів.

Зазначені проблеми, на жаль, носять системний характер та в основному обумовлені недостатньою координацією розподілу функцій органів виконавчої влади на етапах ініціювання, підготовки та реалізації проектів.

Україні слід використати світовий досвід шляхів вирішення таких питань. Приміром, в Росії з 1995 року працює Федеральний центр проектного фінансування, який набув вже достатній досвід щодо створення прозорої та ефективної системи проектного фінансування. Є досвід інших країн, де в тій чи іншій мірі запроваджені заходи комунікативних стратегій – налагодження належного рівня комунікацій між урядом, парламентом та громадянським суспільством.

Уряду потрібно сконцентрувати свої зусилля на створенні системи організаційних, технічних і методологічних інструментів, які б, в своїй сукупності, склали життєздатний і ефективно функціонуючий механізм управління портфелем проектів. Ключовими елементами цієї системи повинні стати засоби організаційної та аналітичної підтримки, технічні засоби інформаційної підтримки - автоматизовані інформаційні системи з даними про хід підготовки та виконання проектів, та засоби методологічної підтримки. Отже, підхід до реалізації завдання щодо управління портфелем проектів має

бути комплексним. Одним із атрибутів реалізації комплексного підходу має стати створення координаційного органу при Кабінеті Міністрів України із співпраці з МФО, що сьогодні вже є перевіреною часом практикою.

Слід також наголосити на тому, що саме сьогодні потрібно сконцентрувати зусилля органів виконавчої та законодавчої влади, провідних науковців і практиків на розробці нової концепції державної боргової політики на майбутні 5-10 років. Це пояснюється не тільки тим, що попередня концепція державної боргової політики на 2001–2004 обмежується поточним роком і, здавалося б, основні її положення можна було перекласти на наступні роки, а тим, що сьогоднішній стан фінансової системи і економіки України кардинально відрізняється від після дефолтного стану 2001 року, і перед країною стоять нові проблеми та цілі розвитку.

На завершення дозвольте навести цитату видатного вченого – Й. Шумпетера: «Якщо заощадженням надано певну роль у драмі, то «князь» (тобто, державні видатки, а, відповідно, й державні борги) не може уникнути ролі головного злодія».

ШЕВЧЕНКО *Ольга Валеріївна*
Старший консультант відділу регіональної політики
Національного інституту стратегічних досліджень

Як відомо, одним із джерел формування доходів місцевих бюджетів є місцеві позики. Проте вони не набули скільки-небудь помітного значення в Україні. Згідно світової практики, обсяг місцевих позик може досягати 2-3 % ВВП, а в Україні розмір місцевого боргу в середині 2004 року склав 0,2-0,3 % ВВП і до кінця року, за оцінками, не перевищить 0,5 % ВВП. У 2003 році тільки м. Київ та м. Південне розмістили місцеві позики на суми: Київ – 150 мільйонів доларів і Південне – 1,2 мільйона гривень.

Можна сказати, що головним стримуючим чинником розвитку місцевих запозичень і місцевого боргу є відсутність досвіду управління цими процесами. Іншими перешкодами на шляху розвитку інституту місцевих послуг в Україні служать чинники економічного та адміністративного характеру.

До економічних перешкод ми відносимо існування значних макрофінансових ризиків. Їхнє існування зумовлене непрозорістю фінансових операцій на місцевому рівні, труднощами, пов'язаними з оцінкою ризикованості місцевих інвестиційних проектів, відсутністю навиків управління проектами на місцевому рівні, слабким захистом прав кредиторів у

випадку місцевих дефолтів. А звідси, високий рівень ризиків значно підвищує вартість місцевих позик і, відповідно, тим самим зменшує можливості застосування їх при фінансуванні певних сфер.

Також, місцеві органи влади та органи місцевого самоврядування мають недостатні власні матеріально-фінансові гарантії повернення позик. Слабкою є фінансова дисципліна місцевих органів влади. А головне – відбувається перекладання відповідальності за місцевими боргами на центральний уряд.

До чинників адміністративного характеру віднесемо відсутність належних гарантій для кредиторів з боку органів влади щодо повернення вкладених коштів: держава не несе відповідальності за зобов'язаннями із запозичень до місцевих бюджетів. Зазначимо, що дефолт на місцевому рівні у більшості випадків потребує вирішення на державному рівні, із загальнодержавних ресурсів.

Що стосується чинної в Україні системи нормативно-правового регулювання місцевих позик - це статті 73,74 Бюджетного кодексу України, Постанова Кабміну «Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів» 2003 року та інші – то вона встановлює суму запозичень, мету запозичень і напрями використання коштів, види забезпечення і способи захисту прав кредиторів. Видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10 % видатків від загального фонду місцевого бюджету. Проте поки що не існує цілісної системи регулювання запозичень місцевих органів і виконання їхніх зобов'язань перед кредиторами.

Тому зазначимо, що провідним елементом у системі регулювання місцевих боргів має стати унормування захисту прав кредиторів. Складовими цього є: надання державних гарантій за місцевими позиками, встановлення обмежень на суму запозичень, цільове використання запозичених коштів, регламентація предметів застави і розробка процедури врегулювання дефолтів.

Таким чином, ще раз підкреслимо, що місцеві позики є незначним за обсягом джерелом доходів місцевих бюджетів, а місцеві борги можуть мати ризик бути переданими для фінансування за рахунок загальнодержавних коштів: а це, в свою чергу, є інструментом тиску центральної влади на місцеву владу та на органи місцевого самоврядування, чинником підвищення і без того надмірної фінансово-економічної залежності місцевих бюджетів від державного. Проте це аж ніяк не знижує їхньої загальноекономічної цінності, оскільки досконале функціонування ринку місцевих позик прискорює обіг фінансових коштів.

Питання створення дієвої системи управління державним боргом обговорюється досить давно. Сутність державного боргу можна визначити як сукупність прямих зобов'язань Уряду перед економікою та зовнішнім світом, що акумульовані в результаті бюджетних операцій в минулому, які повинні бути погашені ним за рахунок бюджету в майбутньому. Державний борг - не просто метод залучення коштів на фінансування державних потреб, а важливий інструмент фінансової політики держави, неправильне користування яким може призвести до фінансової кризи та зменшення інвестиційної активності в галузі народного господарства.

Проблема державного боргу України нерозривно пов'язана з вирішенням проблем дефіциту платіжного і торговельного балансів, зростанням зовнішньої та внутрішньої заборгованості.

Основою бюджетного законодавства є Конституція України, Бюджетний кодекс та Закон України про Державний бюджет на поточний рік, які дають підстави вважати, що в країні здійснюються заходи щодо управління боргом. Згідно з Бюджетним кодексом, доходи, що перевищують затверджені в бюджеті на поточний рік, «спрямовуються на погашення основної суми боргу» - стаття 14. Створення дієвої системи управління боргом можливе за умови відсутності в бюджеті на поточний рік дефіциту і формування принципів бездефіцитного бюджету на майбутні роки. Тому при формуванні бюджету на майбутній рік необхідно передбачити заходи, що забезпечували б економічне зростання в майбутній перспективі. Одним з центральних питань повинне стати розширення дохідного потенціалу бюджету.

Останнім часом бюджетно-податкова політика формувалася на максимальному концентруванні фінансових ресурсів на рівні Державного бюджету для обслуговування і погашення державного боргу. Внаслідок проведення такої політики Уряд досяг певних успіхів в збалансованості доходів та витрат бюджету на тлі загальних економічних процесів.

Обслуговування боргу необхідно розглядати в контексті економічної, а відтак бюджетної та податкової політики. А тому основними напрямками бюджетної та податкової політики повинні стати:

- забезпечення бюджетної збалансованості та рівномірності податкового тиску;
- проведення реформи податкової системи, яка б відповідала вимогам економічного зростання й фінансової стабільності;

- розмежування функцій між рівнями бюджетної системи та вдосконалення системи міжбюджетних відносин;
- оптимізація бюджетних витрат з урахуванням їхньої раціональності та ефективності;
- вироблення та реалізація боргової стратегії;
- створення сприятливих інвестиційних умов, які б дозволили Україні конкурувати на ринку капіталів;
- зменшення кількості податкових пільг, зменшення податкового тиску на галузі економіки.

БІГДАЙ **Віталій** **Петрович**
Науковий співробітник відділу державних фінансів
Інституту економічних досліджень і політичних консультацій

Боргова політика, яка, безумовно, є важливою ланкою економічної та бюджетно-фінансової політики держави, заслужено користується увагою з боку науковців та широкої громадськості. Накопичений фахівцями досвід управління державними фінансами протягом останніх років дозволив вийти за вузькі рамки термінового вирішення нагальних проблем, що були характерні для минулих років - подолання кризи, неможливість погашення, реструктуризація, пошук кредиторів, повернення довіри, та ставити нові, більш амбіційні цілі боргової політики. Йдеться насамперед про дещо незвичне, проте популярне нині розуміння державного боргу як можливого чинника економічного розвитку.

Яким чином державний борг може стати чинником економічного розвитку? Довготермінове економічне зростання є результатом трьох чинників: збільшення робочої сили, збільшення інвестицій та технологічного прогресу.

Державна боргова політика може і повинна сприяти збільшенню інвестицій, як приватних, так і державних. По-перше, вартість державних запозичень є орієнтиром для приватного капіталу. Тому зниження вартості державних запозичень сприятиме зниженню відсоткових ставок за облігаціями приватних вітчизняних позичальників - банків та великих підприємств, що зробить фінансування вітчизняної економіки більш доступним. Таким чином, підвищення кредитного рейтингу України як суверенного позичальника і зниження вартості державних запозичень повинне стати одним з елементів нової боргової політики у контексті економічного розвитку України.

По-друге, стабільні державні фінанси є однією з складових макроекономічної стабільності, яка, у свою чергу, є елементом сприятливого інвестиційного клімату. Тому боргова політика повинна забезпечувати стабільність державної бюджетно-фінансової системи. Це означає збереження обсягу державного боргу на безпечному рівні та застосування державних запозичень як інструменту згладжування коливань бюджетних доходів, яких неможливо уникнути через наявність циклічних коливань ділової активності. Державний борг зараз знаходиться на безпечному рівні – близько 25 % ВВП. Це дозволяє у разі потреби робити нові дешеві державні запозичення у розумних межах.

Слід зазначити, що наявність нагальної потреби робити нові запозичення на даному етапі виглядає сумнівною, адже поточні темпи зростання свідчать про небувале піднесення ділової активності. Взагалі, в умовах економічного піднесення, що спостерігається зараз, державний борг потрібно зменшувати. Бо потреба у запозиченнях є найбільшою під час економічного спаду і, відповідно, найменшою під час піднесення. Тому період піднесення можна використати для зниження боргу та зменшення відповідного навантаження на бюджет по обслуговуванню боргу. Під час піднесення збільшення боргу можливе лише у тому разі, якщо запозичені кошти спрямовуються на цільові проекти, які сприяють створенню засад для подальшого зростання. Тому, по-третє, державні запозичення та державні гарантії можуть полегшити фінансування загальнодержавних стратегічно важливих проектів. Наприклад, інноваційні проекти, введення енергозберігаючих технологій, покращення інфраструктури. Потреба у таких проектах очевидна, і, за умов ефективного використання коштів, суспільна віддача від їх реалізації напевне буде перевищувати вартість кредиту.

А чи можна поставити навіть більш амбіційне завдання перед борговою політикою – сприяння технологічному прогресу? Зупинимося на кількох важливих аспектах побудови інноваційного середовища в умовах сьогодення.

Всі країни знаходяться у пошуку ключа до технологічного прогресу, мріючи про стрімкий рух вперед завдяки зусиллям технічно прогресивних підприємств. Здатність отримувати та використовувати знання все більше і більше стає ключовим фактором визначення реальної конкурентоспроможності економіки країни та може прокласти межу між процвітаням та бідністю, як між різними країнами, так і всередині країн.

Хвиля інновацій може реструктурувати економіку. Інновації означають відмову від статус-кво та доведення на практиці, що існує кращий спосіб щось робити – використовувати ресурси, вкладати кошти, задовольняти потреби споживачів, виробляти продукцію.

Інновація як явище більше належать до сфери соціології, ніж економіки. Цілком ймовірно, що здатність суспільства сприймати зміни та змінюватися є важливим чинником зростання. Фактично, інновація – це спосіб мислення. Що ж необхідно зробити з боку держави для спрямування інтелектуального та виробничого потенціалів у русло інноваційного розвитку? Центральноевропейські країни роблять потужні кроки до утвердження чотирьох принципових передумов для інноваційного середовища:

- економічної та інституційної системи стимулів, що сприяє ефективному використанню знань та процвітання підприємництва;
- освічених та кваліфікованих громадян, які створюють, розподіляють та використовують знання;
- динамічну інформаційну інфраструктуру;
- ефективну інноваційну систему підприємств та дослідницьких центрів, щоб використовувати постійно зростаючий масив глобальних знань з подальшим застосуванням цих знань відповідно до місцевих потреб.

Цей приклад свідчить про те, що стратегія центральноевропейських країн полягає у постійній і неперервній участі держави у побудові інноваційного середовища. А така стратегія, очевидно, потребує щорічного, а не разового фінансування. У свою чергу, неперервне фінансування можливе лише тоді, коли існують постійні та стабільні джерела доходів, наприклад податкові надходження. На жаль, державні запозичення не є стабільним джерелом фінансування видатків. А тому перевага використання державних запозичень для створення інноваційного середовища, з огляду на сучасні підходи до створення такого середовища, не є очевидною і потребує подальшого вивчення.

МАЗУР **Ірина**
Провідний науковий співробітник відділу регіональної політики
Національного інституту стратегічних досліджень **Іванівна**

У виступах учасників дискусії йшлося про співвідношення державного боргу та ВВП, яке становить для України в 2003 році лише 25 %, для США цей показник становить 63 %, для країн Єврозони – 70,6 %. Зокрема, для Туреччини, як говорив А. С. Гальчинський, цей показник становить 78 %, разом з тим, вона вже поставлена в чергу на входження до ЄС, а ми – ні. Існують країни, в яких цей показник більший, ніж 100 %. Наприклад, Японія, яка має співвідношення державного боргу до ВВП на рівні 155 %. Виникає

питання: чи маємо ми теоретично обґрунтовану критичну масу обсягу державного боргу до ВВП, перевищивши яку можемо опинитися у стані не лише фінансової кризи, а й в цілому – у занепаді? І навпаки: навіть за теперішнього невисокого співвідношення боргова політика України поки що не сприяє ефективній реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку.

Друге, на чому хотілося б зупинитися – це зовнішні запозичення. Як зазначено в представленій аналітичній доповіді, провідну роль у формуванні негативного сальдо запозичень відіграють зовнішні позичкові операції уряду, які згодом стали де-факто фінансувати відплив валютних коштів. Дійсно, постійно використовуючи зовнішні кредити, уряд фактично стимулює «втєчу капіталу». По суті, «втєча капіталу» - це експорт внутрішніх заощаджень та іноземної валюти. Тобто, приховування від державних органів отриманих коштів. В нашому розумінні - це тінізація економіки, яка створює умови дефіциту ресурсів для фінансування різних національних програм та проектів розвитку.

Розглянемо гіпотетичний альтернативний варіант. В разі припинення фінансування з-за кордону уряд перекладає відповідальність покриття зовнішнього боргу на державний бюджет. Таким чином, постає питання про підвищення податків. Перед урядом виникає дилема: підвищувати податки, або скорочувати видатки за рахунок закриття інвестиційних програм, у тому числі соціальних. З метою покриття дефіциту державного бюджету уряд збільшує грошову масу в обігу. Внаслідок цього виникає ефект інфляційного податку, що і призводить до «втєчі капіталу» та «доларизації» економіки. Це, в підсумку, веде до збільшення дефіциту державного бюджету, а отже, до інфляції.

Викликане інфляцією зменшення курсу національної валюти призводить до подорожчання зовнішнього боргу, що, знову ж-таки, призводить до збільшення дефіциту державного бюджету. Таким чином, виникає замкнене коло. З одного боку – інфляція провокує до «втєчі капіталу», а з іншого – «втєча капіталу» сама є одним із стимулів до інфляції.

Як зазначав у своєму виступі І. О. Лютий, сьогодні в Україні відбувається зміна розподілу доходів у суспільстві. Особа, яка вирішує власні проблеми через «втєчу капіталів» за кордон, по-суті, отримує державну субсидію, яка дорівнює переоцінці обмінного курсу національної валюти. Завдяки завищеному курсу національної валюти зарубіжні активи начебто купуються із «скидкою». Разом з тим, при погашенні зовнішнього боргу, ця проблема вирішується за рахунок бюджету, за рахунок тих, хто користується національною валютою, а саме – найбільш вразливих верств населення; за рахунок

зниження заробітної плати та рівня життя тих соціальних верств, які не мають можливості перевести свої нагромадження в іноземні активи.

Внаслідок «втечі капіталу» збільшуються масштаби тіньової економіки. Губиться зв'язок між національною валютою та динамікою національного доходу. Збільшується боргове навантаження. Тіньова економіка сьогодні є об'єктивним явищем ринкової економіки, тому потрібно, приймаючи бюджет 2005 року, говорити і про неї.

МАЙСТРИШИН В. Я.:

Наприкінці хотів би сказати наступне. Треба все ж розділити державний борг на дві частини. Перша частина забезпечує в необхідних межах обслуговування державного боргу минулих періодів, тобто рефінансування. Друга частина - це підтримка сталого розвитку економіки. Внутрішніх ресурсів в країні немає. Говорити, що за рахунок внутрішніх ресурсів ми підтримаємо економіку, дуже складно. Тому й треба говорити про державну підтримку, в тому числі і за рахунок державних запозичень.

У подальшому держава могла б залишатися в стороні і коригувати функціонування фондового ринку як такого, який додасть нам внутрішніх ресурсів.

Ще одне зауваження стосується Міністерства фінансів і Національного банку України. «Укрексімбанк» - це банк, який, на мій погляд, повинен залишатися державним і включатися в орбіту роботи Міністерства фінансів у тому, що стосується позицій державного боргу. Спочатку це повинен бути оператор на внутрішніх запозиченнях, але в перспективі - оператор на зовнішніх запозиченнях, як агент Міністерства фінансів. Зважимо на те, що оборот державного боргу по Міністерству фінансів складає 23 мільярди гривень.

До речі, Росія сьогодні має в орбіті Міністерства фінансів державний банк, він є також агентом, і це також слугує певному заощадженню коштів, які витрачаються на борг.

ГАЛЬЧИНСЬКИЙ А. С.:

Коли йдеться про державний борг, я можу з усією відвертістю дивитися всім в очі, тому що ви добре знаєте, що впродовж десяти років я робив все можливе і неможливе, аби держава зменшувала відповідний тягар.

Згоден з О. І. Барановським, що борг будь-якого розміру - це тягар. Але я хотів би привернути увагу до класичного вислову відомого австрійського економіста Й. Шумпетера. Він казав: «Не можна стати підприємцем, не ставши боржником». Це повною мірою відноситься й до економічної політики держави.

Ми хочемо сьогодні забезпечити не просто стратегію сталого розвитку, але вийти на параметри стратегії випереджального розвитку. Ми знаємо, що в світовій теорії і практиці є така модель, вона дуже складна, вона давалася далеко не кожному, можна на пальцях перерахувати країни, які змогли її реалізувати. Проте в усіх випадках така стратегія реалізовувалася за активної участі держави, в тому числі й на ефективній політиці зовнішніх запозичень.

Я - активний прибічник ліберальної економіки, проте треба мати на увазі, що в умовах відкритої економіки претендувати на інноваційний розвиток базових галузей без активної державної політики нерозумно.

Я не знаю, чи потрібні Україні літакобудування, чи аерокосмічний комплекс, проте це вже справа політичного обличчя нашої держави. Якщо ми хочемо розвиватися, маючи на увазі і цей потенціал, треба більш зважено підходити до основних засад економічної політики, здійснюючи поєднання ліберальних засад, суто ринкових класичних механізмів і механізмів державного стимулювання, державного регулювання. Активну боргову політику я відношу саме до цієї сфери.

Друге зауваження. Хотів би подискутувати з Б. В. Соболевим щодо питання величини державного боргу. Чи треба ставити під сумнів визначену Держкомстатом величину? Ми маємо поважати статистику, і Б. В. Соболев краще за мене знає, як прискіпливо ставляться до відповідної статистики Міжнародний валютний фонд і Світовий банк. Так, є проблема погашення заощаджень колишнього Ощадного банку СРСР. Це більше 100 мільярдів доларів, вона не вирішена. Свого часу я також наполягав ввести до державного боргу цю суму і цивілізовано її обслуговувати. Навіть був запропонований відповідний законопроект, але Верховна Рада відмовилася від нього. Причина - зрозуміла. Це – борг не Української держави. Буде відповідне рішення - тоді будемо говорити, що в нас інша величина державного боргу.

Цікавою є думка Б. В. Соболева і щодо циклічності боргової динаміки, боргових запозичень. В класичному варіанті це добре, проте коли робляться акценти на інноваційній моделі, коли треба мобілізувати фінансові ресурси саме для цього, тут період піднесення інноваційного циклу відкриває додаткові можливості до дій, які у подальшому згладжували б цю циклічність економічної динаміки. Я далекий від твердження, що ці теоретичні посилення

є однозначно правильними. Але давайте вести пошук оптимальних рішень і в цьому питанні. У Ліни Костенко є прекрасний вислів: «Нове життя нового просить слова»! Боргова політика потребує нового слова! Під час дискусії, що відбулася, ми не прагнули повною мірою узагальнити цю проблему. Але, можливо, наш «круглий стіл» послужить певним імпульсом і в цьому відношенні. Я в цьому не сумніваюся.

ЗМІСТ

1. Державний борг і становлення боргової політики України	3
1.1. Етапи формування державного боргу та боргової політики України.....	3
1.2. Сучасний стан та структура державного боргу України.....	6
1.3. Ефективність інвестиційного використання державних запозичень	15
1.4. Оцінки боргового тягаря України.....	16
1.5. Макроекономічний ефект державного боргу	21
1.6. Підсумкова характеристика боргової політики України на сучасному етапі	24
2. Шляхи удосконалення боргової політики України	25
2.1. Проблеми нормативно-інституційного забезпечення боргової політики України	25
2.2. Основні завдання оптимізації боргової політики України.....	27
2.3. Боргова політика в контексті завдань інноваційного розвитку	30
2.4. Засоби підвищення ефективності бюджетних інвестицій.....	32
2.5. Альтернативи позичковому фінансуванню державних видатків	34
ВИСНОВКИ	37
ДОДАТОК	
Матеріали круглого столу "Боргова політика України: стан, проблеми та перспективи"	40
ГАЛЬЧИНСЬКИЙ А.С.	45
МАЙСТРИШИН В.Я.	48
ЯЦЕНЮК А.П.	53
МУСІНА Л.А.	56
ВАРНАЛІЙ З.С.	59
ВАХНЕНКО Т.П.	62
ЛИСИЦЬКИЙ В.І.	65
СОБОЛЄВ Б.В.	66
СОРОКІН О.М.	67

БУКОВИНСЬКИЙ С.А.....	68
БУРАКОВСЬКИЙ І.В.....	70
БАРАНОВСЬКИЙ О.І.....	72
НОВИЦЬКИЙ В.Є.....	73
ЗВЕРЯКОВ М.І.....	77
ПЛОТНИКОВ О.В.....	78
БЕВЗ С.М.....	79
ШАПОВАЛОВ А.В.....	80
ЛЮТИЙ І.О.....	82
КОРНЄЄВ В.В.....	84
МАРЧЕНКО С.М.....	86
ЖАЛІЛО Я.А.....	88
КОМАРОВ В.А.....	90
ЦАРУК О.В.....	93
ШЕВЧЕНКО О.В.....	98
САМАНДАС Н.В.....	100
БІГДАЙ В.П.....	101
МАЗУР І.І.....	103
МАЙСТРИШИН В. Я.....	105
ГАЛЬЧИНСЬКИЙ А. С.....	105

Особливості та пріоритети
боргової політики України

Наукове видання

Літературний, технічний редактор Т. П. Сластьєн

Оригінал-макет підготовлено
в Національному інституті стратегічних досліджень:
01030, Київ-30, вул. Пирогова, 7-а

Підп. до друку **.**.04. Формат 60x84\16. Папір офс. № 1. Офс. друк. Гарн.
«Таймс NR». Обл. – вид. арк. **.». Наклад 300 пр. Зам.
