

РОЗДІЛ V

Гроші, фінанси та кредит

УДК 336.02

Олена Борисюк – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і оподаткування, Східноєвропейський національний університет імені Лесі Українки

Шляхи оптимізації державного боргу в сучасних умовах

У статті досліджено формування нового погляду на проблему зростання державного боргу України в контексті загострення боргової безпеки. Оцінено сучасний стан державного боргу України та визначено основні заходи, які доцільно здійснити для оптимізації державного боргу України.

Ключові слова: державний борг, боргова безпека, валовий зовнішній борг, державний зовнішній борг, середньострокова стратегія управління державним боргом.

Постановка наукової проблеми та її значення. У сучасних умовах однією з найважливіших проблем державних фінансів виступає державний борг, який протягом останніх років невпинно зростає. Це вимагає пошуку нових способів управління державним боргом задля його оптимізації. В Україні обсяги державного боргу свідчать про загострення боргової безпеки держави. Тому питання управління державним боргом набувають усе більшої актуальності, що викликано складною економічною ситуацією, у якій сьогодні опинилась Україна.

Аналіз досліджень цієї проблеми. Дослідження проблеми державного боргу здійснювали такі вчені, як Т. Г. Бондарук, Р. Н. Васишин, Т. М. Вахненко, В. Ю. Дудченко, Н. В. Зражевська, Т. Т. Ковальчук, В. А. Козюк, С. В. Львович, В. В. Лісовенко, Я. В. Онишук, О. Д. Рожко, Ю. О. Смоляр, Н. В. Царук, В. Г. Черепенко, В. В. Шпачук та ін.

Мета й завдання дослідження. Мета статті – вивчення стану державного боргу України та шляхів його оптимізації задля зменшення боргової безпеки національної економіки.

Виклад основного матеріалу й обґрунтування отриманих результатів дослідження. Державний борг в усіх країнах, у тому числі й в Україні, – основне джерело фінансування дефіциту бюджету (як державного, так і місцевих). Окрім того, державні позики можуть розміщуватися й для фінансування цільових проектів на рівні держави або регіонів. Важливо знайти способи ефективного управління державним боргом, особливо в кризовий період.

Міжнародний валютний фонд оприлюднив прогноз, за яким державний борг України вже у 2015 р. досягне піку на рівні 73 %, після чого очікується зниження держборгу впродовж п'яти років більш ніж на 20 %. Водночас, за прогнозами експертів Фонду, у 2016 р. очікується зменшення держборгу із 73,4 % ВВП до 71,1 % ВВП, у 2017 р. – до 66,6 % ВВП, у 2018 р. – до 59,3 % ВВП, а у 2019 р. – до 51,5 % ВВП [2].

МВФ указує, що зростаючі боргові ризики децю компенсуються збільшенням частки гривневого боргу до 31 % у 2014 р. й 37 % у 2015 р., а також тим, що чверть обсягу валового боргу припадає на Нацбанк, який обслуговує його без залучення ресурсів бюджету.

За підрахунками науковців, у 2015–2016 рр. державний борг України може зрости до 90 % ВВП, а одним з основних каталізаторів такої динаміки може стати необхідність рекапіталізації банківського сектору. Виходячи із цього, очевидно, що одним із головних у поточному році постане питання про реструктуризацію заборгованості.

Водночас у короткостроковій перспективі (у найближчі 6–12 місяців) фактором, який зменшує ймовірність реструктуризації, є, зокрема, те, що програма МВФ виключає такий крок.

У будь-якому разі, якщо Україна проситиме кредиторів про зміну умов погашення зовнішнього боргу, перш ніж досягне необхідної бюджетної консолідації, то внутрішні фінансові умови тільки погіршуватимуться, що може поглиблювати девальвацію, збільшувати потребу в рекапіталізації банків і збільшувати сам держборг.

У 2015 р. державні запозичення заплановані в обсязі 293,84 млрд грн, зокрема зовнішні – 180,97 млрд грн, відповідні показники зафіксовано в таблицях до закону «Про державний бюджет України на 2015 рік». Згідно з ними, із цієї суми до спецфонду за кредитами міжнародних фінансових організацій планується залучити 14,16 млрд грн.

З урахуванням оперативних даних Державної казначейської служби держпозики у 2015 р. заплановано скоротити на 0,5 %, зокрема внутрішні – на 44,8 %, але водночас збільшити зовнішні рівно удвічі.

Виплати в рахунок погашення держборгу в держбюджеті-2015 на 31,5 % перевищуватимуть зафіксовані в держбюджеті-2014, зокрема зовнішнього, на 84,9 %.

Окрім того, у держбюджеті-2015 виділено 74,66 млрд грн на обслуговування державного боргу, що на 55,6 % перевищує дані Державної казначейської служби за 2014 р. Також протягом 2015 р. передбачається викуп урядом цінних паперів на суму 88,29 млрд грн. У загальній сумі внутрішніх державних запозичень 99,9 млн грн складають надходження від облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» та 88,4 млн грн від реалізації казначейських зобов'язань «Військові».

Із фінансування активних операцій за 2014 р. Міністерством фінансів України при запланованих 123 млрд 326,0 млн грн придбано цінних паперів в обмін на облігації внутрішньої державної позики на суму 118 млрд 326,0 млн грн.

Витрати проекту державного бюджету на 2015 р. із погашення та обслуговування державного боргу заплановано відповідно до:

- графіків платежів за вже наявним державним боргом на момент складання показників до проекту Державного бюджету на 2015 р.;

- планових обсягів запозичень на 2015 р. на фінансування державного бюджету;

- прогнозних відсоткових ставок та курсів валют;

- прогнозу обсягів витрат на управління державним боргом.

Крім того, характер розрахунків платежів за позиками залежить як від інструменту запозичення (облігація державної позики, кредитна угода), так і від кредитора (Європейський банк реконструкції та розвитку, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародний валютний фонд й ін.), кожен із яких має власну методику розрахунку платежів за позикою.

Обслуговування внутрішнього державного боргу складе у 2015 році 48 153,8 млн грн. Збільшення зазначених видатків пов'язане зі зростанням державного внутрішнього боргу, що обумовлено необхідністю фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок внутрішніх державних запозичень і вартості боргових інструментів на внутрішньому фінансовому ринку.

Обслуговування зовнішнього державного боргу на 2015 р. заплановано в сумі 26 506,2 млн грн. Збільшення видатків на обслуговування зовнішнього державного боргу обумовлено зростанням прогнозного офіційного курсу гривні до долара США та вартості запозичень на зовнішніх фінансових ринках.

На 2015 р. передбачено залучити кошти від міжнародних фінансових організацій на фінансування проектів розвитку економіки й бюджетної сфери – 14 157,1 млн грн. Використання цих коштів відобразатиметься в спеціальному фонді державного бюджету в розрізі головних розпорядників — отримувачів таких кредитів.

Повернення у 2015 р. основної суми позик від кредитування проектів розвитку за рахунок коштів, залучених державою, планується в обсязі 1 812,5 млн грн, які складаються з [7]:

- 49,4 млн грн – часткове повернення основної суми кредитів, залучених державою або під державні гарантії (за винятком кредитів МФО), що підлягає сплаті у 2015 році;

- 1 659,7 млн грн – повернення основної суми позик від кредитування проектів розвитку за рахунок коштів, залучених державою за інвестиційними проектами Світового банку і Європейського банку реконструкції та розвитку (кредити МФО) та погашення позичальниками простроченої заборгованості перед державою за субкредитами, наданими в межах спільних зі Світовим банком проектів;

- 103,4 млн грн – погашення простроченої заборгованості перед державою за кредитами, наданими за рахунок залучених державою коштів або під державні гарантії.

Ураховуючи структуру державних запозичень у 2014 р. та прогнозних запозичень у 2015 р., на кінець 2015 р. частка внутрішнього боргу становитиме близько 44,9 % від обсягу державного боргу, а зовнішнього – близько 55,1 %.

Зменшення планових надходжень державного бюджету у 2015 р. становитиме 1,4 млрд грн, зокрема із загального фонду зменшення складе 2,6 млрд грн, а зі спеціального фонду передбачено збільшення надходжень на 1,2 млрд грн у зв'язку з девальвацією гривні та, відповідно, перерахунком надходжень в іноземній валюті за проектами міжнародних фінансових організацій.

Надходження від приватизації державного майна у 2015 р. як одне з джерел фінансування дефіциту державного бюджету, відповідно до листа Фонду державного майна від 11.09.2014 № 10-19-12236 прогнозовано на рівні 17 млрд грн.

Надходження коштів від приватизації державного майна значною мірою залежить від попиту на об'єкти приватизації та загальної соціально-політичної й економічної ситуації в країні у 2015 р., пов'язаної з проведенням антитерористичної операції на сході країни.

Затверджена урядом середньострокова стратегія управління державним боргом на 2013–2015 рр. ставить такі основні цілі [9]:

- задоволення потреб держави в позикових ресурсах за допомогою фінансування державного бюджету за мінімально можливою вартістю обслуговування державного боргу з урахуванням ризиків;
- утримання обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні;
- забезпечення ефективного функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів і розширення доступу до міжнародного ринку капіталу;
- реформування у сфері міжнародної інтеграції та співпраці, спрямоване на вироблення цілісної й збалансованої зовнішньоекономічної політики, підвищення конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості національної економіки.
- Досягнення зазначених цілей забезпечується за допомогою:
 - оптимізації структури державного боргу в розрізі валюти й відсоткових ставок, що дасть змогу мінімізувати відповідні ризики;
 - мінімізації ризиків, пов'язаних із рефінансуванням та утриманням середньозваженого строку до погашення боргових зобов'язань держави у визначених стратегією межах;
 - запобігання виникненню пікових навантажень на державний бюджет, що пов'язані зі здійсненням платежів за державним боргом;
 - підвищення рівня ліквідності державних боргових цінних паперів, що дасть змогу підвищити попит на них серед інвесторів;
 - здійснення запозичень для підтримки та розвитку пріоритетних сфер економіки;
 - забезпечення ефективної співпраці з провідними міжнародними рейтинговими агентствами щодо присвоєння ними суверенного кредитного рейтингу Україні та її борговим зобов'язанням;
 - забезпечення системного підходу до міжнародної інтеграції й співпраці, у тому числі запровадження дієвих механізмів прийняття рішень у зовнішньоекономічній сфері;
 - запровадження стратегії залучення, ефективного використання та моніторингу зовнішньої допомоги;
 - розширення співпраці з міжнародними організаціями, у тому числі міжнародними фінансовими організаціями;
 - забезпечення прозорості діяльності, пов'язаної з управлінням державним боргом, і публічності відповідної інформації.

Також основними заходами, які доцільно вжити для оптимізації державного боргу України, повинні бути:

- узгодження напрямів політики у сфері управління державним боргом із напрямками бюджетної й грошово-кредитної політики;
- удосконалення нормативно-правової бази з питань управління державним боргом;
- складання графіка проведення аукціонів облігацій внутрішньої державної позики із зазначенням видів та строків обігу боргових цінних паперів;
- проведення аналізу й оцінки ризиків, пов'язаних із державним боргом;
- регулярне розміщення державних цінних паперів із різними строками обігу;
- створення належних умов для ефективного функціонування первинних дилерів і підтримання ними двостороннього котирування державних боргових цінних паперів;

- здійснення операцій з активного управління державним боргом для зменшення пікових навантажень на державний бюджет;
 - вивчення можливості розширення переліку державних боргових інструментів, у тому числі з плаваючою відсотковою ставкою, індексованих на рівень інфляції, та цінних паперів для населення в гривні;
 - розширення співпраці з міжнародними організаціями, зокрема Світовим банком, Міжнародним валютним фондом, Європейським банком реконструкції та розвитку, Європейським інвестиційним банком;
 - забезпечення регулярного подання міжнародним рейтинговим агентствам статистичних й аналітичних даних щодо соціально-економічного та політичного становища України;
 - підтримка на належному рівні й розвиток інформаційно-технічного забезпечення процесу управління державним боргом, зокрема шляхом удосконалення інформаційно-аналітичної системи «Управління державним боргом»;
 - регулярне розміщення інформації про управління державним боргом на офіційному веб-сайті Мінфіну.
- Реалізація Стратегії дасть змогу досягти на кінець 2013, 2014 і 2015 рр., відповідно, таких результатів:
- відношення обсягу державного боргу до внутрішнього валового продукту – на рівні не більш як 30,6 %, 30,9 % і 31 %;
 - частка державного внутрішнього боргу – не менш як 50 %;
 - середньозважений строк до погашення державного боргу – не менш як 5,1, 5,3 і 5,4;
 - частка державного боргу з фіксованою ставкою – не менш як 65 %;
 - частка державного боргу, який рефінансується у відповідному періоді, у загальній сумі державного боргу на початок такого періоду – орієнтовно не більш як 20 %.

Висновки та перспективи подальшого дослідження. Якщо держава продовжить залучати позики такими ж темпами, що й у 2008–2014 р., то вже через кілька років настане момент, коли Україна буде не в змозі виплачувати відсотки й повертати кредити, які не зможе пролонгувати. Насамперед, це стосується позик для погашення боргів «Нафтогазу України».

Стратегія формування та обслуговування ринку державних запозичень повинна ґрунтуватися на науково обґрунтованих засадах. Структура й розмір державного боргу мають прогнозуватися на часовому інтервалі в декілька років (а бажано – навіть десятиріч) із тим, щоб забезпечити збалансований бюджет, стабільне економічне зростання й потужну фінансову систему. За відсутності такої стратегії економічна криза загострюватиметься, а державний борг України зростатиме.

До принципів моментів, на яких варто зосередити увагу при виробленні стратегії боргового управління, слід віднести чітко визначену граничну межу частки зовнішнього та внутрішнього боргу й витрат на їхнє обслуговування в структурі державних витрат; подальше зниження вартості обслуговування державного боргу та подовження терміну запозичень, поєднання ринкових й інституціональних механізмів управління державним боргом, використання світового досвіду врегулювання боргу. У цьому плані заслуговує на увагу досвід Польщі, у якій при перевищенні держборгом 55 % від ВВП автоматично підвищується ставка ПДВ.

Важливо також зменшити державний зовнішній борг України, оскільки можлива девальвація гривні у 2015 р. ускладнить його обслуговування. Для цього потрібно призупинити відтік іноземного банківського капіталу з України, підвищити привабливість державних цінних паперів як для нерезидентів та українських інвесторів, так і для населення.

Джерела та література

1. Гриневецький С. Негазди стратегії фінансово-економічного розвитку України / С. Гриневецький, Т. Ковальчук // *Голос України*. – 2010. – 15 січ. – С. 6.
2. Державний борг України невдовзі сягне пікового рівня [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ua-ekonomist.com/8199-derzhavniy-borg-ukrayini-nevdovz-syagne-pkovoogo-rvnya.html>.
3. Козюк В. В. Проблема державного боргу в перехідній економіці України / В. В. Козюк / *Фінанси України*. – 2009. – № 5. – С. 85–90.
4. МФВ прогнозує, що за 5 років держборг України зменшиться на 20 % [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ipress.ua/news/mfv_prognozuie_shcho_za_5_rokiv_derzhborg_ukrainy_zmenshytsya.
5. Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.

6. Офіційний сайт групи фіскального аналізу при бюджетному комітеті Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.fao.kiev.ua>.
7. Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : ukrstat.gov.ua.
8. Про державний бюджет України на 2015 рік // Голос України від 31 грудня 2014 року № 254 (6004). – С. 1–28.
9. Стратегія управління державним боргом на 2013–2015 роки // Офіційний сайт Кабінету Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/320-2013>.

Борисюк Елена. Пути оптимизации государственного долга в современных условиях. В статье исследуется формирование нового взгляда на проблему роста государственного долга Украины в контексте обострения долговой безопасности. Оценено современное состояние государственного долга Украины и определены основные мероприятия, которые целесообразно осуществить для оптимизации государственного долга Украины.

Установлено, что стратегия формирования и обслуживания рынка государственных заимствований должна базироваться на научно обоснованных принципах. Особое внимание в статье отводится оценке обслуживания государственного внутреннего и внешнего долга Украины.

Рассмотрена стратегия управления государственным долгом на 2013–2015 гг, реализация которой позволит достичь на конец 2015 г. уменьшения отношения объема государственного долга к внутреннему валовому продукту. Соответственно, выделены цели управления государственным долгом и пути их решения. При этом установлено, что важное значение имеет приостановление оттока иностранного банковского капитала из Украины, повышение привлекательности государственных ценных бумаг как для нерезидентов и украинских инвесторов, так и для населения.

Ключевые слова: государственный долг, долговая безопасность, управление государственным долгом, валовый внешний долг, государственный внутренний долг, среднесрочная стратегия управления государственным долгом.

Borysyuk Elena. Ways Optimization State-owned Debt in Modern Conditions. Article posvyaschena Formation of a new glance at the problem of state-owned debt growth in the context of Ukraine exacerbations dolhovoy security. Otseneno Modern STATUS state-owned debt of Ukraine and opredeleny Main activities of, kotorye advisable for optimization osuschestvyt state-owned debt of Ukraine. Established something Strategy Formation and Maintenance of market hosudarstvennyh zaymstvovanyu dolzhna bazyrovatsya on scientific principles obosnovannyh. Wikipedia articles in Particular posvyascheno Evaluation and Maintenance of state-owned vnutrenneho On external debt of Ukraine. Rassmotreno Strategy for debt management hosudarstvennyim Years 2013–2015, Implementation kotoroj pozvolyt dostych to End 2015 Manuscript Volume Reduction relationships for state-owned debt vnutrennemu GDP. Accordingly byly vydeleny goal upravlynnya Gosudarstvennoye debt and path s decision. In this set, something vazhnoe importance ymeet pryostanovlenyy ottoka ynostrannoho Banking IZ capital of Ukraine, Increase pryvlekatelnosty hosudarstvennyh tsennyh paper How to nerezydentov and Ukrainian investors, and as for the population.

Key words: public debt, dolhovaya bezopastnost, public debt management, gross external debt, domestic government debt, medium-term strategy for public debt management.

УДК 336.76.066

Ірина Сторонянська – заступник директора з наукової роботи Інституту регіональних досліджень імені М. І. Долишнього Національної академії наук України;
Мирослава Ліпич – старший викладач кафедри фінансів та оподаткування, Східноєвропейський національний університет імені Лесі Українки

Сучасні концепції ціноутворення на ринку цінних паперів

У статті розглянуто сутність понять «ціна» й «ціноутворення». Сформульовано визначення ціноутворення на фондовому ринку. Розглянуто основні принципи ціноутворення на первинному та вторинному ринках цінних паперів. Здійснено порівняльний аналіз припущень основних неокласичних моделей ціноутворення. У роботі наведено фундаментальні положення нової універсальної теорії ціноутворення фондового ринку, яка ґрунтується на стохастичному дисконтованому факторі.

Ключові слова: ціноутворення, теорія статичних цін, теорія портфельів, модель капітального ціноутворення, теорія арбітражу, модель стохастичного дисконтованого фактора.