МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
УМАНСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ САДІВНИЦТВА

Факультет економіки і підприємництва

Кафедра фінансів, банківської справи та страхування

Допущено до захисту
“_____” _____ 2023 р.
Зав. кафедри, д.е.н., професор
_____ **Прокопчук О.Т.**

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА МАГІСТРА

Особливості державних запозичень на сучасних фінансових ринках

Виконав – студент 2 курсу, групи 22 м-з-ф/а освітньої програми «Фінанси, банківська справа та страхування»
спеціальності 072 Фінанси, банківська справа та страхування
Мержиєвський Вячеслав Вячеславович

Науковий керівник – д.е.н., професор
Прокопчук Олена Тодорівна

Умань – 2023

Реферат

на кваліфікаційну роботу магістра «Особливості державних запозичень на сучасних фінансових ринках»

студентки факультету економіки і підприємництва
Уманського національного університету садівництва
(спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»)

Мержиєвський Вячеслав Вячеславович

Ринкова трансформація національної економіки відкрила новий етап у розвитк ринку державних запозичень. Сфера кредитування безпосередньо пов'язана з потребам розвитку національного виробництва. Знаходячись у центрі сучасного грошовс фінансового господарства, обслуговуючи інтереси господарських суб'єктів, рино державних запозичень опосередковує зв'язки між державою, банкам товаровиробниками і населенням. Нині завдання відновлення виробничого призначенн ринку державних запозичень стає одним із першечергових. У зв'язку з цим гостро постал проблема наукового осмислення нових явищу сфері державного кредитування, розумінн їх змісту, природи і сутності, розробки ефективних технологій кредитного процесу та ї використання на практиці. Проблема розвитку ринку державних запозичень стає все білы актуальною. Державні позики є одним із найважливіших джерел покриття дефіцит державного бюджету. Досягнення фінансової стабілізації передбачає покриття державног дефіциту за рахунок неемісійних джерел фінансування через подальший розвито державних цінних паперів і зовнішніх запозичень.

В даній роботі, яка складається з трьох розділів, використано теоретичний матеріал і сучасних навчальних посібників, наукових статей та інших праць провідних науковці Загальний об’єм роботи складає 61 сторінку, основний текст розміщений на 52 сторінках Робота містить 12 рисунків, 4 таблиці, а також 3 додатки. Кількість використаних джере становить 50 наукових праці та Інтернет-ресрсів.

Мета написання кваліфікаційної роботи магістра – поглиблення теоретичних основ т розроблення практичних рекомендацій щодо здійснення державних запозичень н внутрішньому ринку в Україні.

В першому розділі розглянуто теоретичні основи державних запозичень н внутрішньому фінансовому ринку.

В другому розділі здійснено аналіз сучасного стану та перспектив ринку внутрішні державних запозичень України.

В третьому розділі окреслено напрями розвитку та удосконалення політик внутрішніх державних запозичень України.

Анотація

Кваліфікаційна робота магістра присвячена дослідженню теоретичних основ т розробці практичних рекомендацій щодо здійснення державних запозичень н внутрішньому ринку в Україні.

Ключові слова: державний борг, державні запозичення, посткризова економік державний кредит, дефіцит бюджету, цінні папери.

The summary

The master's thesis is devoted to the study of the theoretical foundations and development c practical recommendations for public borrowing on the domestic market in Ukraine.

Keywords: public debt, public borrowing, post-crisis economy, public credit, budget defici securities.

ЗМІСТ

ВСТУП	**……**	4
РОЗДІЛ 1.	**ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА ВНУТРІШНЬОМУ ФІНАНСОВОМУ РИНКУ ……...**	6
РОЗДІЛ 2.	**СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ ...**	13
2.1	Особливості ринку державних запозичень в Україні ……	13
2.2	Оцінка перспектив та ефективності ринку державних внутрішніх запозичень ……..……	22
2.3	Особливості зарубіжних ринків внутрішніх державних запозичень …….	29
РОЗДІЛ 3.	**НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ ПОЛІТИКИ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ ….....**	39
ВИСНОВКИ……...		52
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ……..		54
ДОДАТКИ……...		58

ВСТУП

Характерною ознакою сьогодення у сфері публічних фінансів є використання боргового фінансування. Водночас важливим є досягнення оптимального співвідношення між різними джерелами запозичень, які мають свої переваги та недоліки й супроводжуються різноманітними ризиками. Так зовнішні позики сприяють зростанню ресурсного потенціалу країни, але несуть у собі суттєві фінансові та політичні ризики. Внутрішнім державним позикам властивий перерозподіл ресурсів, що може супроводжуватися відволіканням ресурсів від реального сектору економіки, маючи відносно невеликі ризики. Облігації внутрішньої державної позики розглядаються, як надійний низькоризиковий та високоліквідний фінансовий інструмент, що дає змогу інвесторам формувати ефективні портфелі, як комбінацію боргових зобов'язань уряду та активів із вищим рівнем ризику.

У сфері внутрішніх державних позик важливими є питання визначення оптимальних розмірів державної заборгованості, вдосконалення структури, механізму управління та обслуговування внутрішнього державного боргу. Окрім того, обмеженість ресурсів всередині країни та недовіра до держави і фінансового ринку вимагають використання дієвих інструментів стимулювання інвестицій. Відповіді на окреслені вище питання допоможуть розробити ефективну й науково обґрунтовану фінансову політику управління внутрішніми державними запозиченнями. Таким чином, дослідження питань розвитку ринку внутрішніх державних позик і проблеми внутрішнього державного боргу є важливим та актуальним як з теоретичних, так і з практичних позицій.

Теоретичні засади та практичні особливості здійснення державних запозичень, використання при цьому фінансових інструментів у своїх працях досліджувало багато іноземних авторів, серед яких: Е. Бредлі, Д. Віллі, Л. Гітман, С. Денніс, Д. Екстром, Р. Петерсон, А. Реджвайд, Д. Розенберг, Р. Тьюлз, Т. Тьюлз, Ф. Фабоцці, У. Шарп та багато інших. Окремі аспекти окреслених вище питань висвітлюють у своїх роботах українські науковці, зокрема: Л. Алексеєнко, В. Базилевич, І. Гуцал, В. Корнєєв, Ю. Кравченко, О.

Любкіна, І. Лютий, О. Мозговий, С. Мошенський, В. Опарін, В. Павлов, В. Н. Рязанова, Н. Синютка, Федосов, Л. Шкварчук, В. Шелудько та інші.

Проте, питання здійснення збалансованих та ефективних державних запозичень на національному ринку в Україні в умовах значних макроекономічних та політичних ризиків залишається недостатньо вивченим, що обумовило вибір теми магістерської роботи, її мету, структуру і головні завдання.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА ВНУТРІШНЬОМУ ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

У рамках функціонування економіки ринкового типу її суб'єкти поділяють на дві групи: ті, хто потребує додаткові кошти для власного економічного розвитку (позичальники); ті, хто має тимчасово вільні кошти (інвестори). Зазвичай позичальниками виступають суб'єкти господарювання, а інвесторами – домашні господарства. На окрему увагу заслуговують іноземні позичальники та іноземні інвестори. Таким чином, позичальники шукають джерела запозичень та намагаються отримати тимчасово вільні кошти інвесторів.

Критична оцінка наукових напрацювань Кейнса з приводу дослідження проблематики запозичень дозволяє зробити висновок, що для національної економіки, суб'єктів господарювання та домашніх господарств ключове значення мають саме запозичення держави, особливо це стосується швидкого подолання наслідків кризи і прискорення посткризового розвитку.

При цьому державні запозичення необхідно досліджувати, як окремий ключовий вид державної діяльності. Виконуючи дослідження, необхідно враховувати, що державні запозичення є об'єктивно зумовленою практикою здійснення економічної діяльності країнами, незважаючи на рівень їх економічного розвитку та практики державного управління. Вони виконують дві ключові цілі в рамках функціонування національної економіки:

– підтримка соціально-економічного розвитку країни в умовах дефіциту ресурсів;

– активізація соціально-економічного розвитку економіки країни в умовах економічного зростання.

Дослідники також акцентують увагу на тому, що в кризовій ситуації залучення державою позик стимулює попит, що, у свою чергу, веде до зростання зайнятості та споживання. Але державні запозичення мають також і негативні наслідки, а саме: борговий тягар для майбутніх поколінь; збільшення

обсягів ВВП, що перерозподіляються на користь кредиторів; залежність економічного становища від можливості отримання нових позик тощо.

Адонін С.В. зазначає, що необхідно створювати сприятливі передумови для залучення коштів як для держави, так і для її кредиторів. Наявність різних видів державних цінних паперів дає змогу максимально враховувати різнобічні інтереси юридичних і фізичних осіб. Також варто звернути увагу на висновок дослідника про те, що «державне запозичення може здійснюватися тільки тоді, коли вичерпано інші джерела формування доходів держави або коли доцільно обмежити рівень оподаткування. При цьому обов'язково має забезпечуватись ефективність та результативність використання позичених коштів» [1].

На думку Барановського О.І., державні запозичення мають особливе значення для фінансової системи країни, що обумовлюється впливом боргової політики на перспективи розвитку і безпеку держави [3]. Крім того, за умови вдалого використання залучених коштів, стає можливим стримування інфляції та найбільш ефективне витрачання запозичених ресурсів.

Артус М.М. та Хижа Н.М. зазначають, що використання державного кредиту є цілком виправданою формою мобілізації коштів у розпорядження держави, що має значно менші негативні наслідки для фінансового становища держави, ніж покриття дефіциту за допомогою грошової емісії. Найпоширенішою формою державного кредиту вчені визначають позики, які випускаються центральним урядом, як правило, у вигляді державних цінних паперів, а саме – облігацій [2].

Важливу роль державним запозиченням відводить і Білявська А. Ю., як одній із важливих форм державних фінансів. Це пов'язано з тим, що за допомогою державного кредиту залучаються фінансові ресурси для фінансування дефіциту державного бюджету та платіжного балансу країни, забезпечення програм розвитку окремих галузей і підприємств, стабілізації валютної системи та ін. [6].

Крім того, як зазначає Богдан Т. П., в умовах економічного підйому та достатньої економічної стабільності внутрішні запозичення держави

виступають фактором зростання, перерозподіляючи фінансові ресурси. Залучені державою в такий спосіб кошти повинні використовуватися для реструктуризації й модернізації економіки, окремих її галузей та виробництв. Також власники державних облігацій виявляють більшу зацікавленість в ефективному управлінні економікою та в нарощенні фінансової спроможності своєї держави, що посилює громадський контроль за використанням бюджетних коштів [15].

Однак, існує й інший погляд на залучення державних запозичень у вигляді облігацій. Тут, перш за все, хочемо звернути увагу на думку Мозгового О. та Баторшиної А. Вони довели, що боргове фінансування дефіциту державного бюджету в довгостроковому періоді може призвести до ще більшої інфляції, ніж емісійне. Це пов'язано з тим, що в ідеалі вартість обслуговування боргу не повинна перевищувати темпи економічного зростання. Крім того, випускаючи державні облігації, держава часто використовує залучені кошти для погашення раніше випущених позик, і, таким чином, будує свого роду фінансову піраміду. В майбутньому може виникнути ситуація, за якої фінансування бюджетного дефіциту за рахунок урядових запозичень ускладниться [50]. Тому, рано чи пізно, центральний банк буде змушений збільшити обсяг грошової маси в обігу, що може призвести до значного зростання інфляції в майбутньому.

Важливі висновки в цьому аспекті належать Дропі Я.Б. Науковець зазначає, що для відновлення економічного зростання залучення додаткових фінансових ресурсів у вигляді державних облігацій може бути доцільним. Проте, емісію урядових цінних паперів необхідно поєднувати з іншими заходами щодо розвитку національного виробництва для уникнення в подальшому ситуації «боргового зашморгу». Т. Богдан акцентує увагу на тому, що при розробці стратегії економічного розвитку обов'язково потрібно враховувати негативні наслідки боргового фінансування для розробки оптимального співвідношення параметрів державного запозичення з іншими макроекономічними показниками [37]. Роль та місце внутрішніх державних

запозичень у формуванні державного бюджету та державного боргу країни сформовано та представлено на рис.1 в додатку А.

Підсумовуючи наведене в табл. 1.1, можемо виділити наступні головні ознаки державного кредиту: відбувається в рамках кредитних відносин; суб'єктами є держава, юридичні (як резиденти, так і нерезиденти) та фізичні особи (як резиденти, так і нерезиденти); держава може виступати позичальником, кредитором, гарантом; використовується для обслуговування бюджетного дефіциту.

Таблиця 1.1

Наукові підходи до визначення сутності терміну «державний кредит»*

Автори	**Сутність терміну «державний кредит»**
С.В. Адонін, О.В. Лиса	Це економічні відносини між державою та юридичними і фізичними особами з приводу кредитування країни, функціонування державних органів як кредиторів та гарантів.
В.М. Опарін	Це особлива форма фінансових відносин держави з приводу управління бюджетним дефіцитом.
А.В. Кулінська	Це сукупність відносин між державою та резидентами і нерезидентами з приводу кредитування країни, отримання кредитів та гарантій від держави.
Н.П. Лубкей	Це система кредитних відносин за участі держави, коли вона може виступати позичальником, кредитором, гарантом.
М.І. Савлук	Це специфічна форма кредитних відносин, в рамках якої держава виступає як позичальник.

**Джерело: складено автором на основі [2-3; 13].*

Іншою важливою складовою наукових досліджень вітчизняних і закордонних вчених стосовно залучення державою кредитних ресурсів є державний борг. Відзначаємо наступних вчених, що розглядали у власних наукових працях проблематику державного боргу: О.І. Барановського, Д. Бьюкенена, Л.К. Воронову, Р. Девіса, Н.А. Зайцеву, Дж. М. Кейнса, Р. Масгрейва, Ш. Планкарта, О.В. Покачалову, Д. Рікардо, А.Д, Селюкова та інших.

Дискусія стосовно визначення проблематики боргової політики держави вказує на відсутності єдиного підходу до трактування сутності терміну «державний борг». У табл. 1.2 розглянемо наукові підходи до визначення сутності теоретичного поняття «державний борг».

Таблиця 1.2

Наукові підходи до визначення сутності терміну «державний борг»

Автори	**Сутність терміну «державний борг»**
О. Борисюк	Це основне джерело фінансування дефіциту державного і місцевих бюджетів.
Бюджетний кодекс України	Це загальний обсяг боргових зобов'язань держави з приводу повернення залучених кредитних ресурсів, які були отримані в рамках державних запозичень.
М.І. Карлін	Це загальний обсяг кредитних зобов'язань державного і місцевих бюджетів перед кредиторами.
Є.О. Павловська	Це всі види зобов'язань держави, як позичальника, гаранта або кредитора у процесі фінансових відносин з контрагентами.
Т.П. Вахненко	Це загальний обсяг фінансових зобов'язань органів державної влади стосовно залучених внутрішніх і зовнішніх кредитів та відсотків за ними.

**Джерело: складено автором на основі [5; 17].*

Державні запозичення – це процес залучення державою у особі відповідних інституцій (Кабінет міністрів України, Міністерство фінансів України та ін.) або місцевими органами влади (обласні адміністрації, муніципалітети та ін.) тимчасово вільних коштів резидентів (фізичні і юридичні особи) і нерезидентів (фізичні особи, юридичні особи, інші держави, міжнародні фінансові організації) для фінансування дефіциту бюджету в рамках подолання наслідків економічної кризи (депресії) або стимулювання розвитку національної економіки у якому держава виступає позичальником.

Головні складові внутрішніх державних запозичень представлено на рис. 1 в додатку Б. Варто зазначити, що саме цей аспект є ключовим для розкриття повною мірою теоретичного дослідження. При цьому важливим є розкрити взаємозв'язок між державним кредитом, державним боргом та державними запозиченнями (рис. 1.1).

Держава в особі відповідних інституцій та місцевих органів влади взаємодіє (кредити, позики, гарантії) з резидентами і нерезидентами в рамках державного кредиту, який завдяки державним запозиченням (позики і гарантії) формує державний борг, що, у свою чергу, активно впливає на державний бюджет через приплив кредитних коштів та відповідні суми погашення

державних позик і гарантій. Підтверджуємо ключову роль державних запозичень для функціонування і розвитку сучасної держави та її бюджетних відносин у контексті взаємозв'язку між державним кредитом, державним боргом та державними запозиченнями.

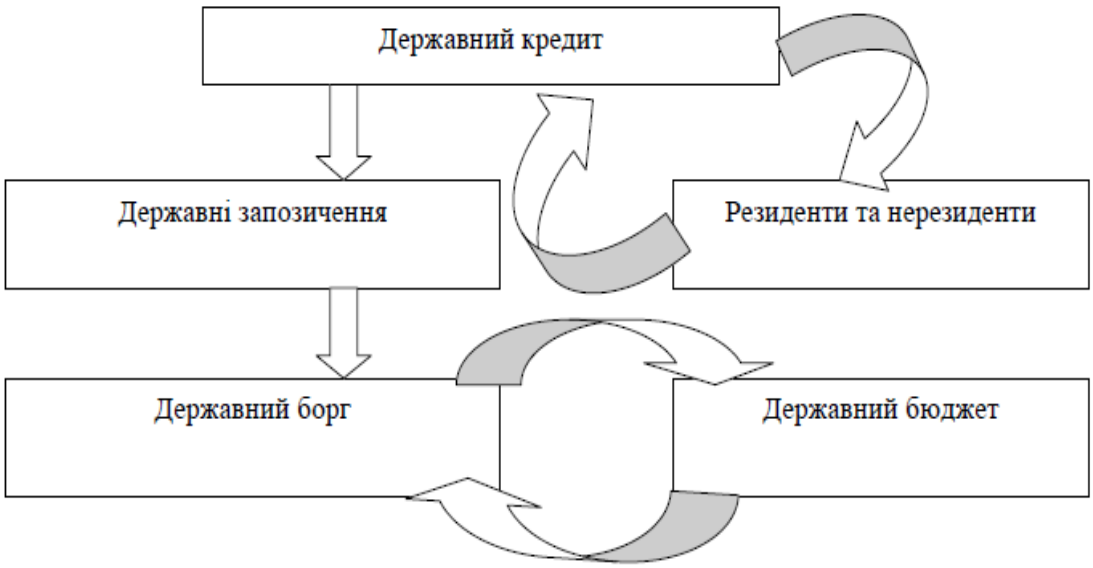


Рис. 1.1. Взаємозв'язок між державним кредитом, державним боргом та державними запозиченнями

Джерело: складено автором на основі [12; 20-22].

Вважаємо, спираючись на наведене вище, що державні запозичення потребують ґрунтовного теоретичного дослідження. При цьому в залежності від якості та ефективності управління державними запозиченнями країна може забезпечити три аспекти власного економічного зростання:

– дестимулювання економічного зростання внаслідок значного боргового навантаження на державний бюджет та неефективної політики залучення кредитних ресурсів; – стимулювання економічного зростання в процесі використання додаткових бюджетних коштів, що отримані внаслідок державних позик (інвестиції, інноваційний розвиток, розвиток інфраструктури, інституційні зміни);

– нейтральний вплив на економічне зростання внаслідок використання державних запозичень на фінансування тактичних завдань державного бюджету при достатній фінансовій базі їх погашення [11]. Послідовність

розвитку наукової думки стосовно значення, ролі і місця державних запозичень в економіці та державних доходах відображено в додатку В, рис. 1.

Таким чином, базовими елементами, системи управління, є відповідні підсистеми (рис. 1.2).

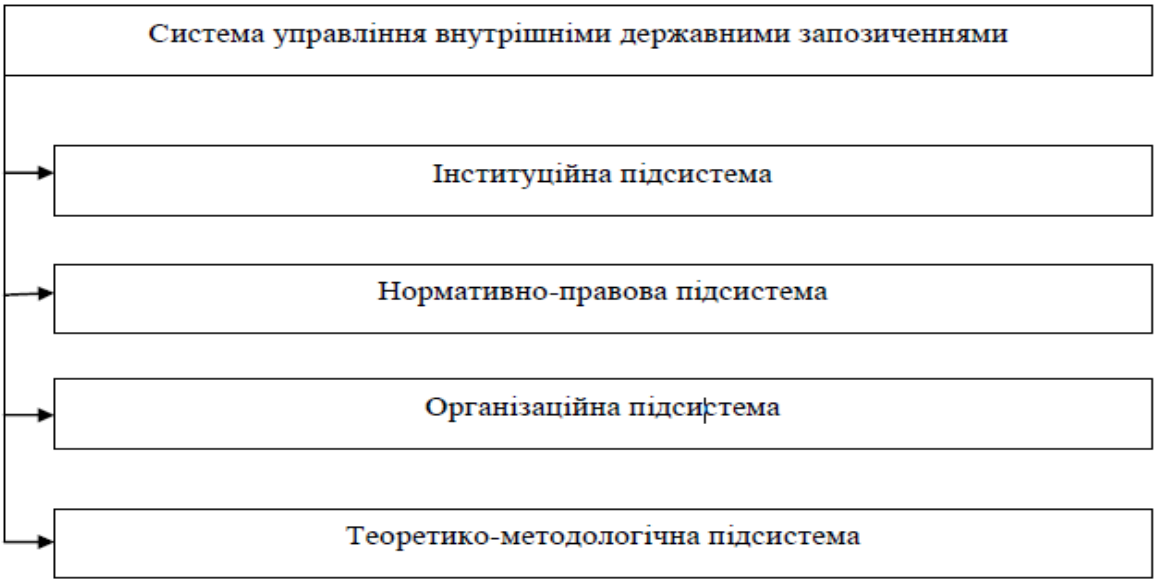


Рис. 1.2. Складові системи управління внутрішніми державними запозиченнями

Джерело: складено автором на основі [44; 48-50].

Отже, аналіз поглядів учених минулого та сучасності показав, що проблема існування державних облігацій полягає не в тому, чи потрібно чи ні використовувати урядові позики. Сьогодні дослідження спрямовуються на вирішення складніших проблем, а саме: визначення мети залучення кредитних ресурсів, встановлення розміру державної позики і найважливіше, якими наслідками це обернеться для держави-позичальника. Тому не можна однозначно сприймати проблему державного кредиту. Проте, важливим залишається максимізація вигоди від випуску державних облігацій і забезпечення ефективності використання позикових коштів.

РОЗДІЛ 2. СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ

2.1. Особливості ринку державних запозичень в Україні

Державні запозичення призначені для покриття державного дефіциту та залучаються з метою кредитування економіки країни у вигляді цільового фінансування регіональних програм або підприємств у певній галузі економіки, поповнення резервів або для рефінансування існуючих боргів. Ринок державних запозичень України характеризується висхідними тенденціями зростання державного боргу, при цьому особливостями ринку можна вважати високу частку зовнішнього боргу, зростання витрат на обслуговування боргу, високу частку іноземних запозичень тощо.

Ринок державних запозичень являє собою важливий сектор економіки, так як державні облігації можуть виступати найбільш ліквідним та найменш ризиковим інструментом для залучення коштів, що, у свою чергу, буде сприяти проведенню ефективної фінансової політики. Тому доцільно провести аналіз ринку внутрішніх державних запозичень України, який дозволить знайти максимально ефективні напрями їх використання, що надасть змогу стабілізувати економіку країни та стимулювати її розвиток в довгостроковій перспективі.

Так, перш за все, розглянемо стан ринку урядових запозичень України за останні роки. Загальновідомо, що після фінансової кризи 2008 року й особливо в останні роки (2018-2022 рр.) в Україні постійно зростають державний борг і навантаження на національну економіку від погашення та обслуговування взятих зобов'язань. У цей період уряд широко використовував та продовжує икористовувати зовнішні джерела позикових коштів, зокрема – кредитування від МВФ та Світового банку.

Масштабне залучення запозичень на зовнішніх ринках та їх неефективне використання призвели до того, що залучення нових позик стало необхідним для виплати відсоткових платежів за попередніми. Розглянемо динаміку

державного внутрішнього та зовнішнього боргу, а також видатків на його обслуговування за 2018-2022 рр. на рис. 2.1.

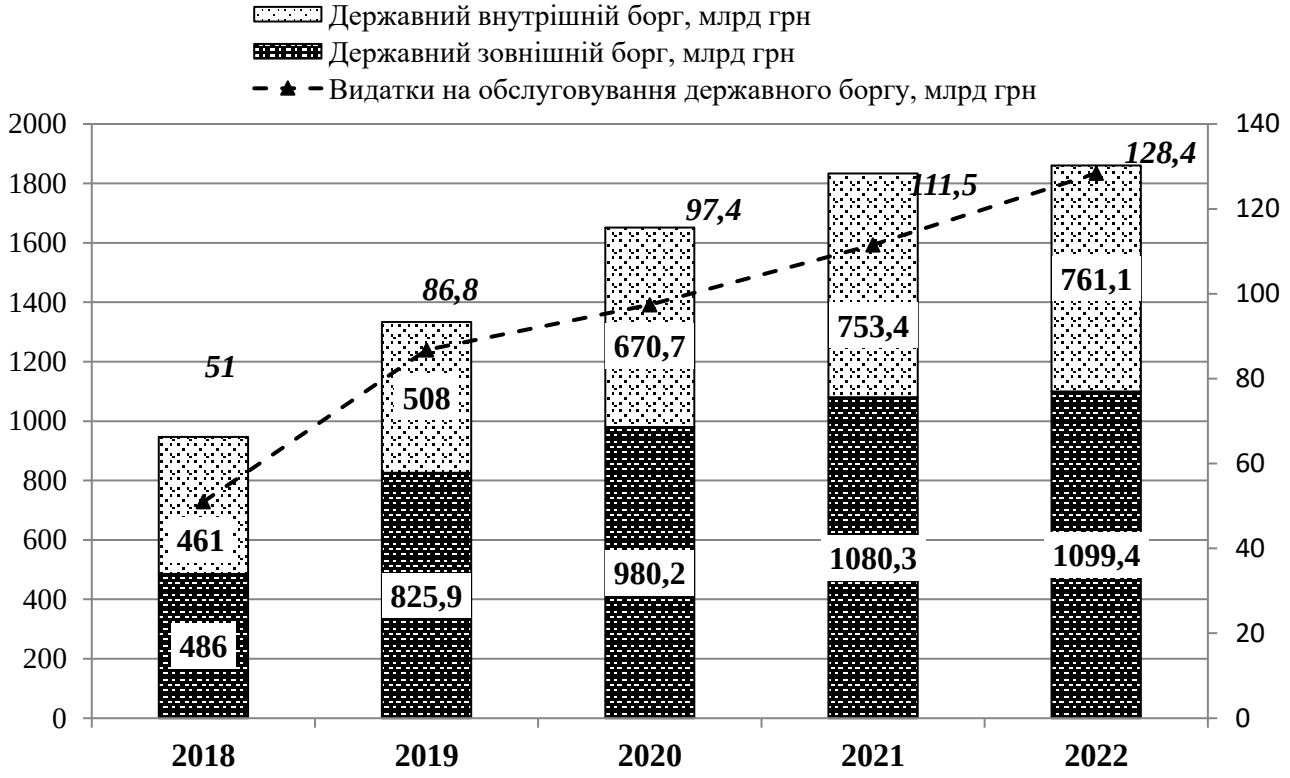


Рис. 2.1. Державний внутрішній та зовнішній борг, а також видатки на його обслуговування, 2018-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [42; 49].

Як бачимо з рис. 2.1, протягом 2018-2022 рр. обсяг державного боргу зріс майже у два рази – до 1860,5 млрд грн (+ 96,5%). Зросли також і видатки на обслуговування державного боргу (+ 151,8% у 2022 р. в порівнянні з 2018 роком). Водночас збільшується частка державного внутрішнього боргу в загальній сумі боргу, що збільшує внутрішні видатки на його обслуговування: 38% – у 2019 році, 40,6% – у 2020 році, 41,1% – у 2021 р., 41,9% – у 2022 році.

За розрахунками Міністерства фінансів України, прогнозований обсяг державних запозичень у 2023 році становитиме 325 млрд грн (на 51% більше, ніж у 2022 році). При цьому обсяг зовнішніх запозичень зросте на 35% порівняно з плановими показниками 2022 року (до 123 млрд грн), внутрішні запозичення зростуть на 61% до 202 млрд грн. Частка внутрішнього боргу становитиме 63%, зовнішнього – 37%.

На рис. 2.2 відображено динаміку загальної суми державного та гарантованого внутрішнього державного боргу в Україні у 2018-2022 роках. Де ми можемо побачити, що починаючи з 2018 року почав зростати рівень боргового навантаження, який вже перевищує гранично допустимий показник у 60%. Проєкт Закону України «Про Державний бюджет на 2023 рік» визначає граничний обсяг державного боргу на 2023 рік – 2,060 трлн грн, що на 61 млрд грн більше ніж у попередньому році (або 3 млрд дол. США). Зростання обсягу боргу пов'язане, насамперед, із збільшенням внутрішніх запозичень.

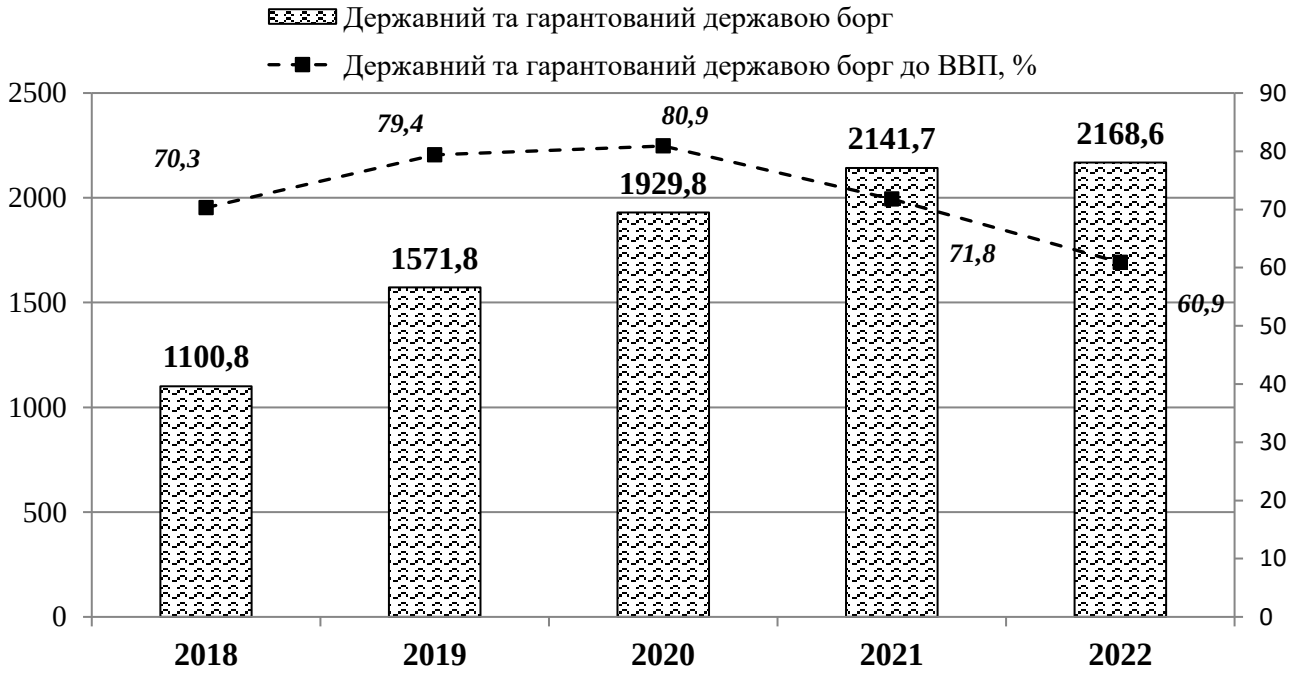


Рис. 2.2. Динаміка державного та граничного боргу за період 2008-2018 рр.

Джерело: [43-44].

Негативним є також той факт, що основним напрямком використання запозичених як із внутрішніх, так і з зовнішніх джерел коштів є погашення державного боргу. За даними ДССУ зовсім незначна частина залучених коштів спрямовується на капітальні та поточні видатки державного бюджету [12]. Така ситуація свідчить про зростання боргового навантаження на бюджет та значної обмеженості державних інвестицій.

За досліджуваний період відбувалось: суттєве збільшення обсягів державного та гарантованого державою боргу, показник якого на кінець 2022 р.

склав 2168,4 млрд грн, або 78,3 млрд дол. США, а станом на початок 2022 р. – 2124,8 млрд грн, або 79,8 млрд дол. США; високий рівень боргового навантаження, показник якого у 2018 р. склав 89,1% ВВП, у 2019р. – 81,0% ВВП; у 2020 р. – 71,8% ВВП зі зниженням на кінець 2021 р. до 60,9% ВВП; перевищення критичного рівня валютної складової в структурі боргу, показник якого станом на 2022 р. досяг рівня 69,6% та, відповідно, високі валютні ризики; надмірний борговий тиск на державний бюджет: сумарні платежі (згідно графіку за діючими угодами станом на початок 2023 р.) впродовж 2023 р. складуть 478,2 млрд грн, у тому числі виплати з погашення державного боргу – 355,1 млрд грн; виплати з його обслуговування – 123,1 млрд грн; значні ризики рефінансування боргу та зовнішньої ліквідності, що посилюються періодом пікових виплат за зовнішнім боргом в умовах обмеженості фінансових ресурсів та невизначеності щодо кредитування з боку МФО.

Виходячи з досліджень вітчизняних та іноземних учених, економічно безпечний рівень державного і гарантованого державою боргу для України наразі становить не більше ніж 40 % від ВВП. Такий висновок було отримано на основі аналізу статистики настання дефолтів у країнах з економікою, яка розвивається, (досліджено МВФ) та на власному досвіді України, що при наближені до рівня 30-40% відносно ВВП була вже двічі неспроможна виконувати свої боргові зобов'язання. Дефіцит бюджету в такому випадку є слабко керованим, свідченням є реструктуризації зовнішньої і внутрішньої заборгованості, які стали проявом неспроможності держави виконувати власні зобов’язання. З метою гарантування стабільної ситуації та економічного зростання в країні, забезпечуючи платоспроможність держави, потрібно, щоб розмір державного боргу України не перевищував 40% ВВП.

Критичні обсяги платежів за зовнішніми зобов’язаннями посилюють залежність держави від міжнародних донорів. Загалом у найближчі 5 років Україна має виплатити більше 40 млрд дол. США за зовнішніми боргами. Згідно графіку виплат у 2022 р. на погашення та обслуговування зовнішнього державного та гарантованого державою боргу необхідно понад 6,5 млрд дол.

США. Пікові боргові виплати зовнішнім кредиторам впродовж 2023-2025 рр. складуть від 8,5 млрд дол. США до 10 млрд дол. США щорічно. А враховуючи значні обсяги розміщень ОВДП у 2022 році, серед яких переважали короткострокові папери, загальні фінансові потреби державного бюджету у 2023 році становитимуть 9,1% ВВП порівняно з 8,3% ВВП у 2022 році.

На рис. 2.3 відображено структуру державного боргу (внутрішніх та зовнішніх позик, запозичень у вигляді цінних паперів) в Україні на 2022 рік, у структурі якого переважає заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому та зовнішньому ринках, яка в сукупності становить 75% від боргу, тоді як позики від міжнародних фінансових організацій складають 18%.

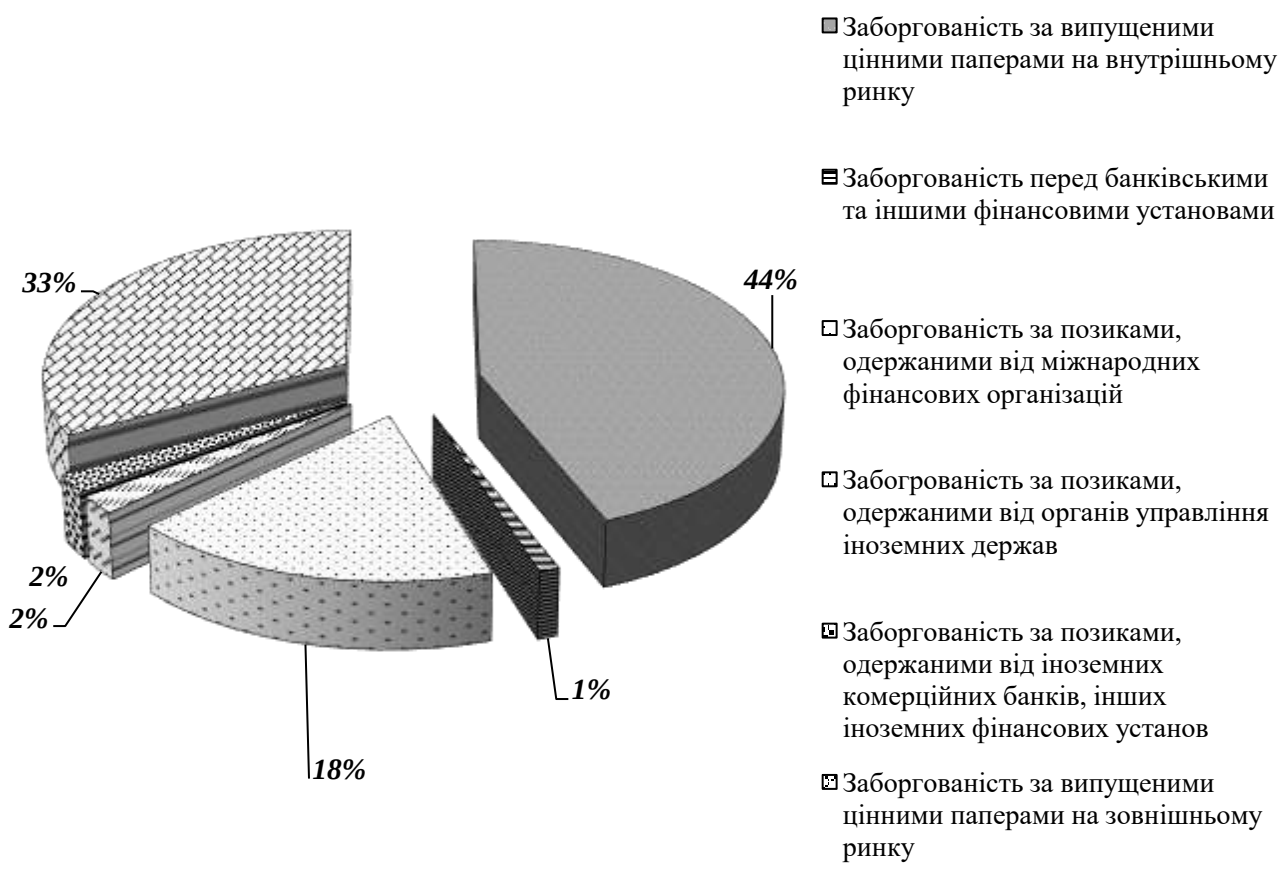


Рис. 2.3. Структура державного боргу до загального державного та гарантованого боргу в Україні станом на 2022 р., %

Джерело: розраховано автором на основі [13;23].

Облігації зовнішньої державної позики в Україні є однією з основних форм запозичень. Станом на 2022 рік у структурі державного боргу вони становлять 600,61 млрд грн або 28,57% усіх позик (ОЗДП 2018 року займали 15,52%). Такі тенденції свідчать про потребу в перегляді механізмів управління запозиченнями.

У структурі державного боргу України внутрішні державні запозичення займають значну частку, обсяги їх постійно зростають, але їх ефективність, на жаль, не є суттєвою.

Як ми вже зазначали раніше, ринок внутрішніх державних запозичень України включає боргові цінні папери, які емітуються органами державної влади за узгодженням з НБУ. Наразі в Україні вони представлені такими видами, як: ОВДП, казначейські зобов'язання та облігації місцевих позик.

Облігації внутрішньої державної позики випускаються на первинному фондовому ринку. Операції на вторинному ринку ОВДП включають у себе: рефінансування банків НБУ (угоди РЕПО); надані кредити суб'єктам господарювання, що також можуть включати угоди РЕПО; купівля та продаж суб'єктами господарювання на торгах організаторів купівлі ОВДП; купівля/продаж суб'єктами господарювання ОВДП без посередників-організаторів торгівлі [18-19; 22].

Внутрішній ринок запозичень України залежить від впливу макроекономічних чинників: внутрішнього попиту, інвестиційного попиту, зростання міжнародних резервів, які, у свою чергу, характеризують ризик платоспроможності України, стабільність валютного ринку, монетарну політику НБУ. Починаючи з 2020 року НБУ здійснює жорстку монетарну політику, підвищуючи облікову ставку, з метою сповільнення інфляції, стимулювання заощаджень. Це позитивно позначилося на дохідності первинних розміщень облігацій за національною валютою за всіма строками обігу та зростанні процентної ставки за запозиченнями на внутрішньому ринку.

Спектр облігацій зріс у 2021 році, забезпечуючи ліквідність внутрішнього ринку та потреби різних груп інвесторів.

Державні цінні папери в Україні представлені ОВДП за різним терміном обігу та дохідності, що становлять переважну частину державного внутрішнього боргу. У 2021-2022 роках в Україні спостерігається тенденція до зростання дохідності ОВДП. Цьому сприяли такі чинники, як: потреба Уряду у фінансуванні внутрішнього боргу, структурний дефіцит ліквідності банківської системи. Це спричиняє, насамперед, збільшення вартості обслуговування внутрішнього боргу. У 2018-2020 роках відбувся активний випуск державних цінних паперів, що зумовило наближення їх обсягу до обсягу депозитів банків України [37].

На рис. 2.4 відображено динаміку обсягів випуску ОВДП у 2018-2022 роках та середньозважену дохідність цінних паперів.

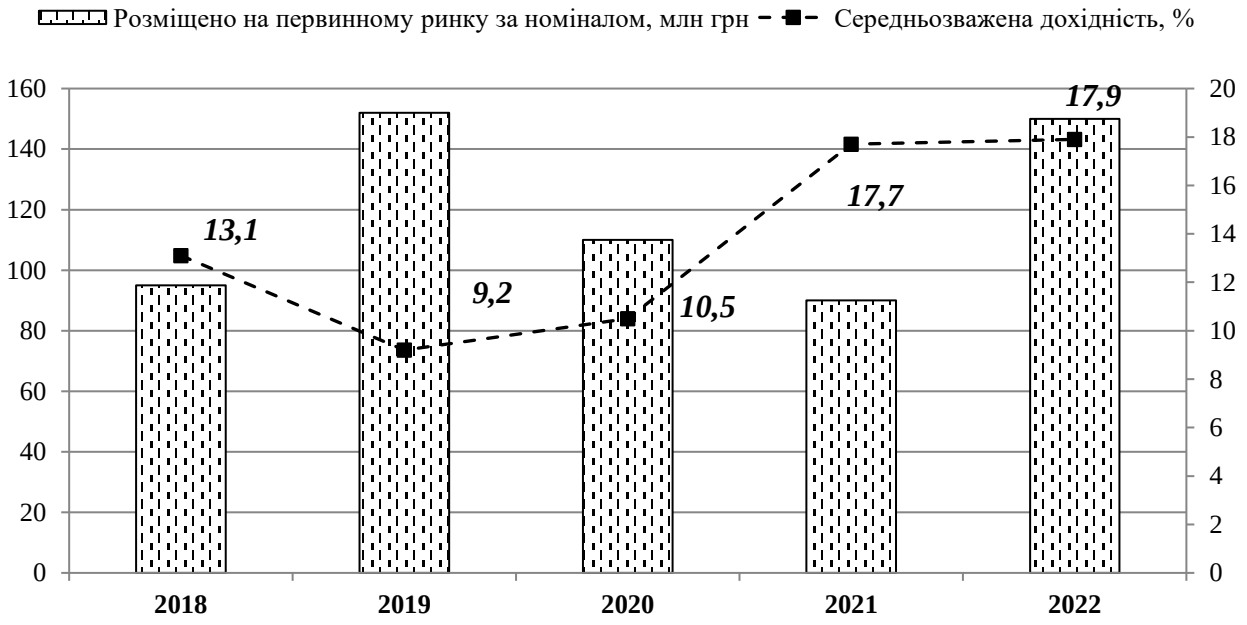


Рис. 2.4. Динаміка розміщення на первинному ринку ОВДП в Україні та їх середньозваженої дохідності у 2018-2022 роках, млн грн та %

Джерело: побудовано на основі даних Національного Банку України.

Динаміка розміщення ОВДП вказує на циклічність, а це означає залежність внутрішнього ринку запозичень від ситуації на міжнародних ринках. Загалом можна простежити скорочення попиту на ОВДП після зниження їх дохідності, а тому регулювання дохідності буде відповідно зумовлювати скорочення чи зростання внутрішнього боргу. При цьому дохідність ОВДП залежить від

монетарної політики: збільшення облікової ставки забезпечує ріст привабливості облігацій для інвесторів, що відбулося у 2021-2022 роках, коли ставка зросла до 18%. За умов відсутності інституту захисту прав інвесторів та ефективного регулювання на законодавчому рівні, зростання дохідності є ключовим фактором росту випуску ОВДП.

Високий рівень дохідності державних облігацій разом із пільговим оподаткуванням створює дисбаланс на фінансовому ринку. Державні облігації за рахунок привабливого профілю дохідності та ризику витісняють з нього інші фінансові інструменти. Ризик за ними є відносно низьким, а дохідність тривалий період була вищою, ніж за банківськими депозитами. Дохідність корпоративних облігацій дещо вища, ніж державних, проте премія є недостатньою, щоб компенсувати значно вищі ризики. В результаті виникає ефект заміщення корпоративних облігацій державними. Кошти інвесторів йдуть не в реальний сектор, а на фінансування дефіциту бюджету. Ситуацію погіршує те, що інвестори в державні облігації звільнені від сплати податку на доходи фізичних осіб. Хоча така практика стимулювання інвестицій є досить поширеною, проте застосовується зазвичай за умов, коли низькоризикові державні цінні папери пропонують і дохідність нижчу, ніж інші фінансові інструменти.

Ефект заміщення в поєднанні з пільговим оподаткуванням чинять комплексний вплив на фінансовий ринок. Вони не тільки сприяють перерозподілу інвестиційних потоків від корпоративних фінансових інструментів на користь держави, але й стримують розвиток інфраструктури. Враховуючи те, що пільгове оподаткування поширюється лише на фізичних осіб, державні цінні папери в портфелях інституційних інвесторів стають менш привабливими. Це призводить до зменшення притоку активів в інвестиційні та пенсійні фонди. Для пом’якшення ефекту заміщення доцільно не використовувати пільгове оподаткування державних облігацій в періоди високих відсоткових ставок за ними.

Як ми можемо бачити на табл. 2.1 у 2022 році стрімко зростали відсоткові ставки за внутрішніми державними позиками, що негативно впливало на перспективи утримання боргової стійкості держави. Високий рівень відсоткових ставок за ОВДП відображав як наслідки жорсткої монетарної політики НБУ, так і високий попит держави на вільні позичкові кошти.

Таблиця 2.1

Динаміка відсоткових ставок по державним цінним паперам в залежності від терміну обігу за 2018-2022 рр*.

Показник	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
Короткострокові (до 1 року)	17.00	16.64	15.23	17.92	18.85
Середньострокові (1-5 років)	16.66	17.29	15.00	16.02	16.75
Довгострокові (понад 5 років)	0.00	6.50	0.00	0.00	15.65

**Джерело: складено авторам за даними Міністерства фінансів України.*

Середньозважена дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку підвищилася з 16,1% річних у 2021 р. до 18,0% , у 2022 р. до 19 %.

Загалом можна говорити про те, що випуск ОВДП здійснюється в основному для покриття дефіциту державного бюджету України, відтак до 2018 р. 100% випущених ОВДП були спрямовані до державного бюджету. З 2019 року частка коштів, отриманих від розміщення ОВДП, які спрямовувалися на фінансування дефіциту, скоротилася. Крім того, зважаючи на пік обсягу випуску облігацій у 2018 році, подальший обсяг скоротився через скорочення їх дохідності. Проте, з 2019 року, зважаючи на збільшення прибутковості та стимулювання попиту Міністерством фінансів, обсяги випуску поступово відновлюються. Завдяки росту дохідності та репрофайлінгу ОВДП цей інструмент забезпечує скорочення ризику рефінансування державного боргу та виступатиме в подальшому основним інструментом фінансування дефіциту місцевих бюджетів, адже співвідношення внутрішніх та зовнішніх позик буде збільшуватися на користь перших.

Розміщення облігацій внутрішньої державної позики до 2018 р. було зумовлено потребою в покритті дефіциту бюджету. Незначна їх частка була направлена на реструктуризацію заборгованості Кабінету Міністрів України перед Національним Банком України шляхом емісії та передачі НБУ ОВДП. Завдяки цьому вдалося погасити прострочену заборгованість з податку на додану вартість та збільшити формування статутного капіталу банків. Результат таких дій вказує на неефективну політику державних запозичень. У 2018-2020 роках спостерігається скорочення обсягів випуску ОВДП для фінансування бюджету, але все ж таки прослідковується неефективність цього інструменту, так як кошти були спрямовані на збільшення формування статутного капіталу банків, замість того щоб спрямувати їх у ті галузі економіки, які сприяли б економічному зростанню в Україні.

Розміщення ОВДП здійснюється, виходячи з поточних потреб фінансування Державного бюджету України. Дана транзакція здійснюється на аукціонах, які проводить Національний банк за ініціативою Міністерства фінансів.

2.2. Оцінка перспектив та ефективності ринку державних внутрішніх запозичень

Важливим аспектом управління розвитком державних запозичень є прогнозування та передбачення можливих ситуацій розвитку, враховуючи сторонні впливи як внутрішнього, так і зовнішнього середовища. Саме тому розробка прогнозів є важливою передумовою стабільного розвитку та попередження небезпечних ситуацій. Оскільки ринок внутрішніх державних запозичень України суттєво залежить від фіскальної, монетарної політики та світової кон’юнктури фінансових і товарних ринків, то доцільно визначити перспективи розвитку ринку на основі сценарного моделювання, визначивши оптимістичний, песимістичний та реальний сценарії розвитку. У 2017-2019 роках ефективність управління державними запозиченнями в Україні суттєво

зросла, спостерігається помірний рівень ризиків (валютного, рефінансування, кредитного). Важливим завданням є моніторинг, попередження ризиків. У Стратегії управління державним боргом на 2023–2025 роки передбачено реалізацію заходів з попередження ризиків, зокрема: побудова кривої ОЗДП в євро, збільшення обсягів випуску ОВДП в гривні, а саме – за рахунок збільшення участі міжнародних інвесторів на внутрішньому ринку України, продовження розміщення ОЗДП в доларах США [16]. За сприятливих ринкових умов МФУ продовжуватиме викуп державних цінних паперів з метою вирівнювання графіку платежів за державним боргом та зменшення навантаження на бюджет. Це позитивно вплине на розвиток внутрішнього ринку запозичень, сприяючи залученню інвесторів та покращенню рейтингу України, як позичальника.

Наразі інструменти ринку внутрішніх державних запозичень, а саме боргових цінних паперів характеризуються достатньо високою ризикованістю, низькім рівнем дохідності та ліквідності, тому, у свою чергу, є низькоефективними. Окрім цього, одним із значних недоліків цього ринку є відсутність і низький рівень розвитку інституціонального середовища та інфраструктури в Україні. Такі тенденції в подальшому не сприятимуть зростанню обсягів залучення фінансових ресурсів для фінансування дефіциту бюджету України. Це на сьогодні головні негативні фактори розвитку внутрішнього ринку запозичень. Ринок внутрішніх державних запозичень в Україні на найближчі три роки буде залежати від фіскальної політики, монетарної політики, макроекономічної стабільності на міжнародних ринках, кон’юнктури світових товарних ринків та зовнішніх шоків. Вагомим негативним фактором впливу є суттєва частка зовнішнього боргу, що вказує на вразливість до зовнішніх шоків, та можливе зростання зовнішніх запозичень через коливання валютних курсів. Відповідно до Звіту НБУ 2022 року, стратегічними цілями є: низька, стабільна інфляція, стабілізація валютного ринку, зростання ефективності банківської системи, відновлення банківського кредитування, регулювання банківського сектору та розвиток небанківських

фінансових послуг, розвиток інфраструктури ринку капіталів, формування довірчих відносин з інвесторами. Відповідно планам НБУ, за умови реалізації заходів, в межах зазначених цілей можна очікувати оптимістичний сценарій розвитку ринку внутрішніх запозичень України.

На сьогодні на оптимістичний сценарій розвитку ринку внутрішніх запозичень вказують такі фактори, як:

- відновлення макроекономічної стабільності, зокрема: у 2022 році відбулося зростання реального ВВП на 4,6%; за 2021 рік інфляція знизилася до одно знакового рівня, а міжнародні резерви зростають. У 2021 році відбувся перехід до валютної лібералізації відповідно моделі вільного руху капіталу за європейськими стандартами, НБУ продовжує політику інфляційного таргетування з ціллю інфляції 5%, що забезпечуватиме зріст довгострокових заощаджень та інвестицій в економіку. Відповідно, це позитивно вплине на розміщення та обіг ОВДП в національній валюті. Політика НБУ забезпечуватиме стабільне макроекономічне зростання, а тому позитивно вплине на розвиток внутрішнього ринку запозичень. Відбуватиметься зростання привабливості цінних паперів для іноземних інвесторів;
- сприятлива ситуація на валютному ринку, зростання дохідності ОВДП, збільшення термінів обігу ОВДП, збільшення частки запозичень у формі цінних паперів (зокрема ОВДП), скорочення обсягів державного боргу від міжнародних фінансових організацій, зростання частки державного боргу за фіксованою ставкою, поліпшення та стабільність політики управління цінними паперами;
- розвиток фінансових інститутів, захист прав інвесторів, відповідно Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2025 року, в межах якої завершено 29 % проєктів, 41% – планово мають завершитися до кінця 2019 року, 15% – виконано регуляторами. У 2018 році було розроблено ряд законопроєктів для розвитку ринку капіталів та фінансового ринку, банківському та небанківському секторі;

- отримання траншу від МВФ, що забезпечило скорочення макроекономічних ризиків, а відповідно ризики, які були пов’язані з піковими навантаженнями на бюджет у 2021-2022 роках, суттєво скоротилися;
- стримана фіскальна політика, що сповільнила темпи споживчого попиту. Це відбудеться за рахунок запровадження середньострокового бюджетного планування та розроблення нової Бюджетної декларації з 2022 року, в якій знаходитимуться граничний показник державного боргу та дефіциту бюджету, а також граничні показники видатків в розрізі головних розпорядників бюджетних коштів на наступні три роки, що значно підвищить передбачуваність бюджетної політики України.

Загалом на сьогодні експерти передбачають, що обсяг випуску ОВДП, номінованих як у національній, так і в іноземній валюті, зростатиме, що зумовлено, насамперед, зменшенням відсоткових ставок за депозитами, а тому інвесторам вигідніше вкладати кошти в державні облігації. За базовим сценарієм розвитку ринку внутрішніх запозичень, коли в Україні продовжуватиметься стабільне економічне зростання, розвиток фінансової системи, інститутів спільного інвестування та впровадження законодавства для розвитку ринку капіталів, ринок внутрішніх запозичень буде зростати з формуванням бази постійних інвесторів. Отже, Україна матиме здатність відповідати за фінансовими зобов’язаннями та забезпечувати привабливість ОВДП. За умови збереження повільного світового росту економіки базовий сценарій є найбільш реалістичним. МФУ та НБУ, як основні суб’єкти регулювання ринку державних запозичень, повинні забезпечити відповідно рекомендаціям МВФ скорочення інфляції, зафіксувати інфляційні очікування, сповільнити темпи росту заборгованості, розвиваючи при цьому інфраструктуру ринку державних запозичень в контексті розширення бази інституційних інвесторів та цифрових трансформацій [10]. Важливими пріоритетами є підвищення рівня інклюзивності, зростання рівня стійкості до зовнішніх шоків та усунення обмежень, які стримують розвиток виробництва.

В Україні НБУ визначено потребу в подальшому розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів через розширення спектру інструментів, залучення іноземних інвесторів, покращення прогнозованості управління державними запозиченнями. В межах Стратегії НБУ відбуватиметься формування фінансової екосистеми, забезпечення цінової та фінансової стабільності, буде впроваджено режим вільного руху капіталу. Ці фактори можуть позитивно вплинути на оптимістичний сценарій розвитку ринку державних запозичень [17]. Негативним чинником розвитку ринку державних запозичень буде політична нестабільність, яка зумовлена зміною влади у 2019 році. Відтак, вона може суттєво вплинути на усі дії МФУ та НБУ щодо розвитку фінансового сектору, вдосконалення законодавства та формування ефективної політики управління ринком. Це може зумовити реалізацію песимістичного сценарію розвитку.

Отже, загалом можемо зробити висновок, що базовий сценарій розвитку ринку державних внутрішніх запозичень буде реалізований в Україні найближчі три роки. Цьому сприятиме ряд факторів внутрішнього середовища та міжнародного середовища. Політична нестабільність як в Україні, так і за кордоном визначатиме реалізацію дій уряду та центрального банку. За умови реалізації заходів в межах Стратегій розвитку НБУ, в Україні буде реалізовано базовий сценарій розвитку, що передбачає розвиток ринку за умов повільного зростання світової економіки, зовнішніх шоків. Якщо уряд та НБУ зможуть досягти мінімізації впливу світової кон’юнктури ринків на економіку України, то буде реалізовано оптимістичний сценарій. За умов суттєвого впливу зовнішніх шоків на монетарну та фіскальну політику в Україні ринок запозичень буде розвиватися за песимістичним сценарієм.

Додатковим фактором розвитку ринку державних внутрішніх запозичень стане випуск нових інструментів, зокрема – інфляційних облігацій.

Визначені сценарії розвитку державних внутрішніх запозичень України дають змогу передбачити фактори впливу на дохідність ОВДП України на

найближчі 3 роки. Основні фактори, що впливатимуть на реальну дохідність інфляційних облігацій:

1. Короткострокові процентні ставки – у міру того, як грошова політика стає все більш жорсткою, інфляція, як правило, знижується і, таким чином, реальна дохідність зросте. Тож, жорстка політика НБУ сприятиме поширенню інфляційних ОВДП.

2. Демографічні показники – зростання безробіття призводить до зменшення пропозиції коштів, відповідно заощаджень населення, що зумовлює скорочення дохідності облігацій. Зважаючи на прогнози, рівень безробіття у 2020 році скоротиться до 8,1%, а це сприятиме зростанню заощаджень та рівня дохідності облігацій.

3. Фіскальна політика – фіскальна політика експансії підвищує реальну дохідність, тоді як жорстка фіскальна політика призводить до зниження реальних доходів. За визначеними сценаріями розвитку ринку, де найбільш реалістичним є базовий, стимулювання виробництва, сталі доходи бюджету від приватизації забезпечать дохідність ОВДП.

4. Чиста пропозиція інфляційних облігацій – оскільки попит на лінкери відповідає їх пропозиції, зростання цін призводить до зниження реальної дохідності. Зважаючи на скорочення темпів інфляції до 5,6% у 2024 році за прогнозами МФУ, реальна дохідність ОВДП буде зростати.

Таким чином, впровадження індексованих ОВДП дасть змогу за рахунок індексації покрити витрати на обслуговування, що зробить державні облігації більш привабливими на внутрішньому та зовнішньому ринку. У табл. 2.2 відображено переваги та недоліки впровадження інфляційних облігацій для України.

Отже, на основі міжнародної практики випуску та обрахунку дохідності, номінальної вартості облігацій доведено, що впровадження інфляційних ОВДП в Україні терміном 3, 5 та 7 років у найближчі 3 роки на основі визначених сценаріїв макроекономічного зростання дасть змогу застрахувати інвесторів від можливих макроекономічних ризиків, які впливають на дохідність державних

облігацій України. Зокрема, у разі макроекономічної нестабільності (ВВП менше 3,0%, та інфляції вище прогнозованого 5% рівня) інвестори матимуть змогу диверсифікувати інвестиційний портфель, чого зараз не можуть зробити через недоступність інфляційних ОВДП.

Таблиця 2.2

Переваги та недоліки інфляційних облігацій для України

Переваги	**Недоліки**
Інструмент періодичної торгівлі на ринку	Менш важливий та розвинений інструмент фінансування державного бюджету
Скорочення інфляційних ризиків	Є додатковим інструментом інвестиційного портфелю, в якому переважають номінальні ОВДП
Відсутність реального процентного ризику	Менш ліквідні, порівняно з номінальними ОВДП
Забезпечують стабільність доходу	В умовах, коли частка інфляційних облігацій переважатиме, інфляція в контексті стабілізації економіки може бути неефективна
Можливість диверсифікувати інвестиційний портфель та портфель державних запозичень	Перенесення інфляційного ризику з інвесторів на платників податків
Забезпечують стабільність державного боргу у часі	Неможлива стовідсоткова індексація інфляції через прив'язку до інфляції з часовим лагом (3 місяці)
Забезпечує скорочення інфляційних очікувань зі сторони споживачів	Індекс цін відрізняється для різних домогосподарств
Розширення бази інвесторів з можливістю залучити фізичних осіб	Політичний ризик через можливість маніпулювання індексом цін на державному рівні, або зміною методології його розрахунку
Низька кореляція з традиційними цінними паперами	
За той же період часу характеризуються таким же рівнем дохідності, як і номінальні облігації з нижчою волатильністю	

Джерело: побудовано на основі [21].

Загалом в найближчі три-п'ять років політика управління державними запозиченнями набуде послідовного та системного характеру з усуненням проблем управління попередніх урядів, відбудеться формування довіри до фінансового сектору та державних цінних паперів, розвиток бази інституційних інвесторів. І хоча рівень цифрової трансформації буде повільним, все ж державні цінні папери будуть користуватися сталим рівнем попиту завдяки зростанню рівня прозорості дій регуляторів та регуляторним діям.

2.3. Особливості зарубіжних ринків внутрішніх державних запозичень

Особливості функціонування ринку державних запозичень в США

Внутрішні запозичення в розвинених країнах Європи і світу займають одне з ключових місць у вирішенні проблем дефіциту бюджету та певною мірою у проєктному фінансуванні відповідних галузей, секторів, напрямів економіки держави й проблем окремих населених пунктів, підприємств державного і місцевого значення зокрема. Одним з флагманів у цьому процесі виступають Сполучені Штати Америки, де система внутрішніх державних запозичень набула особливого значення на ринку цінних паперів, що відображається в ефективній системі функціонування казначейських та муніципальних боргових цінних паперів США.

Ринку державних цінних паперів США притаманні такі риси, як: високий рівень ліквідності, низький кредитний ризик, пільговий режим оподатковування.

Державні запозичення зазвичай у порівнянні з корпоративними цінними паперами мають більш високий рейтинг. Низький кредитний ризик державних цінних паперів означає, що є мінімальна ймовірність того, що кредитору не повернуть суму, яка була ним вкладена в державні цінні папери, так як вони забезпечуються державою в особі уряду. У багатьох країнах процентний дохід по державних запозиченнях має пільгове оподаткування або ж взагалі не оподатковується. Так у США державні цінні папери не оподатковуються. Отже, враховуючи вище зазначене, операції з державними цінними паперами США є безпечними для інвесторів, у порівнянні з корпоративними. Однак, питання пошуку шляхів покращення ефективності функціонування ринку державних цінних паперів залишається актуальним.

Історія становлення і розвитку державного боргу США починається 18 вересня 1789 з моменту випуску перших облігацій Казначейства США О. Гамільтоном, першим міністром фінансів Америки [25]. Оскільки Америка вела

Війну за незалежність, їй необхідні були додаткові грошові кошти для фінансування військових дій. На ці цілі гроші були отримані за зовнішніми кредитами, але для погашення кредитів грошей не було, тому й довелося вдатися до випуску облігацій. Отже, внутрішні державні запозичення у США мають давню історію, проте, для того, щоб усвідомити значення внутрішніх державних облігацій, доцільно навести той факт, що Друга світова коштувала США, за приблизними розрахунками, понад $300 млрд, що за нинішніми цінами перевищує $4 трлн. Упродовж війни американці купили облігацій на загальну суму $185 млрд. Це стало відчутним внеском нації в підтримку своїх збройних сил [14-15] і засвідчує довіру населення США до державних гарантій внутрішніх запозичень. Відтоді уряд США суттєво оптимізував та вдосконалив випуск державних цінних паперів, а ринок державних запозичень став одним з найрозвиненіших у світі.

З метою оцінки рівня державного боргу, причин виникнення та зростання державного боргу США проаналізуємо динаміку ключових показників ринку державних запозичень США. Розглянемо спочтаку динаміку дефіциту бюджету США 2018-2022 рр. (рис. 2.5) та частку державного боргу у ВВП (рис. 2.6).

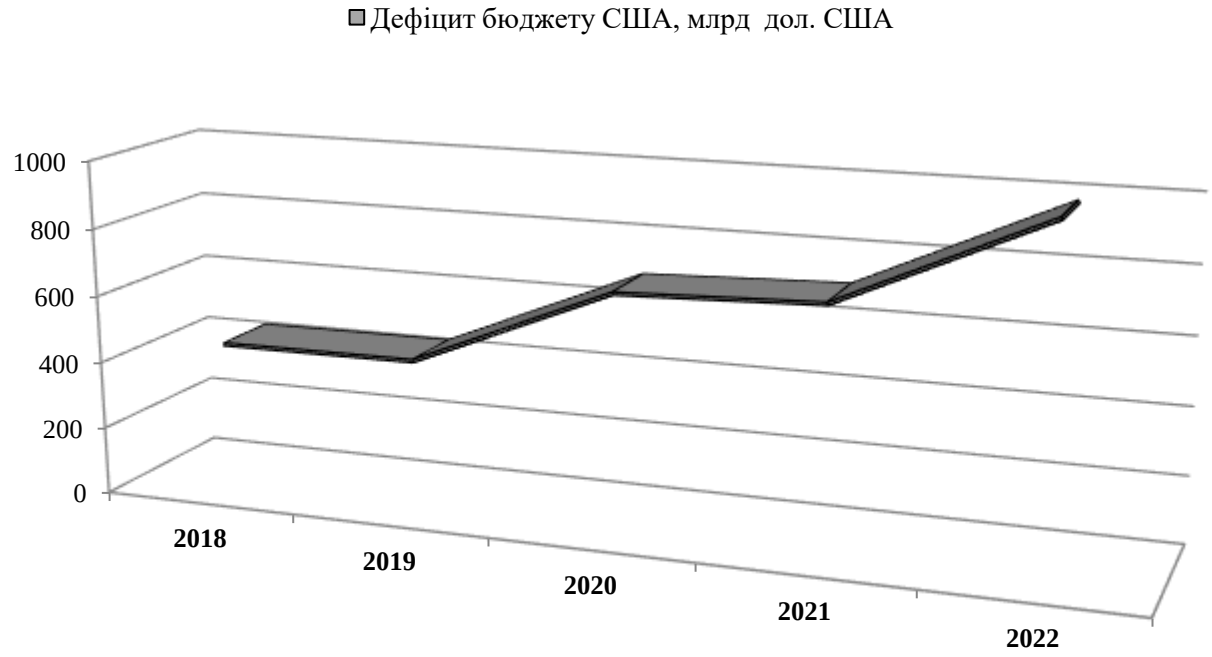


Рис. 2. 5. Дефіцит бюджету США у 2018-2022 рр.
Джерело: дані офіційного сайту Уряду США.

На рис. 2.5 видно, що державний дефіцит буджету США в кінці 2000-х років зріс з 161 мільярдів доларів. Під час відновлення після Великої рецесії державний дефіцит зменшився до 442 мільярдів доларів у 2018 році, а потім почав збільшуватися. У 2022 році дефіцит бюджету США становив 984 мільярди доларів.

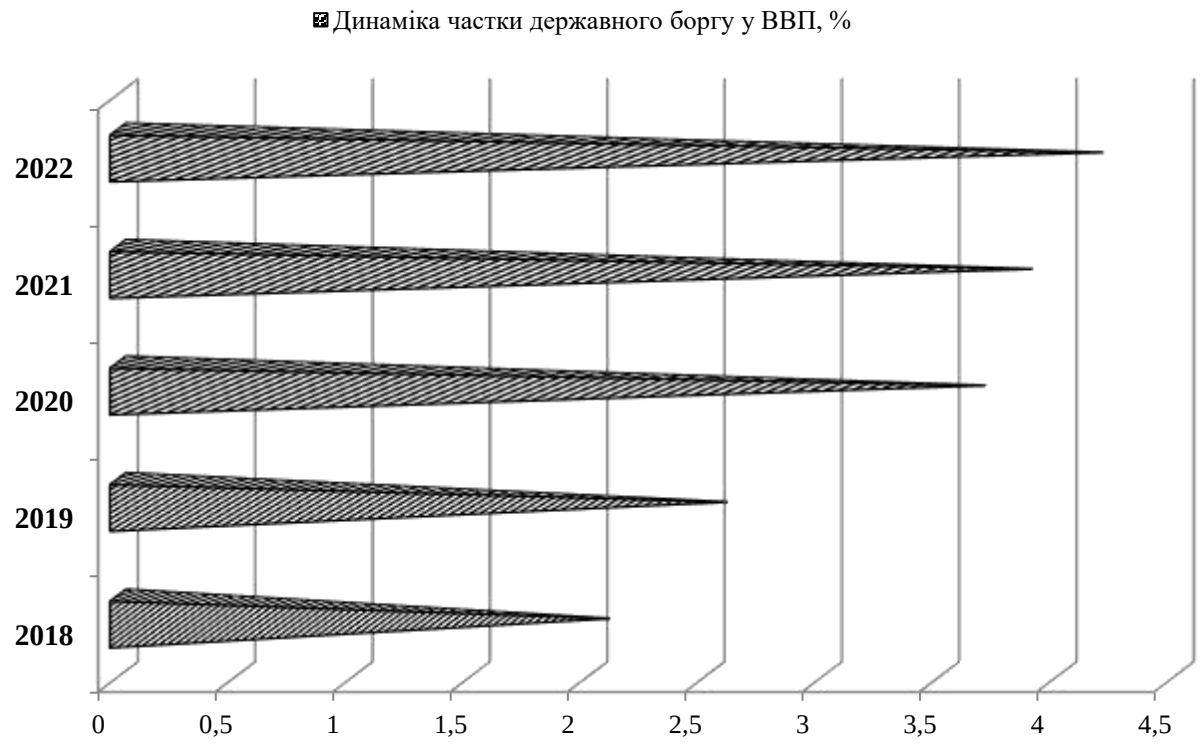


Рис. 2.6. Динаміка частки державного боргу у ВВП протягом 2018-2022 рр.
Джерело: дані офіційного сайту Уряду США.

Як ми бачимо з рис. 2.6 дефіцит бюджету зменшився продовж 2018-2022 рр. Дефіцит бюджету США почав зменшуватися, досягнувши до 2,4 відсотка ВВП у 2018 році, але знову збільшився у 2019 році. У 2022 році дефіцит бюджету США становив 4,2 відсотка ВВП.

Зростання державного боргу США швидкими темпами призвело до того, що сьогодні країна вважається одним із лідерів за державнимих запозиченнями, що зумовлено не лише кризовими процесами на світовому рівні. Насамперед, зростання ринку державних запозичень зумовлено зростанням дефіциту бюджету, що зумовлено значними мілітаристськими витратами, скороченням податкових надходжень до бюджету, зростаючими виплатами соціального

спрямування, зниженням федеральних доходів бюджету, збільшенням допомоги по безробіттю, збільшенням витрат на розроблені пакети економічних стимулів. Таким чином, незважаючи на те, що економіка США є однією з найбільш потужних у світі, потреби в дофінансуванні дефіциту бюджету, що зумовлені зазначеними причинами, викликають зростання співвідношення державного боргу до ВВП країни. У той же час зростання державного боргу в Україні на 633,64% є наслідком відсутності середньострокового та довгострокового планування витрат бюджету, непродуманість фіскальної політики, непостійність та безсистемність політики уряду щодо управління державними запозиченнями.

Якщо звернутися до сучасної структури державного боргу США, слід виділити два основних види:

1. Борг, утворений від продажу боргових паперів казначейства США на фінансовому ринку. Це казначейські облігації (*treasury securities*) і казначейські векселі (*treasurybills*). Подібний борг називають «ринковий борг».

2. Боргові зобов'язання перед різними позабюджетними соціальними фондами і бюджетними організаціями (*US Government Accounts*). Дані зобов'язання виникають, коли уряд перераховує гроші із соціальних фондів у федеральний бюджет, беручи в борг у самого себе. Ці боргові зобов'язання, на відміну від казначейських паперів, не обертаються на ринку, оскільки є зобов'язаннями всередині державного сектора, і мають назву «неринкові борги». Вважається, що основним держателем казначейських паперів виступає Федеральна резервна система (ФРС) США, проте роль ФРС в забезпеченні державних позик зводиться не до прямої купівлі казначейських паперів, а до створення умов для такої купівлі іншими суб'єктами американської економіки.

Відзначимо, що для вирішення проблеми будівництва недорогого муніципального житла в США активно використовуються житлові облігації, емітентом яких є уряд штату або ж підрозділ уряду штату, що відповідає за житлове будівництво. Кошти, отримані в результаті емісії, видаються у формі позики забудовникові. Надалі погашення здійснюється за рахунок орендної

плати, що стягується з мешканців. У разі, коли частка житла залишається нерозподіленим, забудовник має право реалізувати його на відкритому ринку і виплатити борг муніципалітету (або штату). Зазвичай така схема застосовується щодо будівництва житла для сімей з низькими та середніми доходами, які вперше купують собі власне житло [39]. У результаті попит на облігації місцевих органів влади став порівняно вузьким і чутливим (рис. 2.7) [38-39].

На фондовому ринку США дохід за місцевими облігаціями завжди вищий, ніж дохід по державних облігаціях. Це цілком зрозуміло, адже за своєю природою місцеві облігації вважаються більш ризикованими, ніж державні. Для того, щоб місцеві облігації були інвестиційно привабливими, необхідно, щоб дохід по них був вищим, ніж дохід по державних облігаціях [2-3].



Рис. 2.7. Структура інвесторів в облігації місцевих органів влади США
Джерело: [25].

Таким чином, особливості функціонування ринку внутрішніх запозичень в США полягають у сегментації даного ринку в рамках двох основних компонентів – казначейські федеральні запозичення і муніципальні запозичення органів місцевого самоврядування. Характерними особливостями

казначейських федеральних запозичень є їх мета – запозичення з метою покриття бюджетних потреб, водночас вони характеризуються великою фінансовою ємністю та значною надійністю для позичальника в рамках ефективних програм державних гарантій.

Досвід державних внутрішніх запозичень у Китайській Народній Республіці

Фінансовий сектор держави забезпечується бюджетуванням видатків, що залежні від надходжень й одним з вагомих джерел таких надходжень є внутрішні державні запозичення, які в різних країнах організовані з певними відмінностями. У цьому контексті вивчення досвіду зарубіжних країн аналіз їх ефективної практики є важливим прикладом для запозичень таких фінансових інструментів.

Китайська Народна Республіка – одна з небагатьох країн світу, де облігації торгуються на біржі нарівні з акціями. Так як Китай розвивається стрімкими темпами, його ринок облігацій являє собою цікавий та актуальний об'єкт дослідження. Вивчення китайської ринку облігацій, у тому числі його історії, структури, механізму, інструментів, інвесторів та інших особливостей дуже важливо для подальших досліджень.

У 2022 року виповнилося сорок років з початку проведення «політики реформ і відкритості» в Китаї, яка заклала фундамент економічного дива, завдяки якому країна знаходиться на шляху перетворення до 2030 року в найбільшу економіку світу, якщо не відбудеться значних потрясінь. Відображенням цього швидкого економічного розвитку стали зростаючі розміри фінансової системи, яка зараз включає найбільші банки світу і другий за величиною фондовий ринок світу.

Зі вступом Китаю в СОТ економіка КНР стрімко розвивається, а разом з нею активно розвиваються фінансові інструменти, у тому числі облігації, які стали невід'ємною частиною соціального та економічного життя в сучасному китайському суспільстві. Державні облігації в Китаї користуються великою популярністю через фіксований розмір купона, з постійним гарантованим прибутком. Домогосподарства в Китаї не схильні до ризику, тому вони

віддають перевагу банківським вкладам, золоту або надійним фінансовим інструментам, зокрема – державні облігації.

Державний борг Китаю досяг 1114,6 млрд доларів США у 2022 році в порівнянні з 997,9 млрд доларів США в попередньому році 2021 р.). Ці дані досягли рекордно високого рівня в 2262,6 млрд доларів США у 2022 році і низького рівня в 684,6 млрд доларів США у 2018 році (рис. 2. 8).

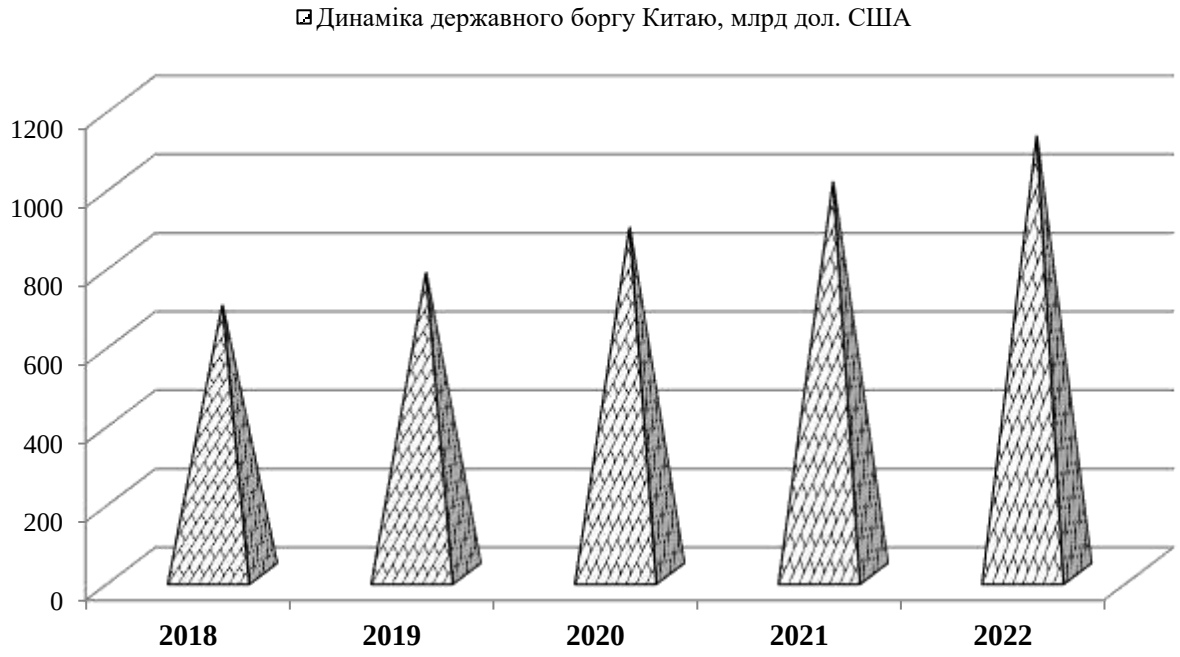


Рис. 2.8. Динаміка державного боргу Китаю за 2018-2022 рр.
Джерело: побудовано на основі даних Світового банку.

Державний борг Китаю у 2022 року складав 16,6 % номінального ВВП країни в порівнянні з 16,4 % в попередньому році. Номінальний ВВП країни досяг 3 481,4 млрд доларів у 2022 року (рис. 2.9).

У міру того, як Китай все більше спирається на пряме фінансування, а його ринок облігацій набуває глобального характеру, важливо буде зрозуміти особливості цього ринку і загальні пріоритети реформ в країні. Державний сектор займає домінуюче положення на ринку облігацій, на нього припадає понад 60 відсотків усього цього ринку, включаючи суверенні облігації, облігації «політичних» банків і швидко зростаючий ринок облігацій місцевих органів управління.

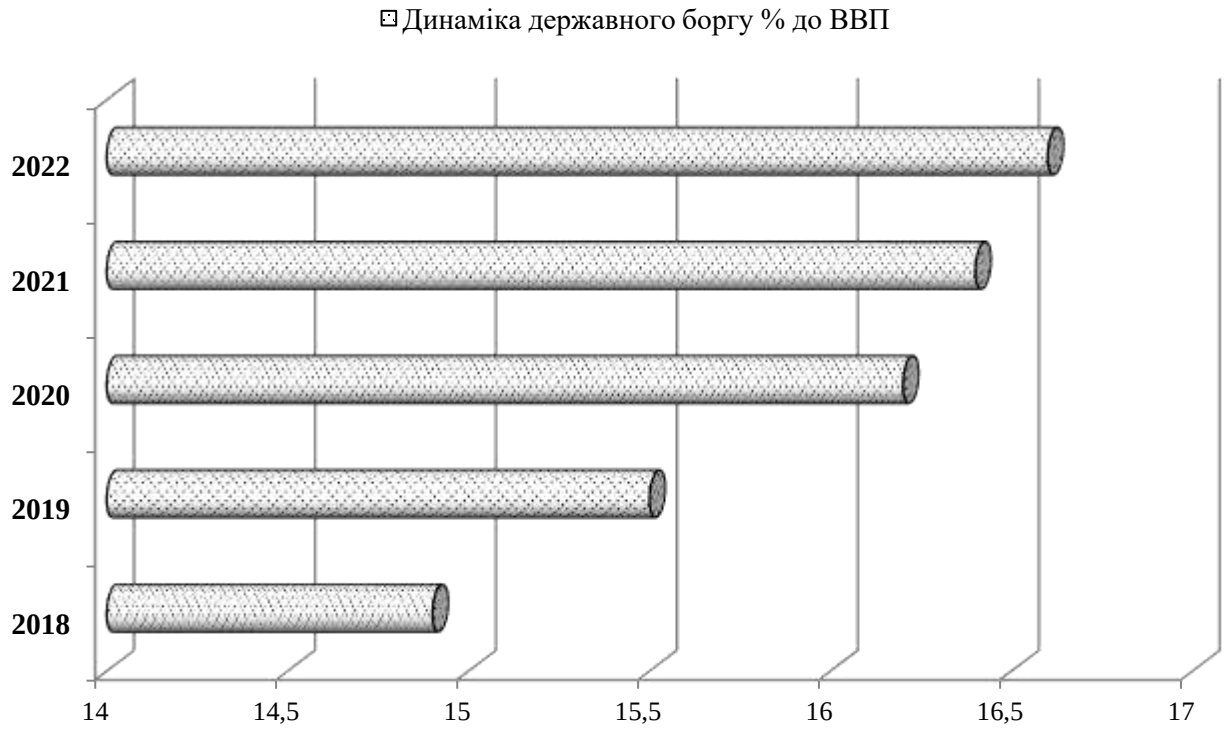


Рис. 2.9. Динаміка державного боргу % до ВВП за 2018-2022 рр.
Джерело: побудовано на основі даних Eurostat

Добре функціонуючий ринок державних казначейських інструментів є наріжним каменем для розвитку будь-якого ринку капіталу, а суверенні облігації використовуються в якості безризикового еталону для інших цінних паперів з фіксованим доходом. На державні облігації Китаю припадає приблизно 20 відсотків внутрішнього ринку облігацій і вони мають термін погашення від 3 місяців до 50 років. Однак, ліквідність ринку, як і раніше, є низькою і в основному відноситься до короткострокового сегменту кривої прибутковості. Оскільки власниками 70 відсотків облігацій є банки (і вони часто зберігають облігації до настання терміну погашення), операції на вторинному ринку, а тому і обробка інформації, є більш обмеженими.

На рис. 2.10 відображено динаміку довгострокових негарантованих державою облігацій та гарантованих державою облігацій в державному та приватних секторах у Китаї у 2018-2022 роках.

Загалом можемо зробити висновок, що зростання довгострокових негарантованих державних облігацій Китаю відбувалося повільними темпами.

Відтак, потреби у фінансування заходів з подолання кризових явищ та недотримання податкових надходжень через сповільнення темпів розвитку економік у світі в цілому, зумовили потребу у випуску довгострокових облігацій. Разом з цим гарантовані державою облігації зростають повільнішими темпами й до сьогодні.

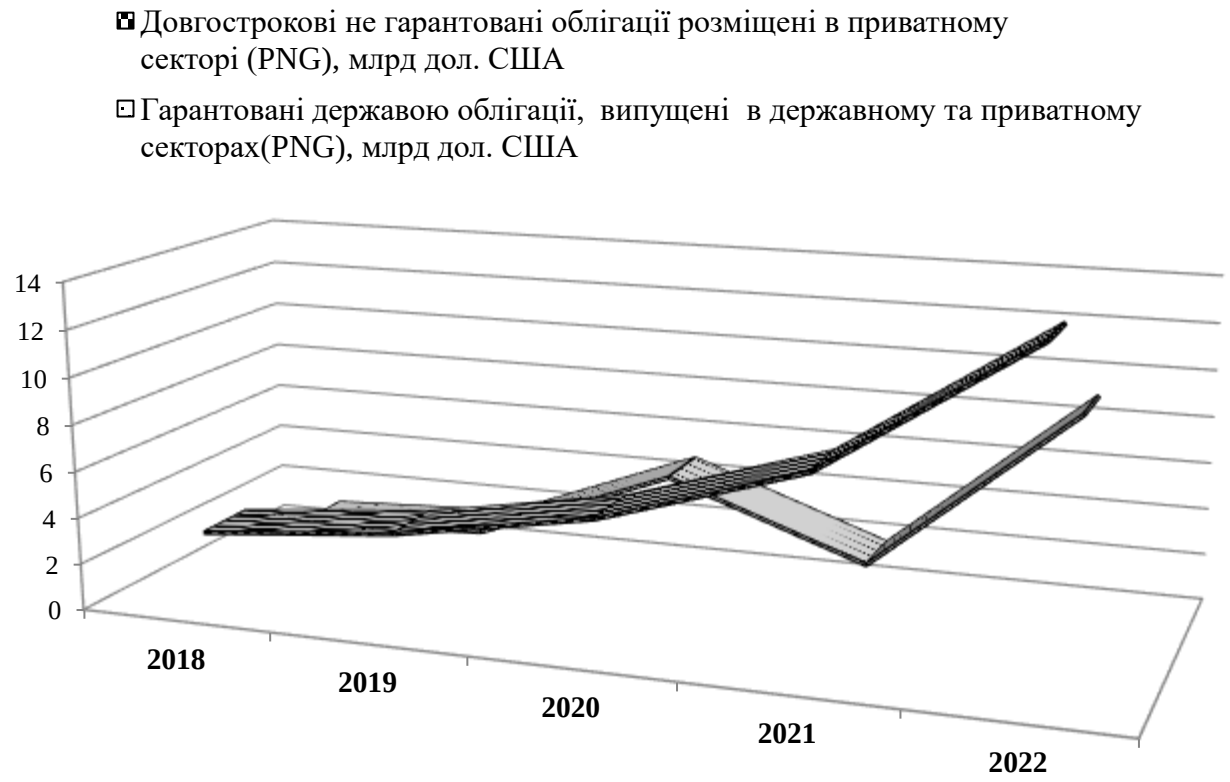


Рис. 2.10. Динаміка довгострокових негарантованих державою облігацій та гарантованих державою облігацій в державному та приватних секторах у Китаї

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку.

Головною особливістю китайської економічної моделі є збереження провідної ролі держави в усіх сферах життя країни, у тому числі фінансовій. Фондовий ринок Китаю – один із небагатьох, в обігу якого більша частина акцій належить державним компаніям, що в ході проведення реформ перетворені в акціонерні товариства в яких контрольний пакет акцій належить державі [12-14; 17].

Спершу створення фондового ринку не мало на меті інших цілей, як проведення дослідження з метою виявлення, яку користь може принести

впровадження цього вагомого елементу ринкової економіки для розвитку Китаю. Все ж таки проведене дослідження підтвердило, що фондовий ринок являє собою додатковий канал мобілізації зовнішніх та внутрішніх інвестицій. [16].

На фінансовому ринку Китаю - два основних регулятора: Народний банк Китаю та Китайська комісія з регулювання цінних паперів. Зони їх відповідальності частково збігаються, це негативно позначається на ефективності заходів, що проводяться ними з метою вдосконалення ринків. Обговорюється питання про їх об'єднання.

Народний банк Китаю є регулятором міжбанківського ринку запозичень, міжбанківського і внебіржового ринків облігацій, грошового ринку і ринку золота.

Згідно зі статистичними даними, у період з 1998 по 2012 роки було розміщено близько 7500 випусків облігацій сукупним обсягом 63,74 трлн, юанів. Сьогодні на ринку в відкритому доступі торгуються 5192 випусків [21].

Таким чином, китайський досвід державних внутрішніх запозичень характеризується значною мірою зарегульованістю, що призвело до чіткої сегментації та створило достатньо негнучкі умови для емітентів та підписників на державні та муніципальні облігації. Необхідно відзначити, що наслідком значної зарегуляції ринку внутрішніх державних запозичень стала тенденція концетрації торгів у позабіржовому ринку, що досяг обсягів 95 % і є достатньо ефективним інструментом забезпечення внутрішніх фінансових потреб держави і акцентованого проєктного фінансування на місцевому рівні.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ ПОЛІТИКИ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ

З попередньо здійсненого аналізу можна зробити висновок, що на сьогодні економічна ситуація характеризується нестабільністю, нарощенням кредитних зобов'язань, проблемами соціально-економічного характеру, низьким рівнем боргової безпеки, застоєм у перспективних галузях промисловості тощо. З огляду на таку ситуацію, що склалась в Україні за останні роки у зв'язку із залежністю від зовнішнього кредитування та перспективами довгих років повернення отриманих коштів, питання удосконалення управління політики внутрішніх державних запозичень є актуальним і надзвичайно важливим. У попередніх пунктах визначено, що управління державним боргом та запозиченнями набуває виваженого та системного характеру з 2018 року, що має прояв у плануванні, репрофайлінгу та оптимізації графіків платежів за боргом. Відтак, можна відстежити стабільність внутрішніх запозичень та зростання їх частки у структурі державного боргу, а тому це дає змогу зробити висновок про його поступову оптимізацію відповідно міжнародній практиці розвитку внутрішнього ринку державних позик. Отже, політика управління внутрішніми запозиченнями в середньостроковій перспективі буде характеризуватися більшим ступенем послідовності та системності.

Для ефективного функціонування ринку державних цінних паперів України важливим є участь у міжнародних програма. У 2019 р. розпочалася робота трирічного проєкту США з надання Україні допомоги в розбудові надійної, прозорої та стійкої фінансової системи. Реалізація даної Концепції була покликана сприяти розвитку повноцінного та ліквідного внутрішнього ринку державних цінних паперів, дати змогу зменшити вартість державних запозичень, знизити ризики, пов'язані з інвестуванням у внутрішні державні облігації, поліпшити імідж держави, як емітента державних цінних паперів, що

у перспективі розширить можливості використання їх, як інвестиційного інструмента, зокрема – для недержавного пенсійного забезпечення.

Серед основних результатів реалізації Концепції можна виокремити такі: запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів, здійснення спроб розробки річного плану емісії ОВДП для забезпечення їх регулярного розміщення, побудова кривої дохідності державних облігацій тощо.

Таким чином, розвиток і підтримка ринку державних цінних паперів відіграє дуже важливу роль у функціонуванні фінансової системи країни. Як переконує іноземний досвід, належне функціонування внутрішнього ринку боргових зобов'язань держави є однією з передумов економічного розвитку країни в цілому. Адже за таких умов тимчасово вільні фінансові ресурси в економіці розподіляються між економічними суб’єктами більш ефективно і за нижчими процентними ставками. З іншого боку, наявність добре організованого та високоліквідного внутрішнього ринку державних цінних паперів забезпечує державі доступ до грошей у разі виникнення потреби щодо їх залучення в майбутньому.

Відтак, за результатами аналізу розвитку українського ринку державних внутрішніх позик можна дійти висновку, що випущені від імені держави облігації спрямовуються на виконання визначених на законодавчому рівні завдань щодо фінансування додаткових потреб держави. Поряд із цим, ринок державних цінних паперів має суттєвий вплив на різні сфери економіки:

- вплив на обсяги грошової маси – залежно від потреб, на які залучаються кошти, емісія державних цінних паперів «зв'язує» грошову масу на певний час. Так, центральні банки традиційно використовують ринок державних цінних паперів з метою коригування монетарних показників (операції на відкритому ринку), зокрема для обмеження інфляції;
- вплив на відсоткові ставки – дохідність державних облігацій як безризикових цінних паперів обов'язково враховується при формуванні ціни на корпоративні цінні папери та банківські кредити. Це пов'язано з тим, що

емітенти та банки, як головні суб’єкти на ринку позикового капіталу встановлюють ціну шляхом її поділу на окремі складові. Тобто до вартості державних боргових цінних паперів додається вартість понесених витрат на емісію або обслуговування угоди, а також обов'язково враховується премія за ризик, на який наражається інвестор чи позичальник;

- вплив на приплив іноземного капіталу – інституційні інвестори при формуванні портфелів фінансових інструментів часто використовують державні цінні папери, причому для іноземних інвесторів досить привабливим є зменшення ризику портфеля саме за рахунок державних цінних паперів урядів інших країн. Це пов'язано з диверсифікацією не лише на рівні видової складової цінних паперів, але і з приводу країни походження емітента. Таким чином, ефективна політика на ринку державної позики має стимулювати приплив іноземного капіталу в країну. У сучасних умовах ринкової економіки головними причинами виникнення і зростання внутрішніх державних запозичень є: дефіцит Державного бюджету внаслідок перевищення витрат над доходами, незбалансування державної фіскальної політики, спрямованої на зменшення податкового навантаження; надмірне циклічне зменшення податкових надходжень до бюджету, необґрунтоване збільшення соціальних трансфертів під час економічної кризи та в умовах проведення виборів, специфіка здійснення експортно-імпортних операцій, розрахунки з іноземними кредиторами та донорами [19].

З метою впровадження ефективної політики управління ринком внутрішніх державних запозичень доцільно:

1) утримувати середньозважену дохідність ОВДП на прийнятному рівні, що забезпечить помірний попит на ОВДП;

2) забезпечувати стимулювання експортних операцій, в тому числі експорту товарів та послуг з метою скорочення негативного платіжного балансу рахунку поточних операцій;

3) стимулювати підприємництво та розвиток бізнесу з метою скорочення фінансування підприємств за рахунок випуску боргових цінних паперів;

4) утримувати середньозважену дохідність ОВДП в іноземній валюті на прийнятному рівні [18].

Перспективними напрямами управління внутрішніми запозиченнями є: регулярне розміщення широкого спектру державних цінних паперів з різними строками обігу відповідно до попиту, підтримки постійного діалогу з учасниками ринку; продовження середнього терміну обігу цінних паперів на ринку (відтак станом на 31.12.2016 термін становив 5,3 роки, на 31.12.2017 – 8,4 роки); забезпечення росту рівня ліквідності цінних паперів, які дадуть змогу забезпечити дохідність шляхом додаткового розміщення існуючих інструментів з тими ж термінами погашення, що забезпечить коригування графіку випуску; залучення фінансового спеціаліста задля ефективності управління державними внутрішніми запозиченнями та забезпечення доступу України на зовнішній ринок капіталу.

Враховуючи сучасні глобальні виклики актуальним наразі є: забезпечення своєчасного та достовірного подання даних щодо макроекономічного становища України з метою підвищення кредитних рейтингів та залучення інвесторів на внутрішній ринок державних запозичень; забезпечення прозорості діяльності управлінням внутрішніми запозиченнями та оприлюднення інформації щодо розміщення облігацій та позик; підтримка та розвиток технічного та інформаційного забезпечення управління внутрішніми державними запозиченнями [12].

Важливим є впровадження інфраструктурних змін на ринку облігацій в Україні для забезпечення доступу всіх потенційних покупців до інформації про ціни.

Головною проблемою розрахунку індексу є низька ліквідність ринку державних цінних паперів, а також недостатня прозорість. Основна торгівля відбувається в телефонному режимі з виставленням індикативних котирувань найактивнішими учасниками ринку. При цьому через біржу проводяться переважно угоди за попередньою домовленістю. По суті, біржа не здійснює повноцінно функцію виявлення ціни. Тому запропоновано за умов відсутності

біржових угод та, відповідно, визначеного біржового курсу, використовувати оцінку НБУ справедливої вартості облігацій внутрішньої державної позики.

У зв'язку з політико-економічною нестабільністю в країні тривалий час спостерігаються проблеми з державним боргом, перевищення безпечних і граничних його показників. При цьому варто зазначити, що оптимізація управління державними фінансами передбачає вдосконалення основних елементів бюджетного механізму, таких як: розвиток системи середньострокового прогнозування та планування, поліпшення програмно-цільового підходу у бюджетному процесі, аналіз ефективності та результатів виконання бюджетних програм, планування й виконання бюджету, а також управління державним боргом згідно з міжнародними стандартами. Середньострокове бюджетне планування включає декілька взаємопов'язаних складових. Найважливішою із них є бюджетні ліміти на видатки, які доводяться до головних розпорядників коштів. Саме в межах бюджетних лімітів на видатки головні розпорядники відповідно до їхніх функцій створюють і реалізують середньострокову політику власного розвитку [11-13].

Для виконання запланованих лімітів, на нашу думку, необхідно забезпечити дотримання прогнозованого рівня дохідної частини бюджету та рівня дефіциту бюджету, а отже, запланованого обсягу державного боргу. Тому першорядним завданням, спрямованим на реалізацію європейського вектора України, є адаптація й застосування механізмів зарубіжного досвіду в забезпеченні якісного середньострокового прогнозування та планування.

Так, щороку бюджетні плани та програми у сфері державних запозичень країн ЄС складаються відповідно до середньострокового бюджетного прогнозу, який містить інформацію про основні макроекономічні показники, доходи й видатки бюджету, опис та оцінку політичних заходів, що здійснюватимуться для досягнення запропонованих цілей, аналіз впливу змін основних економічних показників на стан бюджету та державного боргу, визначення середньострокових цілей грошово-кредитної політики та їхній зв'язок зі

стабільністю курсу валют. Така інформація в ЄС охоплює попередній й поточний роки та, принаймні, три наступні.

На сьогодні політика управління державними запозиченнями України включає планування та прогнозування таких показників:

- ✓ витрати державного бюджету на 2019 рік з погашення та обслуговування державного боргу;
- ✓ графіки платежів за вже існуючим державним боргом на момент складання проєкту державного бюджету;
- ✓ планові обсяги запозичень на наступний рік на фінансування державного бюджету;
- ✓ прогнозні відсоткові ставки та курси валют;
- ✓ прогнози обсягів витрат на управління державним боргом [15].

Також, відбувається планування використання набору боргових інструментів фінансування дефіциту державного бюджету: середньострокові інструменти, довгострокові та короткострокові інструменти; з фіксованою та плаваючою ставками. Планується також частка внутрішніх запозичень та показник співвідношення внутрішніх та зовнішніх запозичень з врахуванням кон'юнктури фінансових ринків.

Аналіз літературних джерел дав змогу систематизувати головні напрямки розвитку політики внутрішніх державних запозичень України:

- ✓ підвищення ролі та питомої ваги внутрішніх державних запозичень, зокрема залучення коштів домогосподарств за рахунок випуску ощадних облігацій та сприяння розвитку вітчизняного фінансового ринку на основі довгострокового залучення позик, що дасть змогу уникнути пікових навантажень в разі погашень внутрішніх державних запозичень [16];
- ✓ формування середньострокових графіків для проведення аукціонів ОВДП з визначеними видами та строками обігу облігацій на внутрішньому ринку;
- ✓ регулярність розміщення цінних паперів з різними строками;

✓ формування умов ефективного функціонування дилерів та підтримки ними котирування на двосторонній основі боргових інструментів [23];

✓ забезпечення високої ліквідності внутрішнього ринку боргових цінних паперів на основі прозорої діяльності державних інституцій, як основних емітентів, зрозумілість та доступність умов інвестування в ці інструменти;

✓ повне та своєчасне погашення та обслуговування зобов'язань за внутрішніми позиками задля підвищення рівня довіри інвесторів;

✓ підвищення рівня інвестиційної привабливості внутрішніх державних запозичень;

✓ розвиток інститутів спільного інвестування та залучення іноземних фінансових інститутів на внутрішній ринок України для формування культури придбання державних цінних паперів;

✓ збільшення масштабів добровільного пенсійного страхування задля розширення потенціалу внутрішнього ринку боргових інструментів [16];

✓ забезпечення розвитку організаційного механізму планування та прогнозування випуску цінних паперів з врахуванням сезонності доходів державного бюджету;

✓ узгодження всіх етапів здійснення внутрішніх запозичень: від розгляду пропозицій до остаточного погашення; посилення контролю за обґрунтуванням джерел погашення та цільовим спрямуванням внутрішніх державних позик [18];

✓ розвиток організаційного механізму ринку внутрішніх державних запозичень, зокрема за рахунок налагодження зв'язку між фінансовими інституціями та населенням;

✓ забезпечення касового виконання бюджету, що передбачатиме випуск цінних паперів на короткостроковій основі з ціллю ліквідації короткострокового розриву між витратами та доходами в межах бюджетного року [12];

✓ поступове збільшення частки довгострокових внутрішніх запозичень з метою уникнення навантажень при погашення зобов'язань [3].

Політика внутрішніх державних запозичень суттєво залежить від діяльності Міністерства фінансів України та Національного банку, а тому підвищення ефективності їх діяльності на ринку внутрішніх запозичень суттєво впливає на досягнення стратегічних цілей щодо управління внутрішніми позиками, а як наслідок – боргом. Під час випуску облігацій МФУ доцільно враховувати стратегічні зміни та тенденції майбутнього на фінансовому ринку, прогнозувати ризики та заходи їх нівелювання. Формування та розвиток ринку внутрішніх позик України повинно передбачати такі напрямки державної політики:

- постійний моніторинг та перевірка динаміки та тенденцій ринку, формування короткострокових, середньострокових прогнозів макроекономічної стабільності з врахуванням поточної фіскальної, монетарної, економічної політики;
- узгодження політики внутрішніх запозичень з монетарною, фіскальною, податковою, фінансовою та загальними тенденціями фінансового ринку на середньостроковій основі;
- гармонізація фінансових інтересів інвесторів та державних інститутів на ринку внутрішніх запозичень;
- своєчасні заходи узгодження динаміки фінансового ринку та ринку внутрішніх позик.

На сьогодні в політиці управління внутрішніми державними запозиченнями превалює ситуативний підхід, на основі якого відбувається формування структури запозичень на різних умовах. Це призводить до вже зазначених пікових навантажень при чергових погашеннях позик та виникненні боргових криз. Нові позики при цьому не забезпечують позитивного впливу на загальний графік погашення, управління внутрішніми запозиченнями [30].

Тому вважаємо за доцільне використовувати прагматичний підхід [21] до управління внутрішніми запозиченнями та перехід від пасивного фінансування дефіциту бюджету до активного впливу бюджетної політики, що передбачає структурну модернізацію економіки. Це дасть змогу трансформувати політику

внутрішніх державних запозичень шляхом зміни фіскального технічного механізму на ефективну складову монетарної та макроекономічної політики.

Однією з проблем політики управління внутрішніми державними запозиченнями є відсутність використання та врахування ринкових принципів формування цін на ОВДП. Це не сприяє формуванню системи цінових орієнтирів в результаті випуску облігацій в національній валюті. Використання неринкових підходів є типовою практикою при здійсненні внутрішніх позик через ОВДП. Для прикладу, річні ОВДП розміщуються під 9% при умові, що однорічна позика надається на фінансовому ринку під 11%. Це сприяє скороченню витрат на обслуговування ОВДП, проте не забезпечує ефективне регулювання фінансового ринку, розвиток вторинного ринку та «консервацію» цінних паперів в НБУ.

Окремої уваги потребує політика скорочення боргового тиску на фінансову систему, що повинна передбачати заходи реструктуризації внутрішнього боргу відносно частки запозичень НБУ [15]. Першочерговим заходом повинно стати скорочення попиту банківської системи на цінні папери внутрішнього ринку (сертифікати НБУ та боргові облігації). Скорочення дохідності цих боргових інструментів стимулюватиме банківське кредитування корпоративних позичальників та стимулюватиме економіку. Придбання банками облігацій відволікає фінансові ресурси та не забезпечує кредитування позичальників. ОВДП та сертифікати НБУ на сьогодні є прибутковими та безпечними інструментами інвестування для банківської системи, проте це стримує корпоративне кредитування. Тому одним з пріоритетних заходів уряду – мінімізація дефіциту бюджету, який фінансується за рахунок випуску ОВДП.

Крім того, кредитування уряду банками витісняє державні позики внутрішніх інвесторів. На сьогодні тенденція заміщення позик наданням кредитів призупинена, проте все ж не стимулює банки активно кредитувати економічних агентів (кредити, які було надано банками корпоративним клієнтам, за дев'ять місяців 2018 року зросли на 6,7%) [13]. Тому одне зі

стратегічних завдань політики управління внутрішніми запозиченнями: забезпечення оптимальної дохідності та ризиковості облігацій.

Оптимізація державного боргу відповідно міжнародній практиці передбачає зростання частки внутрішніх запозичень у загальній структурі державного боргу, тому політика управління внутрішніми запозиченнями та борговий менеджмент повинен бути спрямований на залучення внутрішніх фінансових ресурсів, що сприятиме послабленню боргових ризиків. На сьогодні в Україні політика збільшення частки внутрішніх позик носить безсистемний характер, який зумовлюється здебільшого невиконанням плану щодо залучення зовнішніх запозичень: неотриманням траншів від МВФ.

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

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

Останнє повинно передбачити розробку програми здійснення випуску ОВДП та їх публікації на офіційних сайтах емітентів, ведення випуску ОВДП на рахунку спеціального фонду державного бюджету, кошти якого будуть спрямовані на реалізацію проєктів розвитку економіки, соціальних та інвестиційних проєктів.

Політика управління внутрішніми державними запозиченнями повинна базуватися на використанні таких методів:

- рефінансуванні державного боргу – погашення зобов'язань за внутрішніми запозиченнями за рахунок коштів, що отримані від розміщення нових позик;
- уніфікації – рішення органів влади об'єднати декілька випущених раніше позик, обмін випущених раніше сертифікатів та облігацій на нові позики;
- новації, що передбачають укладання угод між кредитором та позичальником відносно заміни раніше випущених облігацій на нові зобов'язання;
- реструктуризації – підписання угоди щодо припинення боргових зобов'язань, що муніципальний борг з одночасною заміною на інші зобов'язання з відмінними термінами погашення та умовами;
- обмін облігацій за регресивним співвідношенням, що передбачає обмін раніше випущених облігацій та їх прирівняння до нової позики;
- консолідація, яка передбачає відстрочку погашення позики та одночасну відмову держави від сплати доходів за борговими зобов'язаннями;
- погашення до настання термінів виплат за зобов'язаннями, що забезпечує економію коштів бюджету [27].

Варто відзначити, що НБУ та МФУ було використано репрофайлінг державних запозичень для забезпечення полегшення навантаження на державний бюджет за рахунок обслуговування ОВДП та зміни строків погашення. Крім того, цей метод сприяє формуванню виваженої політики управління внутрішніми запозиченнями, зокрема фіскальної політики МФУ, яка

повинна відповідати монетарній політиці НБУ щодо стабільної та низької інфляції за режиму інфляційного таргетування.

Отже, при розробці політики щодо управління борговими зобов'язаннями неодмінно мають враховуватись стратегічні настанови, у тому числі через використання моделі управління ризиками; встановлюються абсолютні та індикативні ліміти. Окремо визначають портфель найсуттєвіших показників, що характеризують стан ринку державних запозичень, вимоги до методології та звітності щодо питань управління запозиченнями.

Для України є доцільним покращання методів реалізації євроінтеграційних планів у нових реаліях міжнародної фінансової політики. Спрямованість національної стратегії розвитку на європейську цивілізаційну модель вказує на необхідність докорінної зміни усталеної політичної та економічної систем і побудови нової економіки як складової глобального економічного порядку.

Таким чином, з метою забезпечення оптимального рівня безпеки та розв'язання проблем у фінансовій системі України загалом й щодо державної внутрішньої заборгованості зокрема, необхідно здійснити такі заходи, які мають на меті удосконалення політики внутрішніх державних запозичень України:

– підвищення рівня бюджетної безпеки потребує забезпечення відповідності цілей бюджетної політики фінансовим можливостям держави, посилення контролю за ефективністю використання цільових бюджетних коштів, обмеження практики постійних бюджетних коригувань в процесі виконання бюджету (як за доходами, так і за видатками), забезпечення прозорості формування та виконання державного та місцевих бюджетів;

– удосконалення грошово-кредитної політики потребує встановлення цільових орієнтирів процентних ставок та формування програми грошової пропозиції, яка відповідає величині попиту на гроші; підвищення стабільності грошової одиниці;

– підвищення ефективності управління державним боргом за рахунок вдосконалення законодавчого забезпечення формування внутрішньої та зовнішньої заборгованості; узгодженість зі стратегією економічного розвитку, прогнозом ВВП, платіжного балансу, резервів НБУ; покращання процесів формування, обліку, обслуговування та контролю державних запозичень, проведення скоординованої політики співвідношення між зовнішніми та внутрішніми запозиченнями; розроблення механізму контролю за дотриманням річного ліміту зовнішніх запозичень і граничного розміру зовнішнього державного боргу;

– підвищення рівня фінансової безпеки фондового ринку пов’язано зі зростанням рівня капіталізації фінансової системи, обсягів торгів фондового ринку; обсягів надання фінансових послуг; зниженням частки проблемних активів у загальному портфелі активів банків та інших фінансових установ;

– необхідно розвивати інфраструктуру, яка буде розширювати можливості економічного росту. Розвиток інфраструктури має відбуватися у двох напрямках: інтеграція національної економіки в глобальне середовище, а також її розвиток по областях всередині країни.

Гарантування фінансової безпеки держави є результатом практичних заходів з боку законодавчої та виконавчої влади у фінансовій сфері, який досягається шляхом ефективного використання державних фінансів, створення сприятливого податкового та інвестиційного клімату, вдосконалення вітчизняного законодавства.

ВИСНОВКИ

У роботі наведено теоретичне узагальнення й нове вирішення наукового завдання, що полягає в поглибленні теоретичних основ та розробці практичних рекомендацій для здійснення державних запозичень на внутрішньому ринку в Україні. При цьому основні теоретичні та практичні отримані результати дослідження полягають у наступному:

1. Глобалізація й інтеграція на фінансових ринках призвела до того, що межі між запозиченнями на внутрішньому та зовнішньому ринках починають розмиватися. На національному ринку запозичення можуть здійснюватися у валюті, а кредиторами можуть виступати нерезиденти, у той же час, резиденти можуть купувати державні облігації на міжнародних ринках. Враховуючи це, запропоновано виділяти наступні сегменти внутрішнього боргу: борг перед резидентами у гривні, борг перед резидентами в іноземній валюті, борг перед нерезидентами у гривні, борг перед нерезидентами в іноземній валюті. Дані сегменти різняться між собою за сторонами перерозподільних процесів, впливом на платіжний баланс та можливими ризиками для макроекономічної стабільності.

2. Аналіз досвіду зарубіжних країн показує наявність широкого переліку фінансових інструментів здійснення державних запозичень. Серед них можна виділити інфраструктурні облігації, зелені, інфляційні – як найбільш перспективні для застосування в Україні. За рахунок випуску інфраструктурних облігацій можливо здійснювати фінансування будівництва, модернізацію об’єктів житлово-комунального господарства, освіти та охорони здоров’я, будівництва доріг тощо. Інфляційні облігації з індексованою дохідністю та номіналом доцільно використовувати в умовах високих інфляційних очікувань і, як наслідок, премії за інфляційний ризик. Це надасть змогу не лише знизити вартість обслуговування внутрішнього державного боргу, а й підвищити довіру ринкових суб’єктів до антиінфляційних заходів держави. Сегмент зелених облігацій, спрямованих на фінансування екологічних, енергоефективних і низьковуглецевих проєктів, зростає швидкими темпами в зарубіжних країнах.

Їх використання сприятиме переходу до сталого розвитку та екологічно стійкої економіки.

3. Одним із найбільш розвинених сегментів фінансового ринку в США та ЄС є муніципальні облігації. Їх використання дозволяє вирішувати проблеми розвитку інфраструктури територіальних громад, зменшує навантаження на державний бюджет і посилює фінансову автономію місцевих бюджетів. В Україні розвиток ринку цінних паперів місцевих органів влади може сприяти фінансовій децентралізації, а також більш ефективному фінансуванню потреб регіонального розвитку. Водночас для досягнення цієї мети потрібна значна робота в напрямку підвищення платіжної дисципліни, адже наслідком ряду дефолтів за муніципальними облігаціями стала недовіра до них з боку потенційних інвесторів.

4. Серед основних особливостей, характерних для українського ринку державних запозичень, було виділено наступні: збільшення обсягу емісії державних облігацій; порівняно невисоке співвідношення державного боргу та ВВП, але при цьому значна вартість обслуговування за рахунок високої дохідності облігацій; значна частка номінованого в іноземній валюті боргу, яка демонструє тенденцію до зменшення; низька дюрація емітованих Україною облігацій. Перераховані вище особливості роблять державний борг загрозою для макрофінансової стабільності країни, проте наявні тенденції вказують на позитивні зміни та зменшення ризиків.

5. Одним із найбільш гнучких інструментів управління державним боргом є використання репрофайлінгу облігацій, тобто зміна їх умов щодо строку обігу та дохідності. За коректного використання це дозволяє знизити ризик рефінансування державного боргу за рахунок формування рівномірного навантаження на державний бюджет і скорочення суми погашення боргу в певному періоді. Використання зазначеного методу дасть змогу мінімізувати витрати на обслуговування державних запозичень без отримання нових позик.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адонін С.В., Лиса О.В. Державне кредитування в Україні. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. Одеса, 2019. № 2/5. Т. 19. С. 81 – 85.

2. Артус М.М., Хижа Н.М. Бюджетна система України : навч. посіб. Київ : Вид-во Європ. ун-ту, 2015. 220 с.

3. Барановський О.І. Дослідження теоретичних засад боргової безпеки держави. *Науковий вісник Ужгородського університету. Сер. Економіка*. Ужгород, 2021. № 1 (47). Т.1. С. 327 – 337.

4. Бец О. Еволюція наукових концепцій державного кредиту і державного боргу. *Ринок цінних паперів України*. 2020. № 9 – 10. С. 39 – 45.

5. Білявська А. Ю. Досвід зарубіжних країн в обслуговуванні та управлінні ринком державних запозичень**.** *Фінанси облік та аудит*. 2018. Вип. 2 (32). С.48-58.

6. Білявська А. Ю. Європейський досвід функціонування ринку державних цінних паперів в умовах посткризової економіки**.** *Ринок цінних паперів України*. 2019. Вип. 5-6. С. 13-17

7. Білявська А. Ю. Внутрішні державні запозичення в умовах посткризової економіки. *Фінанси, облік і аудит*. Київ : КНЕУ, 2019. Вип. 2. С. 33–43.

8. Білявська А. Ю. Основні напрями розвитку та вдосконалення політики внутрішніх державних запозичень України. *Проблеми системного підходу в економіці.*2020. Вип. 3(2). С. 113-117.

9. Білявська А. Ю. Особливості державних запозичень на сучасних фінансових ринках. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2021. Вип. 4 (21). С. 446-451.

10. Білявська А. Ю. Теоретичні аспекти державних запозичень у контексті фінансової стабільності України. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2022. Вип. 6 (23). URL :

11. Білявська А.Ю. Сучасна політика державних запозичень в країнах Євросоюзу. *Фінансові механізми забезпечення розвитку економіки України в сучасних умовах*: зб. тез Всеукр.наук.-практ. конф. Київ : Аграр Медіа Груп, 2022. С. 16-18.

12. Білявська А.Ю. Особливості загальноекономічних передумов сучасних внутрішніх державних запозичень. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2022. Т. 2. Вип.13. С. 178-184.

13. Білявська А.Ю. Оцінка перспектив та ефективності ринку державних внутрішніх запозичень. *Інфраструктура ринку.* 2022. Вип. 24. С. 334- 338.

14. Білявська А.Ю. Сучасний ринок внутрішніх довгострокових державних запозичень в країнах Європи. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2022. Вип. 28 (2). С. 42- 45.

15. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності. *Економіка України.* 2019. № 2. С. 4-17.

16. Бойко С.В. Казначейські зобов'язання держави: історичний досвід та сучасна практика. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2019. № 1(11). С. 159 – 165.

17. Бондарчук А.В. Державні цінні папери як інструмент боргової політики: міжнародний досвід. *Стратегічні пріоритети.* 2018. №4 (29). С. 22 – 28.

18. Борисюк О. Шляхи оптимізації державного боргу в сучасних умовах. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. Економіка*. 2020. № 1. С. 39–43.

19. Борисюк О. В. Напрямки управління державного боргу України в сучасних умовах. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. Економіка*. 2021. Вип. 21. С. 121-125.

20. Браткова І. М. Фінансові інструменти внутрішніх державних запозичень в Україні : дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 / М-во освіти і науки України, Держ. навч.-наук. установа «Акад. фінанс. упр.». Київ, 2022. 245 с.

21. Бюджетний кодекс України : Кодекс України від 08.07.2010 р. № 2456-VI. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17. (дата звернення: 17.06.2022).

22. Василик О.Д., Павлюк К.В. Бюджетна система України: підручник. Київ : Центр навч. літератури, 2019. 544 с.

23. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки : монографія. Київ : Альтерпрес, 2018. 152 с.

24. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. Київ: Фенікс, 2017. 536 с.

25. Волошнюк Н.В., Мавдрик О.О. Державний борг України та джерела його погашення. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економіка*. 2020. № 18. Ч. 1. С. 50 – 53.

26. Вплив політики державних запозичень на податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України. *Рада Національного банку України*. 2021. URL:https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=81187661&fbclid=IwAR21z_Yyk9qi9uK1Az4gd05-rF5UKpnUnXATVIr36vOouoEkGKFMOIPc6tE (дата звернення: 17.03.2022).

27. Гапонюк М. А., Телятников В. М. Ринок муніципальних облігацій у США *Фінанси, облік і аудит*. 2022. № 20. С. 24 – 32.

28. Гроші та кредит: підручник / за наук. ред. М.І. Савлука. Київ : КНЕУ, 2018. 589 с.

29. Данилюк М. М. Державні цінні папери як інструменти фінансування держави в зарубіжних країнах і в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2020. Вип. 6. Ч. 4. С. 203 – 206.

30. Державна служба статистики України (ДССУ). 2022. URL : http://www.ukrstat.gov.ua/. (Last accessed: 17.12.2022).

31. Державний борг та гарантований державою борг. *Міністерство фінансів України*. 2021. URL : https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg (дата звернення: 14.03.2022).

32. Діловий журнал про Китай. URL : http://www.chinapro.ru/rubrics/1/16752 (дата звернення: 16.03.2022).

33. Довгопол Я. М. Воєнні облігації: українські реалії та американський досвід. URL : http://www.ukrinform.ua/rubric-other_news/1670261-voe_nni_obligatsiii_ukraiinski_realiii_ta_amerikanskiy_dosvid_1944257.html (дата звернення: 18.03.2022).

34. Доліновська О. Я. Суперечливий характер впливу державного зовнішнього боргу на розвиток національної економіки. *Економічні науки. Сер. Облік і фінанси*. 2021. № 8 (29). Ч. 1 С. 119-131.

35. Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2 (дата звернення: 19.06.2022).

36. Дробот С. Держборг України — проблема на $76 000 000 000 або $1800 на кожного. Що варто знати? Перший аналітичний експлейнер. *VoxUkraine*. URL : https://voxukraine.org/cards/debt/index.html (дата звернення: 18.12.2022).

37. Дропа Я.Б. Проблеми та особливості формування кредитних ресурсів держави в умовах глобалізації. *Економіка та суспільство*. 2021. № 8. С. 579 – 586.

38. Дупак Н.В. Особливості реалізації системного підходу до стандартизації професійної освіти. *Професійна педагогічна освіта: системні дослідження* : монографія / за ред. О. А. Дубасенюк. Житомир: Вид-во ЖДУ ім. І. Франка, 2020. С. 109-124.

39. Дяченко С.А. Розширення фінансової автономії органів місцевого самоврядування шляхом розвитку ринку муніципальних запозичень. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 19. С. 110-114.

40. Економічна теорія. Політична економія / В.Д. Базилевич, В.М. Попов, К.С. Базилевич, Н.І. Гражевська. Київ : «Знанння –Прес», 2017. 719 с.

41. Економічний розвиток України: інституціональне та ресурсне забезпечення: монографія / О. М. Алімов, А. І. Даниленко, В. М. Трегобчук та ін. Київ: Інститут економіки НАН України, 2015. 540 с.

42. Еш С.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. 2-ге вид. Київ : Центр учбової літератури, 2021. 528 с.

43. Еш С.М., Гнатенко О.А. Місце боргових зобов'язань України у державних фінансах. *Економічний аналіз*. 2021. Т. 16. № 1. С. 195 – 204.

44. Єремейчук Р.А. Формування і структура державного боргу України та особливості управління ним. *Вісник Одеського національного університету. Економіка.* 2022. № 3/4. Т. 19. С. 16 – 19.

45. Задорожний В.П. Удосконалення механізму управління державним боргом України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2022. №23. С. 23-26.

46. Клепка П. С. Феномен лідируючих позицій фондового ринку Китаю у групі країн БРІК. *Економічний часопис - XXI*. Київ. 2020. № 9-10. С. 11 – 14.

47. Коблик І.І. Структуризація державних запозичень в умовах розвитку ринкової економіки України. *Економічний аналіз*. 2022. № 10. Ч. 2. С. 260 – 264.

48. Коблик І.І. Теоретичні аспекти державних запозичень: методи і форми здійснення. Економічний аналіз. 2022. № 11. Ч. 1. С. 110 – 114.

49. Коблик І.І. Зарубіжний досвід здійснення державних запозичень та можливості його застосування в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. Київ, 2019. № 13. С. 113-118.

50. Мозговий О., Баторшина А. Світові ринки акцій: досвід для України. *Ринок цінних паперів України*. 2021. № 11–12. С. 47–54.

ДОДАТКИ

Додаток А

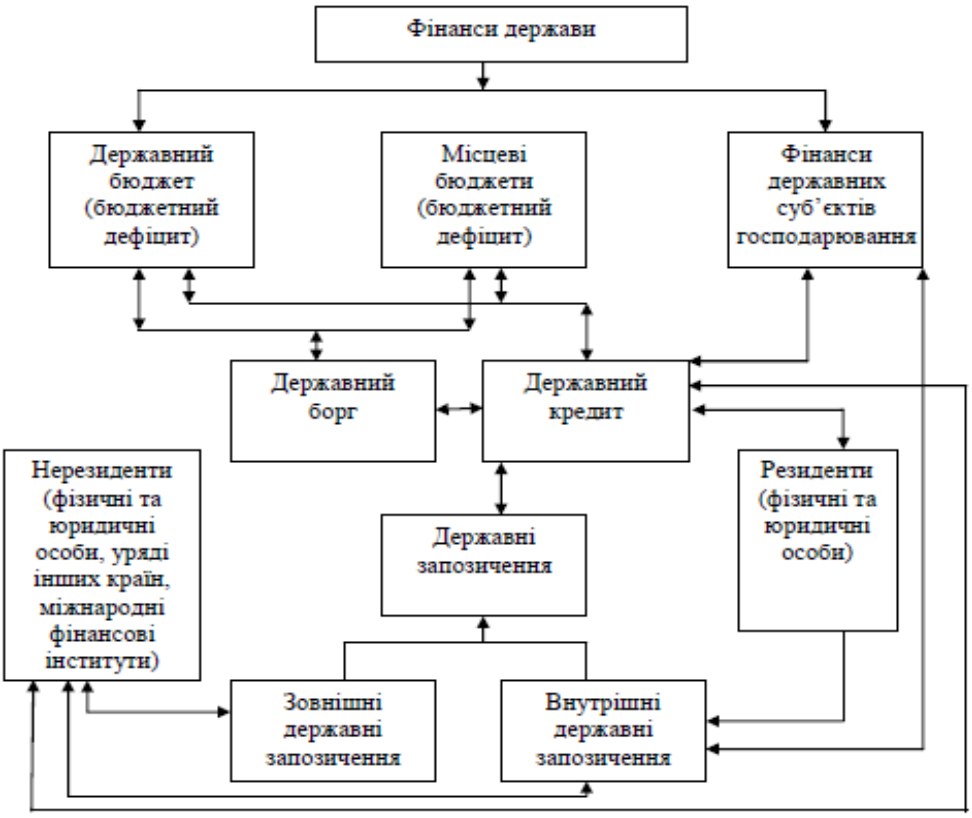


Рис. 1. Роль та місце внутрішніх державних запозичень у формуванні державного бюджету та державного боргу країни

Джерело: складено автором на основі [22; 28].

Додаток Б

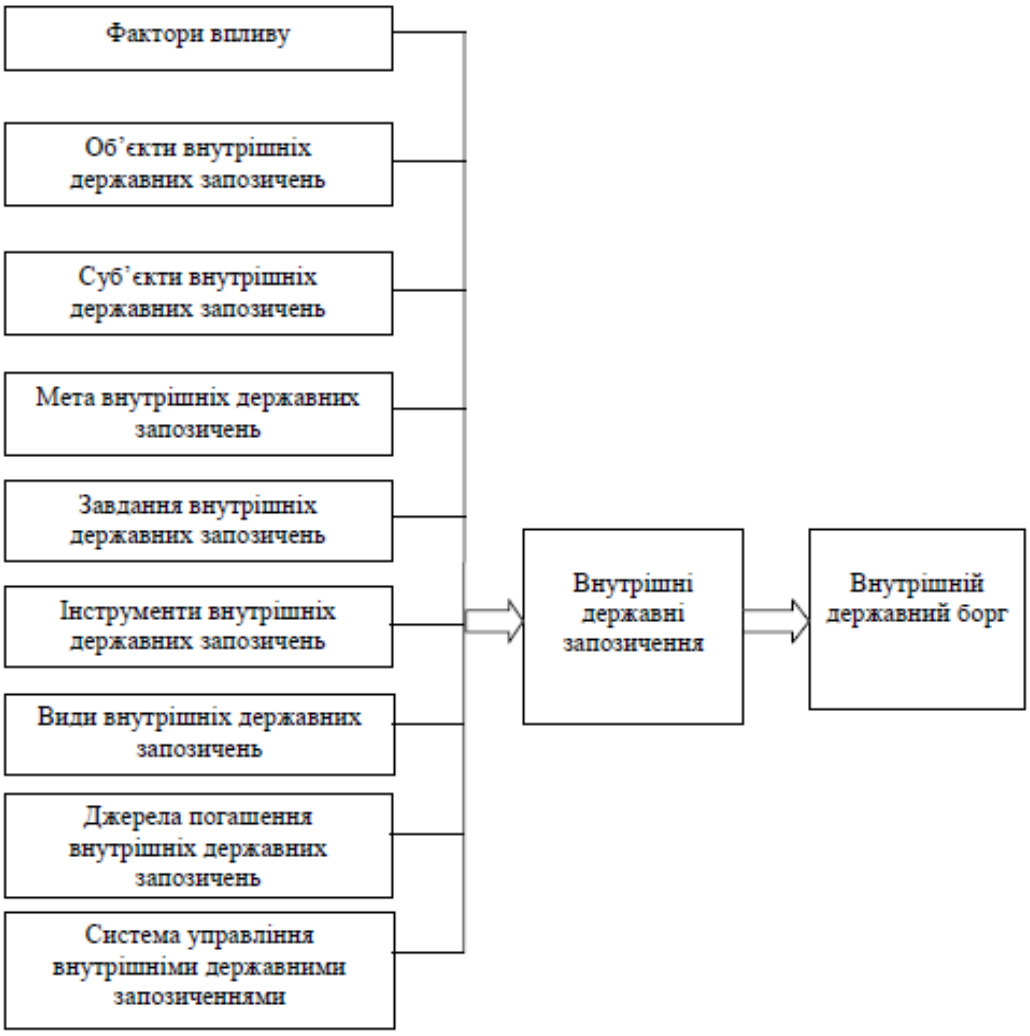


Рис. 1. Головні складові внутрішніх державних запозичень

Джерело: складено автором на основі [5; 16-17].

Додаток В

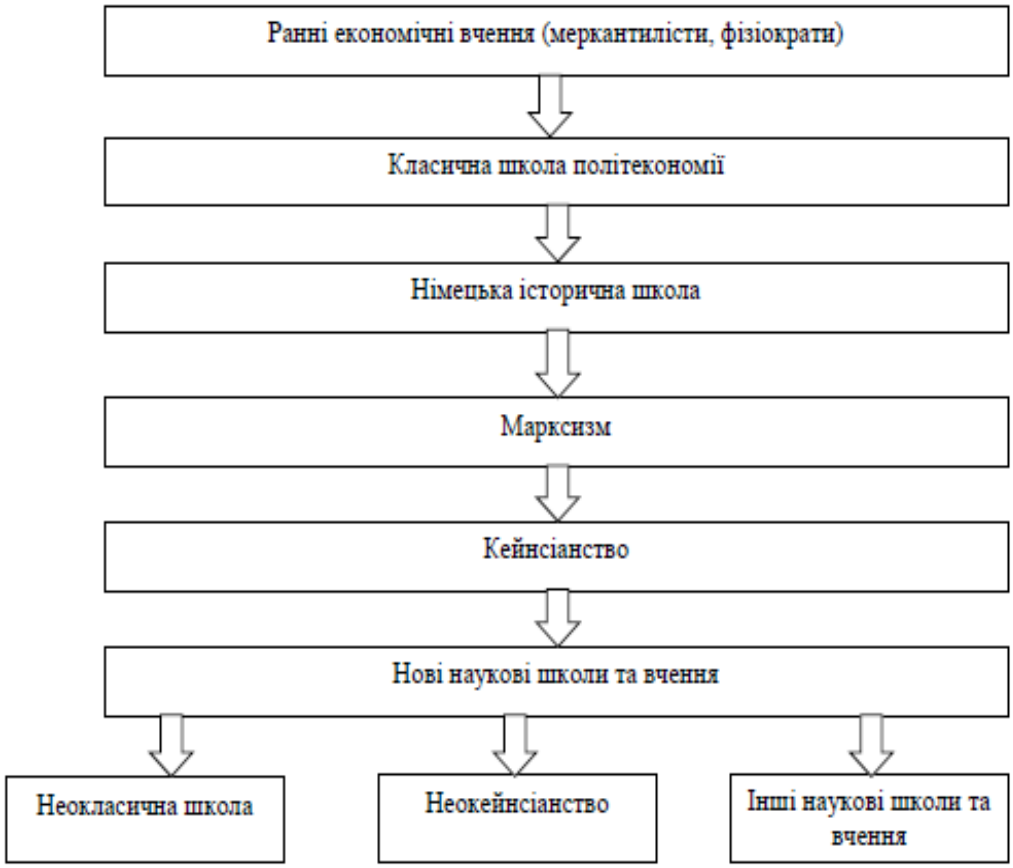


Рис. 1. Послідовність розвитку наукової думки стосовно значення, ролі і місця державних запозичень в економіці та державних доходах

Джерело: складено автором на основі [2; 19-21].