ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ТЕХНІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ПУЛЮЯ

На правах рукопису

УДК 330+336.3(477)

КОЗЮК Віктор Валерійович

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ В ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Дисертація
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Спеціальність: 08.01.01. — Економічна теорія

Науковий керівник:
доктор економічних наук,
доцент Гринчуцький В.І.

ТЕРНОПІЛЬ 2000

ЗМІСТ

ВСТУП 3

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ЗА РИНКОВОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ 10

1.1. Концептуальні напрямки дослідження державного боргу в економічній науці 10
1.2. Теоретичне обґрунтування державного боргу в перехідній економіці 35
1.3. Методичний інструментарій аналізу державного боргу за ринкової трансформації 54
Висновки до розділу 1 64

РОЗДІЛ 2. МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ 67

2.1. Причини розвитку державного боргу в перехідній економіці України 67
2.2. Державний борг України в середовищі ринкової трансформації 87
2.3. Вплив державних запозичень на розвиток секторів української економіки 111
Висновки до розділу 2 129

РОЗДІЛ 3. ПОЛІТИКА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В СИСТЕМІ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ 131

3.1. Становлення системи управління державним боргом у перехідній економіці України 131
3.2. Взаємозв'язок боргової політики з макроекономічною політикою в Україні 157
Висновки до розділу 3 179

ВИСНОВКИ 181

ЛІТЕРАТУРА 187

ДОДАТКИ 198

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Трансформаційні перетворення в Україні, зумовлені необхідністю радикальної реформи економіки, розпочались на тлі глибоких макроекономічних диспропорцій. Їх прояв, тою чи іншою мірою, посилився в процесі становлення перехідного типу організації суспільства. Відсутність як внутрішньої і зовнішньої, так і інституціональної рівноваги макросистеми, що проявляється у дефіциті бюджету та платіжного балансу, спричинює швидкий розвиток державного боргу.

Проведення політики дефіцитного фінансування з метою підтримання попиту у державному секторі виявилось визначальною рисою макроекономічних заходів на початкових етапах трансформації, спотворюючи процеси становлення ринково-орієнтованої економічної системи на наступних етапах розвитку реформ. Державні запозичення, здійснювані зі стабілізаційною метою, також неоднозначно відобразились на стані врівноваженості макроекономічних агрегатів, у першу чергу, реального сектора. Відсутність системно-структурних реформ та посилення мікроекономічної дезінтеграції зумовлювали появу розриву між імпульсами макрополітики, зокрема, пов'язаної з утворення державного боргу, та адекватними реакціями на них суб'єктів ринку.

Впливаючи на високі рівні інфляції початку трансформації, будучи зумовленим стабілізаційними процесами та протікаючи у середовищі постстабілізаційного збурення, розвиток державного боргу не опосередкував поглиблення трансформації, а запобігав їй. Перебуваючи в рамках макроекономічної політики, яка в свою чергу, є похідною характеру здійснюваних реформ, управління державним боргом було зорієнтоване на посилення тенденцій зростання частки споживання у відтворювальних пропорціях. При цьому, інвестиційна напруженість, значні потреби у капіталі для технологічного оновлення економіки, стагфляційна пастка, знецінення джерел нагромаджень, посилені

існуванням нееластичності видатків бюджету за фактором звуження фіскального потенціалу, зумовили необхідність як попиту на державний борг, так і його розвиток у трансформаційній системі.

Як вагома складова макроекономічного балансування, запозичення держави створили специфічне середовище, в якому вплив на динаміку макроекономічних змінних більше визначається заходами боргової політики, а ніж процесами наближення економіки до стану рівноваги (як за рахунок саморегулювання, так і непрямого втручання держави).

Незважаючи на швидкі темпи акумуляції державного боргу за ринкової трансформації в Україні (та в інших трансформаційних економіках), його обсяги є незначними згідно світових стандартів оцінки обтяжливості ним країни, а макроекономічна позиція державного боргу вважається відносно врівноваженою. При цьому, на сьогодні борговий фактор є визначальним у процесі структуризації видатків бюджету та врівноваження платіжного балансу України.

Проблема державного боргу вважається досить дослідженою у західній літературі. Значної уваги дослідженню державного боргу та наслідків його існування приділяли Р. Барро, Дж. Бьюкенен, А. Лернер, Р. Масгрейв, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц. Різні аспекти аналізу державного боргу розкриті у роботах сучасних українських та російських економістів. Зокрема, теоретичні підвалини пізнання такого явища як державний борг містяться у доробку В. Андрущенка, В. Федосова. Вивченню особливостей макроекономічного середовища трансформації, в якому розвивається державний борг, а також проблемі державної заборгованості у перехідний період приділили увагу Т. Вахненко, Є. Гайдар, О. Заруба, З. Луцишин, В. Лисицький. Проблему управління державним боргом розглядали А. Вавілов, Г. Трофімов, Т. Бондарук. Аналіз державного боргу в контексті національної безпеки міститься у працях О. Барановського.

Водночас, комплексний підхід до вивчення державного боргу в трансформаційній економіці, на основі синтезу теоретичного бачення його

існування за переходу до ринку з прикладними аспектами вектору розвитку державних запозичень, практично відсутній у науковій літературі з цього питання. У теоретичних та емпіричних дослідженнях проблеми відсутній аналіз закономірностей розвитку державного боргу за ринкової трансформації як у контексті його взаємозв'язку з макроекономічним середовищем, макрополітикою, стадійністю здійснюваних перетворень, так і у контексті особливостей взаємозв'язку між характером трансформаційних процесів та напрямками його структуризації, доступності тих чи інших джерел запозичень, застосування певних інструментів управління ним тощо.

Відсутність яскраво вираженої позитивної теорії державного боргу за трансформації економіки у науковій літературі, недостатня глибина вивчення макро- та мікроекономічних передумов низької ефективності застосування дефіцитного фінансування при макроекономічному балансуванні та особливостей макросередовища державних запозичень, включаючи закономірності їхнього розвитку, зумовили вибір дисертаційного дослідження та коло проблем, що в ньому аналізуються.

Взаємозв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дане дослідження тісно пов'язане з планами науково-дослідних робіт кафедри маркетингу (секція фінанси) Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя, включене в координаційний план виконання науково-дослідних робіт Міністерства освіти України за напрямком "Економічні проблеми розбудови державності України: важелі та стимули розвитку господарчих систем", науково-дослідної роботи "Кон'юнктурні дослідження та їх вплив на формування ринкового середовища в Україні" (№ державний реєстрації 0198U005104).

Мета і основні завдання дослідження. Метою дисертації є розробка теоретичних положень дослідження державного боргу за ринкової трансформації, загальних підходів до аналізу закономірностей його розвитку у перехідній

економіці та практичних рекомендацій щодо вдосконалення боргової політики в системі макроекономічного регулювання.

Окреслена мета дослідження зумовила постановку та розв'язання наступних завдань:

– теоретично обґрунтувати феномен та вплив державного боргу на перехідну економіку;

– виявити загальні та особливі причини розвитку державного боргу в трансформаційній системі України;

– розробити методику макроекономічного аналізу державного боргу у перехідній економіці;

– проаналізувати взаємозв'язок між характером ринкових перетворень та динамікою державного боргу, його складом та структурою;

– дослідити вплив державних запозичень на розвиток секторів вітчизняної економіки;

– визначити особливості впливу макроекономічних заходів трансформації на політику управління державним боргом та дослідити взаємозв'язок між ними;

– запропонувати напрями удосконалення боргової політики у коротко- та довгостроковій перспективі.

Предмет, об'єкт, методологія та методика дослідження. Об'єктом дослідження є державний борг України у його системному зв'язку із макроекономічним середовищем ринкових перетворень. Предметом дослідження є загальні закономірності розвитку державного боргу за ринкової трансформації.

Методологічною базою дослідження є теорії державного боргу, ринкової економіки, макроекономіки, ринкової трансформації, економіки добробуту, публікації вітчизняних і зарубіжних вчених з питань державного боргу й розвитку трансформаційної економіки. Як методичний підхід застосовано системний аналіз.

Методичний апарат дослідження складають наукова дедукція та індукція, методи коефіцієнтів, структурного, дисперсійного аналізу, економіко-математичні методи.

Наукова новизна дослідження полягає в тому, що в ньому зроблено спробу дослідити проблему державного боргу у системному зв'язку з макроекономічним середовищем ринкової трансформації:

– вперше розроблено загальнотеоретичні положення, в яких обґрунтовується необхідність та закономірність розвитку державного боргу на етапі здійснення ринкових реформ;

– систематизовано основні причини та виявлено закономірності розвитку державного боргу України в процесі ринкових перетворень. Доведено, що процеси боргоутворення (включаючи напрям формування структури державного боргу) здебільшого зумовлюються характером ринкової трансформації;

– виявлено особливості розвитку державного боргу на кожній окремій фазі трансформації, включаючи його особливості у середовищі дизадаптивного та постгіперінфляційного збурення, що обмежує ефективність політики стимулювання сукупного попиту з допомогою дефіцитного фінансування;

– доведено, що макроекономічна позиція державного боргу не є визначальним індикатором при оцінці боргового тягаря. Основним її критерієм є структурні та вартісні параметри державного боргу, питома вага видатків на його обслуговування та погашення у структурі видатків бюджету;

– системно проаналізовано вплив державних запозичень на розвиток грошового, реального, зовнішнього, бюджетного секторів української економіки. Виділено індикатори, які дають змогу оцінити глибину несприятливих впливів державних запозичень на грошовий сектор та на спрямування грошової пропозиції;

– розроблено методичні підходи до аналізу взаємозв'язку боргової політики з макроекономічними заходами, досліджено характер цього взаємозв'язку на окремих фазах трансформації та у випадку посилення макродестабілізаційних тенденцій і

запропоновано напрями вдосконалення боргової політики в системі макроекономічного регулювання.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що вони можуть бути використані при розробці позитивної та нормативної частини теоретико-концептуальних засад боргової політики у перехідний період, визначенні цілей управління державним боргом у сучасних умовах і на перспективу. Аналітичні положення дисертації можуть бути використані в процесі прийняття рішень щодо управління державним боргом та макроекономічної координації, зокрема, щодо фіскальної, грошово-кредитної та валютної політики.

Окремі положення дисертації використано у процесі розробки навчальних дисциплін та їх методичного забезпечення у Тернопільському державному університеті імені Івана Пулюя (довідка № 1003).

Особистий внесок здобувача. Зміст та положення дисертації є особистим та завершеним дослідженням автора. З наукових праць, опублікованих у співавторстві в дисертації використані лише ті ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та результати дослідження, що містяться у дисертації обговорювались та доповідались на наукових конференціях: "Реформа фінансово-кредитної системи перехідної економіки" (Луцьк, 1998 р.); "Процеси становлення ринкової економіки: стан, проблеми, перспективи" (Львів, 1998 р.); "Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації світової економіки (приклад України)" (Київ, 1999 р.); "Економіка України: європейський вибір" (Львів, 2000 р.), а також на засіданнях кафедри маркетингу на виробництві та між кафедральному семінарі у Тернопільському державному технічному університеті імені Івана Пулюя.

Публікації. За результатами дослідження задепоновано монографію (7,1 д. а.), опубліковано навчальний посібник (15,11 д. а.), 9 наукових статей у фахових

виданнях (5,6 д. а.) та 3 тези доповідей (0,6 д. а., особисто автору належить 0,5 д.а.) загальним обсягом 28,41 д.а. (особисто автору належить 28,31 д.а.).

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури (212 найменувань), 3 додатків, загальним обсягом 202 сторінок машинописного тексту, 20 таблиць, 4 рисунків.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ЗА РИНКОВОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ

1.1. Концептуальні напрямки дослідження державного боргу в економічній науці

В історичному плані проблема розбалансованості публічних фінансів не була перманентною, що пов'язувалось з пануванням традиції мінімального втручання держави в господарські процеси конкурентного середовища відкритої економічної системи, ознаки якої були притаманні економікам переважної більшості країн під час становлення ринкового господарства. Розвиток держави як інституту, що відіграє виняткову роль у системі економічних звичаїв суспільства, позначився в першу чергу на зростанні державних видатків, які збалансовувались розширенням дії фіскальних засобів на економічних агентів. Поступове зростання рівня перерозподілу частини вартості суспільного продукту через державний бюджет набуло ознак історичної необхідності. Це дозволило німецькому економісту А. Вагнеру сформулювати економічний закон, згідно якого розвиток цивілізаційних процесів та ускладнення механізму функціонування держави як політико-економічного інституту призводить до неминучого зростання обсягів перерозподілу ВВП через державні фонди. Причому, інерція потреби держави у мобілізації фінансових ресурсів для втілення в життя соціально-економічної та політичної доктрини була мало еластичною за фактором достатності фіскального потенціалу, що зумовлювало потребу у додаткових фінансових ресурсах. Останні могли надходити через переорієнтацію руху частини позичкового капіталу у сферу фінансового забезпечення реалізації публічних інтересів, яке набувало кредитної природи. У такий спосіб утворювались державні борги, яким були властиві риси стійкого компонента фінансової системи.

Державний борг як невід'ємна складова економічної реальності багатьох країн, владний апарат яких потребував значних обсягів додаткового, поза фіскального за природою, фінансування, постав як об'єкт теоретичного аналізу, що свідчить про його складний та суперечливий характер. За таких обставин погляди

економістів на природу та наслідки його існування диференціювались. У першу це стосується економічного змісту категорії державний борг.

Так, у підручнику Макроекономіка авторів К. Макконелла та С. Брю державний борг тлумачиться з двох позицій: перша — "Державний борг — це сума нагромаджених бюджетних дефіцитів мінус надлишки"[101,С.456]; друга — "Державний борг є суспільним активом" [101,С.457]. Твердження про те, що державний борг є кумулятивною сумою бюджетних дефіцитів, ігнорує багато аспектів його формування, а також той факт, що він може зростати чи зменшуватись незалежно від обсягів бюджетного дефіциту. Отже, це твердження стосується формального, зовнішнього, хоча і причинно зумовленого боку явища. Думка про те, що державний борг є суспільним активом, на наш погляд, правомірна тільки в тому випадку, коли емітовані інструменти публічних запозичень розміщені здебільшого серед членів того суспільства, яке представлене державою, що здійснила емісію боргу. Водночас, тлумачення державного боргу як суспільного активу дає можливість простежити процес формування структури активів членів суспільства як з точки зору власності, так і з точки зору самозаборгованості, тобто з точки зору явища, коли суспільство, в цілому, заборговує своїм індивідуальним членам, з яких воно, власне, формується.

Британська енциклопедія подає тлумачення державного (національного) боргу як загальну сума грошей, що заборгована національним урядом приватним особам, банкам тощо [188]. Подібне визначення не розкриває повністю економічну природу державного боргу, хоча передає її зовнішній прояв, що опосередковується заборгованістю уряду.

Українські економісти В. М. Федосов, С. Я. Огороднік та В. Н. Сутормина подають таке тлумачення категорії державний борг, згідно якого державний борг — це сума заборгованості по зобов'язаннях, які випущені і не погашені, по внутрішніх державних позиках, а також сума фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату [44,С.226]. Наведена категорія "державний борг" висвітлює його економічну природу, а саме як заборгованість по емітованих та

непогашених державних позиках, природа яких є іманентно кредитною. Це дозволяє визначити державний борг як сукупність зобов'язань за спожитий капітал, наданий у позичку. Однак вона розриває єдність природи державних зобов'язань перед резидентами та нерезидентами, а також обмежує суму боргу перед "іноземними кредиторами" заборгованістю "на певну дату".

Сучасні російські економісти Л. А. Московкіна та В. П. Поляков тлумачать державний борг наступним чином: "Державний борг — це сукупні зобов'язання центрального уряду, місцевих органів влади, державних підприємств та організацій" [132,С.95]. Наведена дефініція дозволяє відстежити формування державного боргу за рахунок активності у отриманні позик як суб'єктів публічної влади різних рівнів, так і держави, а також державних інституцій. Водночас, економіко-правова невизначеність, в даному випадку, поняття "сукупні зобов'язання" дозволяє відносити до явища, що охоплюється категорією державний борг, навіть споживання тих грошових потоків, яке принципово не є державним боргом. Наприклад, до сукупних зобов'язань уряду та державних інституцій можна віднести невиплачену вчасно заробітну плату державним службовцям. А так як оплата праці службовців, які вступили з офіційними представниками держави у трудові відносини, не опосередковується рухом позичкового капіталу, то невиплачена заробітна платня не є складовою державного боргу (але не за умов, коли заборгованість по оплаті праці відноситься на державний борг відповідним політичним рішенням компетентного органу).

Подібним до вищеописаного є тлумачення, наведене у підручнику з курсу перехідної економіки під редакцією академіка Л. І. Абалкіна, а саме: "Сума прямих договірних зобов'язань органів державного управління перед економічними одиницями інших секторів економіки всередині країни називається внутрішнім боргом, а перед зарубіжними кредиторами — зовнішнім боргом" [86,С.360]. Наведена дефініція також чітко не окреслює поняття "прямих договірних зобов'язань органів державного управління", а також ігнорує факт того, що емітовані інструменти позики можуть бути розміщені і не в "інших секторах

економіки", а, зокрема, в секторі державного управління, як це має місце в практиці США, Великої Британії, Бельгії тощо.

Деякі українські економісти розглядають державний борг як "...загальну суму випущених, але непогашених державних позик з нарахованими відсотками, які мають бути виплачені до певної дати за певний строк" [56,С.383]. Дане твердження враховує кредитну природу державного боргу як державної заборгованості, що виникла внаслідок використання позичкового капіталу, але концентрується хоч і на основному, але не вичерпному шляху формування державного боргу, а саме випуску позик. Наведене тлумачення не враховує можливість прийняття державою на себе зобов'язань платіжного характеру, які вона згідно відповідної легітимної процедури може віднести на державний борг.

Врахування недоліків та переваг розглянутих визначень категорії "державний борг" дозволяє авторові запропонувати власне визначення, а саме: державний борг — це загальна сума емітованих але непогашених позик з нарахованими процентами, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань.

У ринковому господарстві, де створюються блага, які споживаються переважно приватним сектором, спостерігається низький рівень мотивації (або її відсутність) виробляти певну номенклатуру благ. А так як ринок не може забезпечити їх створення, то ініціативу по забезпеченню виробництва благ суспільного споживання взяла на себе держава, яка в процесі свого розвитку значно розширила їх спектр та збільшила його обсяги. Якщо фіскальний потенціал економіки не дозволяв державі здійснювати необхідну пропозицію суспільних благ, то уряд вдавався до боргового розширення державних видатків, а плата за споживання суспільних благ набула форми податків або державного боргу як наслідку позикових операцій уряду.

Одним з перших, хто теоретизував проблему втручання держави у сферу продукування благ був А. Сміт. Він послідовно відстоював позицію "дешевого уряду" і намагався довести спроможність ринку за рахунок внутрішнього рушійного механізму ("невидимої руки") розподілити ресурси з високим рівнем оптимальності,

мав би бути незмінним через те, що дефіцит, утворюючись за рахунок податкових недонадходжень, фінансується через державні позики. Тому споживання державного сектору не змінюється, а приватний сектор має можливість його розширити, оскільки фіскальні ставки знизились. Однак, на думку Рікардо, споживання приватного сектору через очікування фіскальної експансії, причиною якої виступатиме необхідність погашення накопиченого боргу, не змінюється. Трансформація податків у проценти за позики нівелює стимулюючу споживання роль попереднього зниження податків. Очікуючи зростання фіскальних ставок, економічні агенти не збільшать споживання, а почнуть купувати облігації позики на кошти, які залишатимуться в їхньому розпорядженні після зниження податків [208]. Тому для економічних агентів фінансування державних витрат у теперішньому періоді за рахунок податків чи позик є еквівалентним; функція споживання буде незмінною.

Важливий аспект теорії державного боргу розглянув К. Маркс, який у праці "Капітал" простежив взаємозв'язок між капіталом, податками та державним боргом. Маркс помітив двоїсту природу капіталу, втіленого у державних цінних паперах (облігаціях), які обертаються на ринку. Облігації є лише титулом капіталу, який функціонує у сфері створення нової вартості, але приносить власникам прибуток як капітал, який застосовується у реальному виробництві. Звідси, на думку Маркса, і випливає фетишизація позичкового капіталу, що набуває форми державних цінних паперів, адже грошова винагорода у вигляді доходу від проценту отримується власником облігації з поза виробничої діяльності, коли виробництво начебто є єдиним джерелом зростання вартості і суспільного капіталу. За твердженням Маркса, облігація принципово відрізняється від тих видів цінних паперів, які обслуговують виробничу діяльність, в першу чергу від акції як частини статутного капіталу. "Нагромадження капіталу у вигляді зобов'язань державного боргу означає... лише збільшення класу кредиторів держави, які дістають право привласнювати собі певні суми з загальної маси податків. Ці боргові свідоцтва, видані за первісно взятий в позику і давно вже витрачений капітал, ці паперові

публікати знищеного капіталу функціонують для своїх власників як капітал" [103,С.18-19]. Отже, облігації, виступають своєрідним засобом переміщення грошових ресурсів з виробництва у сферу непродуктивного державного споживання. Важливим моментом у характеристиці Марксом руху капіталу в процесі утворення державного боргу є виявлення джерела оплати процентів по позиках. Як правило, таким джерелом є та частина новоствореної вартості, яка набуває форми податків. А отже, облігації надають право капіталізації податкових надходжень, тобто привласнення частини новоствореної вартості, уникаючи участі у процесі відтворення, що є імперативом збільшення капіталу державного кредитора.

Маркс дійсно помітив реальну природу привласнення податкових надходжень власниками державного боргу, що створює небезпеку для зменшення обсягів реального капіталу, який обслуговує виробництво, тобто бере участь у створенні нової вартості. Але історична обмеженість поглядів Маркса на цю проблему полягає в тому, що він не міг передбачити тенденцію набуття державним боргом змісту інструмента перерозподілу вартості не тільки між поколіннями, але й між секторами: приватним та публічним. Збільшення державного споживання, опосередковане зростанням державного боргу, нерідко реалізовувалось у створенні суспільно необхідних капітальних благ, у пропозиції яких приватний сектор не зацікавлений з огляду на пан раціональні мотиви його діяльності.

Спроба розглянути державний борг як наслідок свідомого утворення бюджетного дефіциту, якому відводилась роль інструментального забезпечення проведення макроекономічної політики, була здійснена кейнсіанською течією в економічній теорії. Криза ринкової системи 30-х років, апогеєм якої була "велика депресія", поставила під сумнів багато теоретичних постулатів економічного класицизму, зокрема: існування цінової еластичності у короткостроковому періоді; існування еластичності зарплати за фактором зайнятості; спроможність ринку саморегулюватись та функціонувати у стані рівноваги тощо. За подібних обставин твердження Сея про те, що будь-яка пропозиція автоматично врівноважується

попитом перестало підкріплюватись емпіричними даними. Кризовий стан економічної системи Заходу та способи його долання виступили об'єктом теоретичного аналізу Дж. М. Кейнса, який обґрунтував необхідність державного втручання в економіку з метою стимулювання попиту за для досягнення повної зайнятості. Перенесення в сферу попиту субстанції рушійного механізму розвитку відтворення вимагало застосування нового категоріального та інструментально-методичного апарату аналізу агрегованих величин, які б відображали макроекономічні процеси.

Деградація ринкового саморегулювання в умовах засилля монополій була об'єктивним фактором, що зумовлювало активізацію участі держави у відновленні втраченої рівноваги. Вона могла бути досягнутою, на думку Кейнса, через застосування анти циклічної політики державного втручання в економіку, базуючись на посиленні "ефективного попиту" (платоспроможного попиту) за рахунок стимулювання державних видатків, які мають виступати провідним засобом розширення зайнятості, виробництва та доходів. "Сучасний рівень виробництва або національного доходу залежить від сукупного... попиту, тобто попиту, що забезпечений грішми, інакше кажучи, від реальних витрат на придбання товарів та послуг"[70,С.261]. "Ефективний попит", який реально забезпечений ліквідними засобами, що опосередковують господарські трансакції, виступає національним доходом, який складається зі споживання та нагромадження, або з особистого попиту індивідів та виробничого попиту господарюючих суб'єктів. В такому випадку попит індивідів є витратами суспільства на споживчі блага, а попит економічних агентів є витратами на капітальні блага, тобто інвестиції. Водночас, Кейнс виявив "психологічний закон", що зумовлює нетотожність між доходом та попитом (витратами). Елемент, що визначає витрати суспільства в межах психологічної необхідності, Кейнс назвав "граничною схильністю до споживання", рівень якої і є визначальним чинником у кореспонденції між доходами та витратами. Заощадження, в такому випадку, виступлять, з одного боку не отриманим доходом або не здійсненними видатками; з іншого — джерелом для

відновлюється через те, що сукупний попит, який складається з інвестицій та споживання, доповнюється дефіцитом публічного сектору. Він, в даному випадку, виконує роль інструмента, дія якого спрямовується на балансування економіки. Постійне утворення дефіциту нагнітає сукупний попит, через мультиплікаційне розширення якого, держава не зустрічає труднощів в обслуговуванні державного боргу, що є безпосереднім наслідком дефіцитного фінансування. Державний борг виступає в ролі чинника примноження інвестицій, розширюючи сукупне споживання в економіці. Держава повинна збільшувати інвестиції навіть в тих випадках, коли вони не забезпеченні доходами, отже розширення інвестицій має здійснюватись у борг. Падіння рівня зайнятості в економіці і відповідне звуження сукупного попиту обходиться суспільству значно дорожче, ніж зростання державного боргу. Мультиплікаційне розширення сукупного попиту, формуючи передумови для гіпотетичного досягнення економічним потенціалом стану повної зайнятості, дозволяє збільшувати обсяги реального виробництва на певний коефіцієнт. Тому обслуговування зростаючого державного боргу не викличе негативних наслідків для економіки. Це пояснюється тим, що зростання виробництва темпами, які перевищують зростання процентних платежів, екстерналізує негативний вплив бюджетних дефіцитів навіть у довгостроковому періоді. Крім того, суспільна ціна пригніченого сукупного попиту значно вища, ніж ціна, яку сплачує суспільство власникам державного боргу. А оскільки власниками державного боргу є самі члени суспільства, то видатки держави не тільки збільшують інвестиційний попит, збільшуючи суспільний дохід, але й збільшують дохід від володіння державним боргом. Спроможність держави обслуговувати свої боргові зобов'язання ґрунтується на еластичності фіскальних надходжень за фактором зростання виробництва. Тому, згідно тверджень кейнсіанців, державний борг, виконуючи проміжну функцію між теперішніми видатками держави на інвестиції та майбутнім фіскальним вилученням частини новоствореного продукту, само екстерналізує свій тиск на економіку.

Принцип еластичності доходів та видатків держави за фактором динаміки виробництва покладено в основу теорії "автоматичних стабілізаторів", "функціональних фінансів" та інших неокейнсіанських концепцій, які державному боргу також відводять інструментальну роль в процесі реалізації політики держави, спрямованої на досягнення макроекономічної рівноваги та циклічного згладжування. Саме анти циклічна політика держави, що опосередковується, зокрема, дефіцитним фінансуванням, має забезпечити мінімальні коливання рівня зайнятості та виробництва. Оскільки видатки бюджету зростають за умов зниження сукупного попиту, зниження виробництва та зайнятості (зростають видатки на соціальну допомогу по безробіттю тощо), а доходи знижуються через негативну динаміку податкових надходжень, то балансування бюджету на щорічній основі не є економічно нейтральним. Це обумовлюється тим, що зниження видатків бюджету, збільшення податків є стримуючими сукупний попит заходами. Тому дефіцитному фінансуванню відводиться роль розширення видатків на стадії рецесії, що дозволяє компенсувати звуження сукупного попиту дефіцитом публічного сектору. Під час економічного піднесення, бюджетний надлишок, що утворився, може спрямовуватись на зменшення державного боргу. Така логіка покладена в основу філософії бюджету, що балансується на циклічній основі. Дефіцитному фінансуванню в управлінні економічним циклом відводиться роль створення джерела видатків, які доповнюють звужений на негативній фазі циклу сукупний попит. Тому сальдо бюджету повинно синхронізуватись з циклами ділової кон'юнктури, що дозволяє впливати на макроекономічну рівновагу не протягом фінансового року, а протягом (.5Uекономічногоциклу. Так, американський економіс Р. Ліндхольм стверджує, що старе правило публічних фінансів проголошує — бюджет повинен балансуватись економікою, а нове правило проголошує — бюджет повинен балансувати економіку" [204,С.160]. Обстоюючи тезу про економічну анти нейтральність бюджету, збалансованого на щорічній основі, економісти, зокрема С. Леланд, стверджують, що економічний спад, знижуючи доходи бюджету, вимагає збільшення видатків, а їхнє балансування призводить до ще глибшого спаду.

Водночас, економічне зростання, призводячи до бюджетного надлишку, зумовить інфляційне розширення сукупного попиту, а зниження податків та збільшення державних видатків посилять інфляцію.

Подібною за змістом до філософії циклічно збалансованого бюджету є концепція "функціональних фінансів" А. Лернера [203]. Згідно з ідеєю "функціональних фінансів" "питання про збалансування бюджету на щорічній чи циклічній основі другорядне" [101,С.452]. Основною метою економічної політики уряду має виступити не інфляційне забезпечення повної зайнятості, тобто збалансування економіки, а не бюджету. Бюджет має виступати знаряддям макроекономічного дезінфляційного балансування. А якщо наслідком цієї політики виявиться накопичення значних боргів, то суспільна ціна боргового тягаря все одно є меншою, ніж інфляція та безробіття. Тому "функціональні фінанси" мають забезпечувати проведення такої політики, яка б була зорієнтована на довгострокове економічне зростання.

Стосовно ділового циклу "функціональні фінанси" пропагують виключно фінансові операції публічної влади. За допомогою дефіцитного фінансування, операцій з активами, кредитами, стягування податків, надання субсидій держава повинна проводити заходи у відповідні роки, на які припадає та чи інша фаза ділового циклу. Так, під час кризи держава повинна розширювати операції з купівлі активів, надання кредитів корпораціям, субсидій домогосподарствам, підтримувати низькі процентні ставки, тобто створювати середовище для протиставлення сукупного попиту, що стимулюється державою, циклічному стисканню. Під час пожвавлення, держава має проводити політику підтримки помірно високих процентних ставок, розширювати запозичення, тобто проводити політику, спрямовану як на пригнічення інфляції на фазі буму, так і уповільнення темпів зростання до помірних. Так, А. Лернер розглядав фінанси з прагматичної точки зору, а саме як засіб проведення макроекономічної політики. Державний борг у концепції "функціональних фінансів" розглядається здебільшого як один з наслідків активної політики уряду, але такий, який не несе негативних наслідків для

економіки. Лернер не вважав державний борг тягарем у випадку, коли він розміщений серед резидентів. Аткінсон та Стігліц наводять такий вислів дослідника: "Нація, яка винна іншим націям, збіднюється, або обманює сама себе... Але це не розповсюджується на національний борг, коли нація є боржником громадян тієї ж нації... Ми винні його самі собі" [4, С.339]. А отже, державний борг в концепції "функціональних фінансів" виконує позитивну роль при балансуванні економіки.

Дотримання на практиці кейнсіанських рекомендацій стосовно стимулювання сукупного попиту через механізм видатків уряду справляють не завжди той вплив на економіку, який передбачає теорія. Проведення про інфляційної анти циклічної політики, ґрунтуючись на методологічних засадах "кривої Філліпса", де безробіття є оберненою функцією інфляції, суперечить такій важливій рисі ринкової економіки як іманентна про циклічність. Роль циклу в ринковій економіці, в загальних рисах, полягає у модернізації відтворення, після чого втрачена рівновага відновлюється, але економічна система буде перебувати на якісно іншому рівні. В цьому розумінні, цикл ділової активності є бажаним явищем, а деформація перебігу природних подій економічного життя державним втручанням може консервувати негативні явища в економіці через нераціональність урядових видатків. До того ж, вплив дефіцитного фінансування на потужні коливання кон'юнктури мінімізується через накопичення структурних диспропорцій, через що діловий цикл є неминучим.

Збільшуючи обсяги дефіцитного фінансування, в принципі, не можливо радикально підвищити загальний рівень сукупного попиту в економіці, тому що сукупна пропозиція навіть в умовах неповної зайнятості є нееластичною у короткостроковому періоді, а тому боргове фінансування дефіцитів публічного сектору буде перерозподіляти сукупний попит, збільшуючи складову державних видатків у загальних витратах суспільства. Активна експансія уряду на ринки капіталу з метою профінансувати у борг дефіцити бюджету призводить до появи так званого "ефекту витіснення" приватних інвестицій. Його зміст полягає у тому, що збільшуючи запозичення на ринку капіталів держава додає до попиту приватного

сектору на гроші власний попит. Попит та пропозиція на гроші, які були врівноважені нормою проценту, за умов присутності на ринку тільки приватних позичальників, втрачають свою рівність через вихід на ринок держави як позичальника, що призводить до підвищення норми проценту на ринку позичок. А так як в кейнсіанській моделі інвестиції є оберненою функцією процента, то збільшення процентних ставок призводить до зниження інвестиційної активності приватного сектору. Така сама ситуація має місце з позичковими фондами, які переорієнтовуються з кредитування приватного сектора на кредитування державного.

Одним з ймовірних наслідків "ефекту витіснення" є інфляція: зростання норми проценту, зумовлене емісією боргу, є елементом грошової трансмісії на видаткові тенденції в економіці. Пропозиції кейнсіанців щодо інфляційного стимулювання сукупного попиту не тільки через позики на ринку, але й через позики у центрального банку при реалізації відповідної політики, позначилось на зростанні цін. Тому, після значних успіхів кейнсіанської нормативної теорії при розробці заходів для подолання загального економічного спаду, прийшло, як мінімум, обережне ставлення до цього вчення, зокрема до його концепції дефіцитного фінансування.

Економічна теорія державного боргу є вагомою складовою неокласичних та неоліберальних теорій, які, як апологетика вільного ринку, пропагували ідеї самодостатності ринкової системи, а також розглядали вплив тих чи інших заходів держави на економічну поведінку людини. Витрати держави, як правило, тлумачаться як видатки на фінансування суспільних благ, які рівною мірою доступні усім членам суспільства.

Продовженням думки Рікардо щодо еквівалентності між податками та позиками в процесі фінансування суспільних благ є гіпотеза Р. Барро, яка постулює нейтральність державного боргу (ця гіпотеза більше відома як "теорема нейтральності" Барро). Розділяючи думку Рікардо щодо рівнозначності фіскального та боргового фінансування дефіциту для економічних агентів, Барро вводить в свою

теоретичну конструкцію ефект збільшення заощаджень під час боргової експансії уряду. В результаті, заміна фіскальної рестрикції зростанням боргу, не збільшить сукупне споживання, яке є функцією реального доходу (що має тенденцію до збільшення за умов послаблення податкового тягаря), а призведе до зростання заощаджень (або депозитів), які є функцією раціональних очікувань економічного суб'єкта. Заощадження економічних агентів, трансформуючись у джерело запозичень для інститутів ринку капіталу, дозволять поповнити позикові фонди, зменшені "ефектом витіснення" при розміщенні державного боргу на фінансовому ринку. В результаті, збільшення норми проценту та зменшення приватних інвестицій буде нейтралізуватись за рахунок зростання заощаджень економічних одиниць як реакції на фіскальну експансію майбутнього періоду. Тому державний борг буде економічно нейтральним стосовно споживання та інвестицій і норми проценту. В даному випадку, еквівалентність та нейтральність не фіскального покриття дефіциту означатиме, що державний борг є податком, відкладеним у часі [187, С.1095-1117]. Водночас, важко уявити, що реакція економічних агентів, опосередкована збільшенням заощаджень, виявиться пропорційною майбутньому збільшенню податків. До того ж, важко передбачити через який період уряд підвищить фіскальні ставки, і чи розповсюджуватимуться вони в майбутньому на теперішніх платників податків, адже не виключено, що збільшення податків може стосуватись інших вікових груп. Саме цієї точки зору притримується Дж. Стігліц: "Навіть якщо хтось вважає, що більші розміри дефіциту збільшують заощадження..., заощадження навряд чи виростуть на долар на кожен долар зростання дефіциту" [164, С.602].

Теоретичні парадигми державного боргу здебільшого різняться за критерієм трактування державного боргу чи як тягаря, чи як інструмента управління сукупним попитом. Теорія "боргового нейтралітету" Р. Барро є спорідненою до теорій кейнсіанства, в яких державний борг не розглядається як тягар. Прибічники позиції, згідно якої державний борг не є тягарем, зокрема Макконелл та Брю, розглядають такі варіанти та чинники елімінування його негативних наслідків. Допускається, що

економіка працює за повної зайнятості, а державний бюджет є збалансованим. Збільшуючи видатки, уряд перекладає тягар по фінансуванню суспільних благ, яке зросло, на покоління, за якого відбувається збільшення видатків. У відповідності з кривою трансформації, при збільшенні урядових видатків, пропозиція "державних товарів" зростатиме, а приватних знижуватиметься. А так як товари приватного сектору поділяються на інвестиційні та споживчі, то зниження споживання споживчих товарів буде тягарем для теперішнього покоління, а зниження споживання інвестиційних товарів зменшить загальний обсяг капітальних благ в суспільстві. Тому зниження споживання інвестиційних товарів для теперішнього покоління буде тягарем для майбутнього покоління. Але, збільшуючи видатки, що фінансуються у борг, уряд може розширити як поточне, так і інвестиційне споживання. Позитивна динаміка фінансування суспільних благ поточного характеру не вплине на зниження споживання для теперішнього покоління. Просто в його структурі збільшиться питома вага благ суспільного значення, асигнувати які може здебільшого тільки публічний сектор. За умов збільшення інвестиційних видатків держави, загальний обсяг фінансування капітальних благ не змінюється, а їхня структура трансформується за умов збільшення частки капітальних активів, що належать уряду. Збільшуючи як споживчі, так і інвестиційні витрати уряд мультиплікує первинну зайнятість, збільшуючи сукупний попит, в результаті чого обсяги споживання в теперішньому періоді не зменшаться і державний борг не буде тягарем для майбутніх поколінь [101, С. 459-461].

Пропонуючи більше суспільних благ як споживчих, так і інвестиційних, держава виконує егалітарну функцію через те, що суспільні блага є неподільними і споживаються усіма членами суспільства. Це дозволяє зменшити приватне споживання заможних верств населення через вилучення частки доходів у вигляді купівлі облігацій, та збільшити споживання менш заможних верств, через розширення спектру соціальних благ суспільного характеру, які стають для них більш доступними. Але перерозподільна роль державного боргу має суттєву ваду, а саме — сприяння в переорієнтації коштів з обслуговування потреб приватного

сектору на обслуговування потреб державного, який здійснює витрати, нерідко, з субграничною ефективністю. Тому державні позики відбиваються на ірраціональному розміщенні ресурсів, зокрема фінансових. Так, К. Макконелл та С. Брю зауважують, що "... економісти обґрунтовують необхідність збалансованого на щорічній основі бюджету головне не небезпекою дефіцитів і зростанням державного боргу, а потребою обмежити небажане і неекономічне розширення державного сектора"[101, С. 451]. Посилення перерозподільних тенденцій в економіці зрівняльного спрямування, що позначається на розширення споживання суспільних благ, навіть профінансованих у борг, призводить, на думку англійського економіста Д. Мідделтона, до створення "безвідповідального суспільства" [44, С. 263]. Тому, на думку згаданих економістів, перерозподільна активність держави, особливо та, що опосередковується дефіцитним фінансуванням, має бути зменшена.

Перерозподіляючи споживання між приватним та публічним сектором, державний борг може емітуватись для покриття одноразового чи тимчасового дефіциту, або постійного дефіциту. У випадку збільшення рівня одноразового споживання, держава може вдатись або до посилення фіскального тиску, або до збільшення боргового фінансування бюджетного розриву, що утворився. Збільшення податкового тягаря для фінансування тимчасових потреб призводить до зниження споживання на більш тривалий термін, на відміну від боргового фінансування тимчасового дефіциту. Тому загальний сукупний попит знизиться, призводячи до падіння виробництва та зайнятості. Боргове фінансування одноразового зростання урядових потреб позначиться на зростанні сукупного попиту в момент здійснення видатків, але згодом, рівень сукупного попиту буде знижуватись до початкового рівня. Монетизація одноразового фінансування дефіциту позначиться на розширенні грошової бази, в результаті чого сукупний попит зросте через збільшення грошової пропозиції, вплив на економіку матиме більш тривалий характер. Тому, на думку Л. Т. Гайгера, можливе зростання цін, що пов'язано з нееластичністю пропозиції у короткостроковому періоді, а збільшення її

за умов "згасаючого сукупного попиту" позначиться на видатках фірм, що теж може відбитись на зростанні інфляції.

Фінансування постійного дефіциту, за логікою Л. Гайгера, складна макроекономічна проблема: "Якщо економіка не розвивається, то не можливо вдаватись до боргового фінансування постійного дефіциту". В той же час, "постійний дефіцит бюджету, що фінансується центральним банком, призводить до інфляції — чим вище дефіцит, тим вищою є інфляція" [38, С. 221]. Однак збільшення державного боргу не є великою проблемою за умов, що коефіцієнт "заборгованість/доход" буде константою, робить висновок Л. Гайгер.

Дослідженню впливу державних позик на функцію споживання значної уваги приділяв німецький економіст М. Карлберг. Він розглядав взаємозалежність між державним боргом та споживанням у динамічній системі, тобто у довгостроковому періоді, в якому ця залежність набуває специфічного виразу. Нехай z — сума державного та приватного споживання (тобто сукупне споживання) на душу населення, а t — час (рис.1.1). Спочатку державне та приватне споживання були стабільними. За умов збільшення видатків публічного сектору, що фінансуються за рахунок позик, споживання на душу населення зростає.

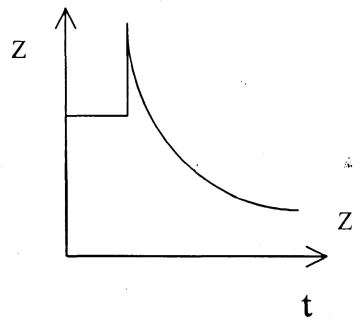

Рис.1.1. Зростання державного запозичення та зміна споживання на душу населення в часі.

Графік демонструє швидкі та повільні зміни у функції споживання. Збільшення запозичень позначається на зниженні податків та розширенні багатства, в результаті чого споживання зростає швидким темпом у короткостроковому періоді. (На графіку функція споживання з горизонтальної переміщується у вертикальну площину). Це швидкі зміни у споживанні. Але у довгостроковому

періоді має місце ефект витіснення: знижуються інвестиції у капітальні активи, в результаті чого суспільство втрачає адекватну забезпеченість відтворення основними фондами, що автоматично детермінує зниження споживання на душу населення. Це повільні зміни у споживанні [30, С. 24-25]. У такий спосіб Карлберг пояснює, як державні запозичення впливають на траєкторію функції споживання у короткостроковому та довгостроковому періоді.

Ф. Модільяні в дослідженні державного боргу зосередився на аналізі процесу капіталоутворення за переходу від податкового до позичкового фінансування потреб суспільного сектору. Модільяні стверджував, що індивід споживає весь свій дохід на протязі всього життя. Хоча і існує постійна міграція власності від тих, хто проїдає збереження (пенсіонери), до тих, хто заощаджує, за умов стаціонарного населення та технології має місце постійний рівень сукупних активів. За умов, коли державний борг відсутній, початкова сума реального капіталу, дорівнює сукупним активам. Якщо за якийсь певний період видатки публічного сектору збільшуються за рахунок інтенсифікації позичкових операцій, але таким чином, що заощадження при цьому не будуть виступати джерелом оплати емісії державного боргу, то експансія запозичень зменшить приватний капітал у портфелях активів домогосподарств. У результаті, структура активів домогосподарств зазнає змін через збільшення частки державних цінних паперів, які будуть витісняти цінні папери інститутів бізнесу. Через це корпорації втратять інвесторів і їхні інвестиції у капітал зменшаться, що говорить про негативний вплив публічних запозичень на капіталоутворення. Якщо збільшення видатків уряд фінансуватиме не за рахунок позик, а за рахунок збільшення податків, то це призведе до зниження зажиттєвого доходу усіх, хто живе у період підвищення фіскальних ставок. Тому індивіди розподілять зменшення споживання на весь період життя, так що сума заощаджень зменшиться [4, С. 340]. Через це Модільяні робить висновок, що боргове фінансування приросту видатків публічного сектору призводить до зменшення вартості суспільного капіталу, в результаті чого суспільство збіднюється. Водночас, збільшення державного боргу збільшить тільки теперішнє споживання, а від так,

державний борг є тягарем для економіки. Збільшення фіскального навантаження, згідно логіки Модільяні, не вплине на зменшення капіталу суспільства, але знизить споживання на протязі життєвого циклу індивідуумів. Ігнорування структури оподаткування за таких умов є методологічною передумовою для того, щоб вважати капіталоутворення незалежним від податків фактором. Але запровадження податків на капітал або інших податків, що впливають на рішення корпорацій щодо структури свого капіталу, порушує умови нейтральності оподаткування при впливі зростання публічних видатків на суспільний капітал. З цього приводу Аткінсон та Стігліц пишуть: "Збільшення боргу еквівалентно одночасному трансферту, що функціонує за рахунок сукупної суми податків на молодше покоління. Це означає, що будь-які ефекти державного боргу можуть бути нейтралізованими за рахунок комбінації одночасних податків та трансфертів. Заборгованість буде лише тоді тягарем, коли уряд буде обмежений у застосування тимчасових податків." [4, С. 344]. Подібне твердження переносить вирішення проблеми тягаря державного боргу в сферу політико-економічних рішень уряду, наслідки яких не завжди проявляються у короткостроковому періоді. До того ж, уряд має тільки відносну компетенцію щодо рішень, пов'язаних з податками та трансфертами.

Великого значення теорії державного боргу приділяв Дж. Бьюкенен, який розглядав державні запозичення як з точки зору "теорії суспільного вибору", автором якої він є, так і з точки зору наслідків дефіцитного фінансування, в залежності від способу здійснення позикових операцій. "Теорія суспільного вибору" висвітлює вплив демократичної організації суспільного устрою на прийняття фінансових рішень. З точки зору Дж. Бьюкенена, консенсус в суспільстві можливий між різними соціальними групами. В той же час, досягнення консенсусу у фінансовій сфері ускладнюється намаганням різних верств суспільства позбутись тягаря по фінансуванню суспільних товарів. "Окремі соціальні групи намагаються отримати суспільних товарів на більшу суму, ніж внесли податків. Саме цим Дж. Бьюкенен пояснює той факт, що державні видатки, як правило, перевищують оптимальний рівень" [44, С. 257]. Більш активні соціально-політичні верстви

вдаються до лобіювання підвищення урядових витрат для пріоритетних сфер, які ними визначаються егоїстично. Намагання збільшити пропозицію суспільних благ, не підвищуючи податки, призводить до боргового фінансування дефіцитів, на утримання яких вплинула гра "концентрованих інтересів". З цієї причини, суспільство, на думку Бьюкенена, втрачає об'єктивні орієнтири щодо реальної вартості споживання суспільних благ. Якщо споживання товарів суспільного сектору здійснюється на основі сплати податків, то реальною ціною суспільних благ будуть податки. За таких умов, кожен член суспільства буде знати ціну споживання благ, які пропонуються публічним сектором. Якщо збільшення пропозиції суспільних благ ґрунтується не на фіскальній, а на борговій основі, то суспільство позбавляється можливості визначати, який саме внесок зробив кожен його член для того, щоби все суспільство розпочало споживати більше. Ціна за боргове фінансування суспільних благ, набуваючи форми позичкового процента, буде ірраціональним показником вартості споживання суспільних благ у сприйняті економічних агентів. А тому найбільш активні соціальні сили виявляться спроможними збільшити їх споживання, не вдаючись до відкритого застосування нових податків. Це, в свою чергу, спотворює оптимальну структуру фінансування суспільних благ з боку держави.

Другим аспектом теоретичних побудов Бьюкенена, що стосуються державного боргу, є аналіз способів здійснення запозичень. Зокрема передбачається, що запозичення можуть бути формальними, якщо емітент боргу обмінює облігації на ліквідність центрального банку, та реальними, коли уряд розміщує державний борг на фінансовому ринку. За обміну боргових зобов'язань на ресурси центрального банку відбувається монетизація державного боргу, тобто емісія боргу викликає емісію грошей. Розширення грошової бази таким чином може призвести до інфляційного фінансування формальних державних запозичень. За умов високої зайнятості, коли ресурсний потенціал економіки майже повністю використовується, застосування прихованих інфляційних позик збільшує сукупний попит, на що сукупна пропозиція відреагує номінальним зростанням (адже всі

ресурси зайняті). Але за умов низької зайнятості, коли спостерігається спад, держава має вдаватись до прихованих формальних позик, навіть якщо рівень монетизації державного боргу збільшиться. Це пояснюється позитивним впливом розширення грошової пропозиції, підсиленої публічними видатками, на економіку в стані стагнації. Водночас, боргове фінансування дефіциту уряду, що детермінує створення реального боргу, за умов спаду негативно відбивається на фінансах та грошовому ринку. Але за високої зайнятості створення реального боргу не буде тягнути за собою таких негативних наслідків, як за умов спаду. Бьюкенен доводив, що можливість задовольнити бюрократичні структури в теперішніх видатках має ґрунтуватись тільки на податках. Однак, фінансування видатків, пов'язаних з віддачею у майбутньому має проводитись у борговий спосіб [190]. По суті, Бьюкенен пропагує розмежування поточних та капітальних видатків бюджету, що дозволило би сформувати співмірність між вартістю інвестиційних проектів суспільного сектору та вартістю обслуговування державного боргу, за рахунок емісії якого фінансується пропозиція капітальних благ.

Р. Масгрейв, один з провідних теоретиків публічних фінансів, аналізував державний борг у контексті перерозподілу боргового тягаря між поколіннями. Масгрейв не вважав, що головною причиною прив'язки фінансування капітальних благ до емісії боргу є співмірність між наступними надходженнями та процентними платежами. Державний борг має врівноважувати споживання суспільних благ капітального характеру між поколіннями [205, С. 467-623]. Л. Дробозіна тлумачить постулати Масгрейва як своєрідний принцип будівництва бібліотеки [54, С. 177-179].

Принцип будівництва бібліотеки розкриває не тільки економічну, але й етичну складову запозичень публічного сектору, і зміст цього принципу зводиться до наступного. Якщо уряд вирішив інвестувати у створення публічних капітальних цінностей, які будуть функціонувати багато років, то вони, як правило, потребують значного обсягу початкових вкладень капіталу. Якщо всі ці видатки перекласти на теперішнє покоління, то воно буде в нерівних умовах порівняно з майбутнім, адже

воно мусить зменшити споживання суспільних благ в теперішньому часі, тоді як майбутнє покоління зможе споживати їх більший обсяг (тобто "користуватись бібліотекою"). Тому створення суспільних благ капітального характеру, які будуть споживатись не одним поколінням, має здійснюватись у борг. Якщо оплата послуг вчителя, що фінансуються за рахунок податків, є оплатою суспільних благ, які споживаються теперішнім поколінням, то обслуговування державного боргу, набуваючи форми процентних платежів, буде сприйматись як розподіл тягаря по фінансуванню суспільних благ. Майбутні покоління приймуть участь в оплаті свого споживання через трансформацію податкових платежів свого, теперішнього, часу у проценти за позики, кошти від яких були спрямовані на інвестиції. За таких умов рівень споживання суспільних благ в середньому по поколіннях не зміниться, оскільки кожне покоління взяло участь у їхньому фінансуванні. Тому, з метою вирівнювання тягаря між поколіннями, уряд має фінансувати поточні видатки за рахунок теперішніх податкових платежів, а видатки, пов'язані із створенням капітальних активів, за рахунок позик. Але, створюючи капітальні блага суспільного споживання, уряд розв'язує не тільки проблему мультиплікації зайнятості, але продукує ті необхідні блага, які фінансувати приватному сектору не вигідно чи не під силу.

Незважаючи на позитивні риси, яких набуває функціонування публічного сектору у стані дефіциту бюджету, більшість економістів констатують реальність ефекту витіснення. Російські економісти А. Астанович, Л. Григорьєв та Е. Кириченко наводять такі розрахунки Л. Саммерса: "...кожний долар дефіциту скорочує інвестиції на 60 центів. Три компонента приватних інвестицій: в будівлі та споруди, в машини та обладнання та зміну запасів, зменшуються в однакових розмірах — приблизно по 20 центів кожний" [65, С. 41].

Крім ефекту витіснення приватних інвестицій, державний борг може виявитись чинником розбалансованості зовнішнього сектору економіки, зокрема через появу феномену "подвійних дефіцитів", що означає: фіскальний дефіцит позначається на дефіциті поточного рахунку платіжного балансу. Пояснюється цей

феномен у такий спосіб: дефіцит бюджету витісняє приватні інвестиції, збільшуючи попит на внутрішньому ринку капіталів; зростання попиту на ринку капіталів підвищує процентну ставку в середині країни, що призводить до припливу капіталу з-за кордону для придбання державних цінних паперів; зростання попиту на внутрішні інструменти запозичень ревальвує національну валюту, що здорожує експорт та здешевлює імпорт, а це тягне за собою утворення дефіциту торгового балансу. (Трансмісія фіскальних дефіцитів на торговий дефіцит зокрема показана у К. Макконелла та С. Брю [102, С. 374-375]).

Другим способом пояснення феномену "подвійних дефіцитів" є так зване правило абсорбції, яке стверджує, що перевищення рівнем споживання, зокрема через бюджетний дефіцит, рівня доходу призводить до зовнішньої розбалансованості. Абсорбція A — це видатки резидентів, включаючи уряд на вітчизняні та іноземні товари і послуги. Тоді:

$$A=C+I+Д, \qquad (1)$$

де C - споживання, I - інвестиції, $Д$ - дефіцит.

Якщо сукупний дохід резидентів Y менше сукупних видатків, то сальдо поточного рахунку платіжного балансу буде від'ємним, тобто існуватиме дефіцит [74, С. 56]:

$$CAB= Y-A \qquad (2)$$

Це порушує зовнішню рівновагу, детермінуючи появу зовнішньоторгового дефіциту, який може бути покритий або за рахунок зменшення офіційних резервів, або за рахунок чистого припливу капіталу, або за рахунок зростання зовнішнього боргу. Наведенні теоретичні конструкції ще раз доводять багато аспектний вплив державного боргу на економічні явища та процеси.

Реанімація консервативних тенденцій в середині 70-х років як реакція на довгострокові кризи відтворення та потужні кон'юнктурні збурення, що, зокрема пояснювалось інтенсивним дефіцитним фінансуванням, в теоретичному плані опиралась на ідеї монетаризму. Ця неоконсервативна течія, пропагуючи значущість грошово-кредитної політики в процесі втручання держави в економіку, приділяла

значної уваги проблемі збалансованості публічних фінансів. Інфляція, супроводжуючи активну позикову політику держави, руйнує інвестиційну активність економічних агентів. За таких обставин державні фінанси повинні бути збалансованими.

Отже, монетаризм відносно дефіциту бюджету продовжує в економічній теорії лінію апологетики "здорових фінансів", ідеї якої зводяться до балансування бюджету на щорічній основі. Бюджетний дефіцит, зокрема на думку інтелектуального лідера монетаризму М. Фрідмена, є лихом через його проінфляційність. Розбалансованість фінансів держави є джерелом розбалансованості монетарного сектора, що пов'язано з впливом на процентну ставку та структуру грошової маси публічних запозичень. А так як державний борг та дефіцити бюджету є реальністю, то держава не повинна вдаватись до адміністрування в процесі запозичень, що на думку М. Фрідмена має втілитись у політиці "тільки векселі". Зміст цієї політики полягає у формуванні структури емісії боргу через пропозицію короткострокових цінних паперів, кошти від розміщення яких спрямовуються на ліквідацію тимчасових або сезонних касових розривів бюджету, а також через пропозицію помірно довгострокових облігацій, вплив яких на інвестиційні фонди та структуру грошової маси був би мінімальним. Емісія державного боргу має здійснюватись через інтервали, терміновість яких є стабільною, що позитивно відбивається на передбачуваності структурної динаміки боргу, а сам борг стає передбачуваним фактором як для ринкових агентів, так і для органів, що займаються менеджментом урядових запозичень [172]. Згідно ідеології монетаризму, втручання держави у встановлення процентних ставок є негативним явищем, оскільки ринкові агенти втрачають орієнтацію щодо реальної вартості позикових фондів, що позначається на деформації інвестиційної поведінки суб'єктів ринку. Неефективну фіскальну політику уряду, зокрема політику дефіцитного фінансування, монетаризм пропонує замінити контрольованим приростом грошової маси, попит на яку є функцією реального виробництва, і є стабільним.

Такий важливий аспект проблеми державного боргу, як трансформація тимчасових дефіцитів у надлишок коштів досліджували економісти ще однієї неоконсервативної течії — так званої "теорії пропозиції", найвідомішим з яких є А. Лаффер. Рівень оподаткування, з точки зору цієї школи, має максимізувати податкові надходження. Якщо він надлишковий, уряд втрачає фіскальні надходження і не спроможний підтримувати бюджетний баланс. Тому зниження податків повинно відобразитись на суттєвому пожвавленні пропозиції в економіці, через що тимчасовий дефіцит буде компенсовано. Економісти цієї школи вважають, що найбільш суттєвою з причин повільного росту та дефіциту є надлишкове оподаткування. А балансування рівнем фіскального навантаження має врівноважити бюджет та стимулювати ріст інвестицій, розв'язуючи проблему державного боргу. Однак, Дж. Стігліц, наводячи приклад економіки США 80-х років стверджує, що оптимізм "школи пропозиції" щодо перспектив зменшення державного боргу внаслідок зменшення податкового тягаря є не обґрунтованим, зважаючи на "величину еластичності пропозиції праці та коефіцієнт реакції інвестицій на зміну у нормах податків" [164, С.806].

Теорії державного боргу виявились важливою складовою як економічних теорій в цілому, так і теорій публічних фінансів зокрема. Аналізуючи різні аспекти процесу державних запозичень, дослідники даної проблеми знаходились в руслі поглядів, сформованих в процесі аналізу традиційних ринків відкритої економічної системи, яку не можна не вважати надбанням еволюції. Теорії державного боргу є важливим методологічним підґрунтям для його аналізу в перехідній економіці. Одночасно, особливості трансформаційних процесів вимагають обережного ставлення до теорій, сформованих при поясненні економіки розвинутих ринків.

1.2. Теоретичне обґрунтування державного боргу в перехідній економіці

Проблема теоретичного забезпечення економічної трансформації постсоціалізму постала майже одночасно з усвідомленням потреби в радикальному реформуванні економіки радянського типу, яка довела свою неефективність. Моделі

економічної організації країн, що сповідували політико-економічні цінності СРСР, водночас, виявились не такими гомогенними як здавалось би на перший погляд, що пов'язано з ринковими експериментами, які мали місце в Польщі, Угорщині, Китаї. Тому різні країни вийшли на етап радикалізації реформ з різним ступенем готовності, причому в більшості країн Східної Європи та Росії реформи розпочались за нагромадженого державного боргу. Інші країни СНД та Балтії синхронізували початок реформ з його нагромадженням.

Перший етап ринкової трансформації практично у всіх країнах характеризується значною розбалансованістю державних фінансів, система яких залишилась у спадок від колишньої державної системи. Бюджетний дефіцит, незважаючи на ідеологічне заперечення його існування, був реальністю навіть за умов соціалізму. Дефіцит бюджету у таких країнах мав принципово інший характер порівняно з країнами розвинутого ринку. Так, Я. Корнаї зауважує, що, "у традиційній (соціалістичній, — прим. авт.) системі управління економікою суворо слідкували за тим, щоб державний бюджет не був дефіцитний і навіть мав невеликий актив" [80, С. 549]. Економіка дефіциту або ресурсообмежена економіка соціалізму (що є антиподом попитообмеженої економіки відкритого ринку), проявляє низький рівень залежності попиту на гроші від сальдо бюджету. Це пояснюється централізацією грошової влади та фактичною підпорядкованістю фондів центрального банку завданням економічного зростання, що дозволяє економічним агентам отримувати практично безмежний доступ до кредитів, оскільки норма проценту в обмеженні попиту на гроші ролі не грає. Поза як економіка з соціалістичною організацією продукує дефіцит, починаючи з мікрорівня, то сальдо бюджету при фіксованих цінах створює передумови для акселерації інвестицій навіть за умов жорстких бюджетних обмежень на макроекономічному рівні (що опосередковується прийняттям бездефіцитного бюджету). Я. Корнаї виділяє такі випадки, коли жорсткі бюджетні обмеження на макрорівні стають м'якими: а) не виникає проблем з перевищенням видатків, коли мова йде про інвестиції, які здійснюються за рахунок бюджету або за рахунок

дотацій; б) додатковим навантаженням на бюджет є компенсація збитків підприємств з метою підтримання на низькому рівні окремих цін та часткового повернення витрат для підтримання зовнішньоторговельних угод; в) дотримання та перевищення встановленого сальдо бюджету залежить від "самодисципліни" органів управління економікою [80, С. 551]. З інституційно-правової точки зору, наголошує Я. Корнаї, "не існує "вмонтованої" системи правових або політичних санкцій, які б накладали відповідні обмеження". Тому, планові органи можуть застосовувати дефіцитне фінансування, вдаючись до позик центрального банку, централізації фондів ощадного банку, страхового фонду тощо. Зокрема система відкриття кредитів при касовому виконанні державного бюджету, що мала місце в СРСР і протрималась в Україні до 1 липня 1993 р., дозволяла в повному обсязі фінансувати видатки бюджету, абстрагуючись від реальних податкових надходжень, із подальшим взаємозаліком між надходженнями в бюджет та кредитами банківської системи. Дефіцит бюджету, що утворювався, оформлявся у вигляді заборгованості Мінфіну центральному банку (НБУ) [127, С. 305-307].

Масовані фінансові ін'єкції в економіку створили ілюзію повної зайнятості ресурсів, через що, на думку Я. Корнаї, нормальний стан ресурсообмеженої економіки (економіки дефіциту) мав місце за вищого рівня використання суспільно-економічного потенціалу порівняно з аналогічним, який має тотожну завантаженість, але працює з мінімальними граничними суспільними видатками. Водночас, слід зазначити, що граничні суспільні витрати все одно більші мінімальних граничних витрат, з якими працює попитообмежена (ринкова) економіка, навіть при меншому ступені використання суспільно-економічного потенціалу. Тому командна економіка працює в стані "перегріву кон'юнктури", водночас само продукуючи дефіцит [80, С. 552-553].

Форсовані темпи виробництва на тлі м'яких бюджетних обмежень на макро- та мікрорівні породили такий феномен як інвестиційна напруженість, основними рисами якої є: перевищення заявок на інвестиції над встановленими лімітами; затвердження інвестиційних планів, які є напруженими з огляду на нереальність

строків, видатків та обсягів; невідповідність інвестиційних засобів інвестиційним потребам. Проблема дефіциту ресурсів та інвестиційна напруженість тісно пов'язані: "Усвідомлення наявності дефіциту — один з основних мотивів прагнення до розширення виробництва, що, в свою чергу, викликає інвестиційний голод... . Дефіцит породжує і відтворює інвестиційну напруженість" [80, С. 221-222].

Перехідна економіка, за таких умов, стикається з великою потребою в інвестиціях, попит на які є нееластичними навіть в умовах економічної стагнації, що суперечить класичним уявленням про цикл ділової активності, згідно яких, попит на інвестиції звужується на негативній фазі циклу. Інерція інвестиційних потреб мікрорівня та технологічна відсталість радянської економіки створюють надзвичайно високу потребу в інвестиційних фондах, яка практично не може бути задоволена при дезінтеграції реального та фінансового сектору економіки, що, на тлі інфляційних сплесків та наближення до жорстких бюджетних обмежень, поглиблює кризу інвестування. Бюджетна підтримка так званих "базових галузей" економіки, практично позбавляла можливості ефективно розвиватись інші галузі, через що, деформована структура відтворення, позбавлена бюджетної підтримки, відреагувала на реформи трансформаційним спадом, продовжуючи нагнітати інвестиційний попит. Поступова соціалізація структури відтворення, спонтанність якої проявилась на першому етапі трансформації, також формує свій інвестиційний попит, природою якого є розширення третинного сектору. Необхідність технічного оновлення та патерналізм бюджетних видатків створюють надзвичайно високий попит на інвестиції та гроші, навіть за умов економічного спаду, посилюючи макроекономічні диспропорції.

Загальною теоретичною засадою реформування економіки постсоціалізму є модель "великого удару" ("шокова терапія"), що базується на неоліберальних економічних теоріях, які стали популярними в США та Західній Європі з кінця 70-х. Згодом постала друга магістральна теорія реформ етатизму, яка набула назви "градуалізм" через те, що проповідувала поступовість змін еволюційного характеру.

Розбалансованість макроекономічних агрегатів та глибока апатія мікрорівня по ефективності та технологічного прогресу є детермінантами краху економіки дефіциту. Причому, характерні риси країн з до перехідною економікою, а саме: м'які бюджетні обмеження, висока ліквідність населення при дефіциті товарної маси, замкнута на РЕВ система міжнародної торгівлі, високий рівень перерозподілу фінансових ресурсів через бюджет, деградація фіскального потенціалу, непродуктивні витрати суспільного сектору, інвестиційна напруженість, обтяжливість зовнішнім боргом в Угорщині, Польщі, Болгарії, в деякій мірі СРСР) безпосередньо відбились на фінансовому балансі держав, що розпочали ринкову трансформацію. Надзвичайно високі бюджетні дефіцити початку трансформації та високий рівень державного дирижизму за умов "великого удару" мали бути демонтованими. Теоретичним підґрунтям цього процесу були такі положення:

1) лібералізація цін та вивільнення дії ринкового механізму розподілу ресурсів разом із пом'якшенням протекціонізму мали відновити рівновагу на ринку товарів, при чому, висока ліквідність населення у такий спосіб прийде у відповідність з товарною пропозицією. Ринкове розміщення ресурсів має сформуватись автоматично згідно закону ринкової рівноваги, що виступить додатковим чинником реструктуризації галузевої системи відтворення;

2) усунення режиму м'яких бюджетних обмежень, з одного боку є засобом досягнення фіскального балансу, з другого — засобом переведення одиниць мікрорівня в режим самофінансування;

3) інфляційний сплеск, що є наслідком лібералізації, має пригнічуватись жорсткою монетарною та бюджетною політикою, спрямованими на стиснення сукупного попиту;

4) макроекономічна стабілізація, що досягається за допомогою монетарних важелів, за таких умов, має виступити підґрунтям для подальших системних корегувань.

Низький потенціал конкурентоспроможності адміністративно-розподільчої економіки, низька продуктивність праці та високий рівень зносу капітальних

активів вимагають значних інвестицій як на переоснащення виробництва та збереження постіндустріального сектору (високі технології ВПК, соціальні гарантії, егалітарний розподіл суспільних благ), так і на заповнення інституційного вакууму через створення нового каркасу демократичної організації економіки. За таких обставин, країни з перехідною економікою постали перед безпрецедентною потребою у капіталі. На думку дослідника перехідних економік П. Раймента, Східна Європа потребує нового Плану Маршалла. (П. Раймент наводить такі аргументи — в цінах 1989 р. План Маршала був еквівалентний 65,4 млрд. дол., або 16,4 млрд. дол. щорічно. Крім того, План містив значний гранд-елемент (мінімальна частка допомоги складалась з кредитів, які надавались на 35 років під 2,5% з відстрочкою платежів до 1952 р.), тоді як країни з перехідною економікою протягом 1990-1994 рр. отримали лише 10,6 млрд. дол., з них третина у вигляді грандів [138, С. 75]). Думку про те, що надходження з-за кордону мають відіграти важливу роль у трансформації економіки обстоює і Дж. Сакс: "На наш погляд, розсудлива програма іноземної допомоги має спрямувати половину... ресурсів... на оздоровлення державного бюджету, а другу половину — на підтримку нових інвестиційних проектів" [146, С. 305]. До того ж державний борг, особливо в перші роки реформ, мав би виступити стабілізатором соціально економічної системи за зниження інерції фіскальної розбалансованості та системних реформ у галузі оподаткування та соціального забезпечення. За умов нерозвинутих інститутів соціальних гарантій ринкового типу, державного управління, макроекономічного регулювання бюджетні видатки як правило є нееластичними по фактору негативної динаміки виробництва та інфляції (ерозія фіскального потенціалу та дія ефекту Олівера-Танзі), що об'єктивно порушує баланс надходжень та видатків державного сектору, наслідком чого є перманентний бюджетний дефіцит. У процесі реформ, держава як продуцент товарів громадського вжитку постає перед об'єктивною проблемою розширення номенклатури їх пропозиції. Це пов'язано з трьох-блоковою функціоналізацію державного втручання в економіку трансформаційного типу, а саме: 1) із блоком функцій держави в умовах командної економіки; 2) із блоком

активів вимагають значних інвестицій як на переоснащення виробництва та збереження постіндустріального сектору (високі технології ВПК, соціальні гарантії, егалітарний розподіл суспільних благ), так і на заповнення інституційного вакууму через створення нового каркасу демократичної організації економіки. За таких обставин, країни з перехідною економікою постали перед безпрецедентною потребою у капіталі. На думку дослідника перехідних економік П. Раймента, Східна Європа потребує нового Плану Маршалла. (П. Раймент наводить такі аргументи — в цінах 1989 р. План Маршала був еквівалентний 65,4 млрд. дол., або 16,4 млрд. дол. щорічно. Крім того, План містив значний гранд-елемент (мінімальна частка допомоги складалась з кредитів, які надавались на 35 років під 2,5% з відстрочкою платежів до 1952 р.), тоді як країни з перехідною економікою протягом 1990-1994 рр. отримали лише 10,6 млрд. дол., з них третина у вигляді грандів [138, С. 75]). Думку про те, що надходження з-за кордону мають відіграти важливу роль у трансформації економіки обстоює і Дж. Сакс: "На наш погляд, розсудлива програма іноземної допомоги має спрямувати половину... ресурсів... на оздоровлення державного бюджету, а другу половину — на підтримку нових інвестиційних проектів" [146, С. 305]. До того ж державний борг, особливо в перші роки реформ, мав би виступити стабілізатором соціально економічної системи за зниження інерції фіскальної розбалансованості та системних реформ у галузі оподаткування та соціального забезпечення. За умов нерозвинутих інститутів соціальних гарантій ринкового типу, державного управління, макроекономічного регулювання бюджетні видатки як правило є нееластичними по фактору негативної динаміки виробництва та інфляції (ерозія фіскального потенціалу та дія ефекту Олівера-Танзі), що об'єктивно порушує баланс надходжень та видатків державного сектору, наслідком чого є перманентний бюджетний дефіцит. У процесі реформ, держава як продуцент товарів громадського вжитку постає перед об'єктивною проблемою розширення номенклатури їх пропозиції. Це пов'язано з трьох-блоковою функціоналізацію державного втручання в економіку трансформаційного типу, а саме: 1) із блоком функцій держави в умовах командної економіки; 2) із блоком

функцій, пов'язаних з відмовою від попередньої та створенням нової правової бази, ринкових структур та ринкового середовища; 3) із блоком функцій регулювання ринкової економіки [128, С. 101].

На нашу думку, видатки державного сектору, що є матеріалізацією трьох-блокової спрямованості функцій втручання держави в економічне життя суспільства, матимуть різну граничну корисність для економічних агентів. Можна передбачити, що у соціально-економічному середовищі, яке було щільно пов'язано із видатками бюджету, їх гранична корисність на перший блок функцій (по суті, підтримка старої системи) буде вищою ніж гранична корисність видатків на створення нових інститутів ринку та видатків, що здійснюються на регулювання ринкової економіки. Водночас, гранична корисність видатків, що здійснюються, на створення та розбудову нової соціально-економічної системи та реформування старої, в цілому, для членів суспільства буде вищою ніж гранична корисність видатків на підтримку старої системи, оскільки ринково орієнтована економічна трансформація схвалюється суспільним вибором. Але втрати суспільних для частини суспільства, внаслідок переорієнтації потоків видатків з підтримки старої системи на її реформування та створення нової, не завжди компенсується адекватним приростом їх споживання. Джерелом цього є формування нової моделі суспільно-економічної організації (зокрема це пов'язано з еволюційним характером становлення її інститутів). Тому, з метою компенсації розриву у споживанні суспільних благ, пов'язаних із підтримкою старої, та суспільних благ, пов'язаних із створенням нової економічної системи, держава може вдатись до надмірного перерозподілу вартості, зокрема через механізм дефіцитного фінансування.

Оскільки, фінансові ресурси є обмеженими, то зменшення видатків на створення однієї номенклатури суспільних товарів, споживання яких здійснюється з певною корисністю, за інших рівних умов викличе збільшення видатків на іншу номенклатуру суспільних благ (що підвищить корисність їх споживання). На формальному рівні цей процес можна подати як криву трансформації корисностей споживання тої чи іншої номенклатури суспільних товарів. Вісь *OY* відображатиме

корисність споживання благ від видатків на стару систему, вісь *OX* — на нову. Суспільну індиферентність до споживання комбінації суспільних товарів відображає крива суспільної індиферентності. А максимізація корисності від споживання комбінації суспільних товарів матиме місце тоді, коли крива суспільної індиферентності буде дотичною до кривої трансформації корисності споживання суспільних благ.

Можна припустити, що за умов нерозвинених ринкових інститутів перерозподілу суспільних благ, а також через низький рівень граничної корисності податкової системи транзитної економіки, крива суспільної індиферентності розташується нижче ніж крива трансформації (рис.1.2.).

Через демократичний вибір економічних реформ, проблема взаємозаміщення корисності суспільних благ, пов'язаних з видатками бюджету на підтримання старої системи, та суспільних благ, пов'язаних з видатками на розбудову нової соціально-економічної системи, є актуальною і вимагає додаткового теоретичного пояснення.

Суспільно-політична орієнтація на реформи передбачає більш високу корисність при споживанні суспільних благ, пов'язаних з реформами. А тому, гранична норма взаємозаміщення корисностей не буде рівною і зумовить такий нахил ізокванти комбінації корисностей, за якого граничні зміни корисності видатків на реформи на одиницю позначаться на граничних змінах корисності видатків на консервування змін менше, ніж на одиницю (рис. 1.3). Через це гранична корисність видатків на радикалізацію реформ буде вищою, ніж гранична корисність видатків, зорієнтованих на підтримку існування старої економічної системи.

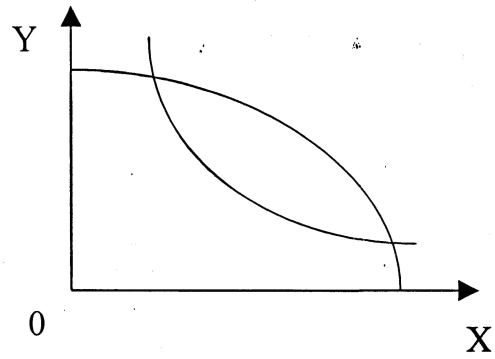

Рис.1.2. Крива трансформації та суспільна індиферентність в перехідній економіці

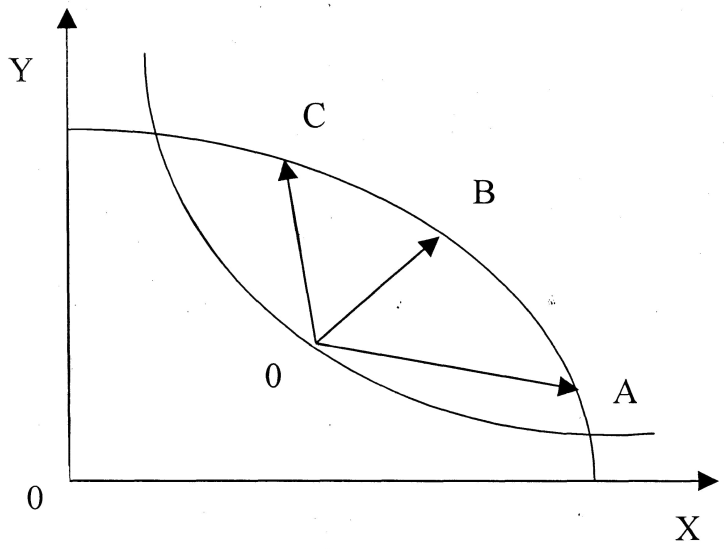

Рис.1.3 Парето-вдосконалення в перехідній економіці

Оскільки фіскальна система в процесі перерозподілу корисності спотворює рівновагу (крива індиферентності розташована нижче за криву трансформації), то підвищення корисності перерозподілу можна досягнути за рахунок позикових джерел, при умові не збільшення податків. Так, вектор ОА (рис.1.3.) демонструє підвищення корисності реформ при одночасному збереженні корисності консервації змін на рівні константи. Вектор ОВ демонструє спрямування коштів з позикових джерел на досягнення приблизно рівного розподілу корисності. Вектор ОС демонструє спрямування мобілізованих у борг коштів на збільшення корисності споживачів благ, породжених підтримкою старої системи.

З точки зору принципу Парето (за якого "не існує змін, які могли би збагатити когось, не знижуючи рівень життя інших" [164, С. 127]), напрям ОС (збільшення корисності видатків на консервацію змін) та ОА (збільшення видатків на радикалізацію змін) не відповідає Парето-оптимуму. Напрям ОВ є Парето-вдосконаленням, тобто спостерігається приріст корисності споживачів благ пов'язаних із видатками і на консервацію реформ, і на їх здійснення. Тобто, це той випадок, коли бюджетний дефіцит, наслідком якого є державний борг, виконує соціально-егалітарну функцію, знижуючи ефективність ринкової трансформації.

Структурний характер економічного спаду і бюджетного дефіциту є чинником, що впливає на проведення, або політики консервації негативних

наслідків командної економіки на тлі непослідовної лібералізації, або політики переорієнтації видатків держави на радикалізацію реформ і, відповідно, усунення структурних диспропорцій. Тому, до спектру суспільних благ потраплять блага, що асоціюються з видатками на структурну перебудову відтворення, підвищення технологічного рівня виробництва та інфраструктури, створення нових інститутів соціального забезпечення, тобто ті блага, фінансувати які приватний сектор, що тільки виходить з ембріонального стану, не в змозі. З огляду на те, що структурна рецесія (або як її назвав Я. Корнаї — "трансформаційний спад") є неминучою при переході до ринку, еластичність бюджетних видатків у бік зниження за фактором фінансування соціальних потреб є надзвичайно низькою. Відповідно пасивний дефіцит, що утворюється у такий спосіб, не сприяє загальній стабілізації трансформаційної економіки, а, навпаки, консервує інституційно-структурні деформи. За умов глибокого спаду, при одночасному збереженні старої інституційної системи, фіскальний потенціал економіки не достатній для того, щоб фінансувати суспільні блага не тільки капітального характеру, але й поточного. Крім того, номенклатура суспільних благ в перехідній економіці набагато ширше, ніж в ринковій економіці розвинутих країн. Отже, країна, що здійснює ринкові трансформації, постає перед потребою емісії державного боргу з метою надання бюджетному дефіциту активного характеру, принаймні частково.

Класичні підручники з макроекономіки визначають такі особливості суспільних благ як: 1) суспільні блага не підлягають принципу виключення, тобто принципу, за якого ті, хто здатний заплатити рівноважну ціну є споживачем благ; 2) суспільні блага є неподільними, тобто їхнє індивідуальне споживання є неможливим; 3) суспільні блага не пропонуються ринками, або пропонуються в недостатній кількості; 4) вигоди від суспільних благ суспільство отримує не внаслідок купівлі, а внаслідок виробництва таких благ; 5) граничний приріст споживання блага не зменшує забезпеченість ним решти суспільства. Останнім часом до категорії суспільних благ економісти відносять блага, що пов'язані із стабілізацією економіки, зниженням інфляції, зменшенням безробіття [101, С. 108-

109]. Отже, можна вважати, що видатки на структурну перебудову, економічну трансформацію, створення інститутів ринку, інтенсифікацію відтворення, є видатками на створення товарів громадського вжитку з надзвичайно високим рівнем граничної корисності для суспільства. Зменшуючи суспільні трансакційні затрати, формуючи передумови для розвитку постіндустріального способу виробництва, видатки на радикалізацію системно-структурних реформ, на нашу думку, створюватимуть передумови для підвищення граничної корисності цих специфічних громадських товарів. Видатки на вищеописані суспільні блага, як інвестиційні за характером, створять передумови для підвищення граничної корисності дефіцитного фінансування як джерела оплати цих специфічних благ.

"Великий удар" як модель переходу до ринку передбачає мінімальне втручання держави в сферу економіки з метою реанімації ринкового механізму. Як зазначає В. Сіденко: "Для того щоб стратегія "шокової терапії" була успішною, необхідно аби зазначений шок... не перевищував інтенсивності адаптаційних реакцій на мікроекономічному рівні, що визначається наявним адаптаційним потенціалом економіки" [157, С. 69]. Наведене твердження висвітлює реальність сил опору ринковим зрушенням, що накладає об'єктивні обмеження як на швидкість реформ, так і на ефект від стимулюючого впливу держави через механізми дефіцитного фінансування або інші форми державної експансії в сферу економіки. Природа адаптаційних обмежень на пожвавлення економічної кон'юнктури за своє походження має інерцію командної організації суспільного виробництва. Тому загальної лібералізації не достатньо для того, щоб подолати структурні викривлення, опираючись виключно на цінові сигнали. Можна передбачити, що стимулювання сукупного попиту через дефіцитне фінансування, навіть при незначній податковій рестрикції, не реалізує себе у очікуваному зростанні виробництва. Зокрема, А. Бузгалін вважає: "... дилема кейнсіанського та монетаристських підходів при вирішенні макроекономічних проблем..."не працює" для перехідної економіки... . Інфляційні процеси... викликали не стимулювання виробництва та підігрів кон'юнктури..., а протилежний процес" [19, С. 307].

Активність дизадаптивних тенденцій при переході до ринку, зокрема, передбачає несхильність до бажаних реакцій мікрорівня, відомих класичним теоріям, що досліджують розвинуті ринки, на збудники попиту (монетарна та боргова експансія). В результаті цього, спостерігається низька еластичність макроекономічних змінних реального сектору за фактором монетарного розширення. Тобто, дефіцитне фінансування, створюючи додаткову грошову базу, призводить до монетарного розширення, підвищуючи тільки номінальний сукупний попит. Внаслідок цього, зростання короткострокової ліквідності економічних агентів трансформується у інфляцію, яка демонетизує економіку і формує додатковий попит на гроші. В результаті, розширення грошової пропозиції нейтралізує свій стимулюючий вплив на сукупний попит. Основною причиною цього явища є те, що мікрорівень, який ще слабо адаптований до ринкового середовища і відповідної поведінки в ньому, реагує інфляційним вибухом. Таким чином монетизація державного боргу набуває тої форми фіскальної експансії, яка називається інфляційним оподаткуванням [41, С. 28; 146, С. 87]. В умовах кризи адаптації, стимулювання сукупного попиту позначатиметься і на сальдо поточного рахунку платіжного балансу. З огляду на лібералізацію у зовнішньому секторі та часткову оберненість валют, зростання сукупного попиту буде заохочувати імпорт, оскільки пропозиція є нееластичною за причиною дизадаптивних обмежень і інфляційного оподаткування. В такій ситуації, потенційним джерелом зростання державного боргу виявиться негативне сальдо зовнішньої торгівлі, оскільки загальний рівень абсорбції перевищуватиме суспільний дохід.

Інфляційно-фіскальна монетизація державного боргу не є альтернативним вибором між способами фінансування видатків держави в перехідній економіці, а саме: між фінансуванням за рахунок податків, чи фінансуванням за рахунок позик. Незважаючи на те, що Дж. Бьюкенен пропагував за умов рецесії створювати не реальний, а номінальний борг, запозичуючи гроші у центрального банку (див. параграф 1.1), в перехідній економіці, особливо за м'якої монетарної політики, спостерігається еквівалентність між номінальним борговим та інфляційно-

податковим фінансуванням фіскального дисбалансу. Незважаючи на те, що емісія номінального боргу теоретично не посилює ефект витіснення приватних інвестицій, інвестиції все ж таки витіснятимуться, але за рахунок інфляційного оподаткування та знецінення заощаджень.

Класичні уявлення про те, що емісія реального боргу є дефляційним способом фінансування дефіциту, або заміною податкового (інфляційного) тягаря на борговий, відповідають реальності перехідної економіки частково. Якщо гіпотетично замінити інфляційне оподаткування емісією боргу, то згідно логіки "теореми еквівалентності" Рікардо, це призведе до майбутньої заміни державного боргу інфляційним оподаткуванням. Тобто, фінансування бюджетного дефіциту за рахунок інфляційних податків чи державного боргу є еквівалентним для економічних агентів, в силу того, що державний борг це, по суті, відкладена інфляція тою мірою, в якій би вона мала місце при монетизації бюджетного дефіциту. Досвід фінансових криз у Росії, Україні (у Східній Азії та Латинській Америці) підтверджує думку про те, що еквівалентність між державним боргом та інфляцією є реальністю. Зокрема, Б. Гранвілл вважає, що "спроможність грошової влади підтримувати стабільність національної валюти обмежена розміром бюджетного дефіциту безвідносно до того, у який спосіб він фінансується" [45, С. 13], а російський економіст В. Морозов підкреслює, що практично за весь час реформ "баланс бюджетних видатків підтримувався за рахунок зростання прихованої відкладеної інфляції" [115, С. 27], основними компонентами якої є внутрішній та зовнішній державний борг" (девальвація, неплатежі) [115, С. 26-27].

Характерною особливістю перехідної економіки є те, що процентна ставка дуже часто виступає екзогенним параметром політики запозичень державного сектору. Проведення активного залучення капіталу на внутрішньому ринку внаслідок ротації фондів центрального банку на фонди фінансових та інших інвесторів відбувається здебільшого після монетизації значних бюджетних дефіцитів початку трансформації, що пов'язано із застосуванням антиінфляційних важелів як фіскального, так і монетарного характеру. Причому, монетарна

стрикція, за якої процентні ставки наближаються до реальних (таких, що є вищі за темп інфляції), створює передумови для пониженої еластичності норми процента за фактором зниження інфляції. Через це вартість кредитних ресурсів продовжує залишатись високою. Демонетизація економіки як постгіперінфляційний феномен та значна потреба у кредитах, яку відчуває реальний сектор і через низьку оборотність капіталу, і через необхідність збільшення інвестицій, зумовлюють значне перевищення попиту на капітал над його пропозицією. Низький рівень заощаджень та високий попит на кредит на тлі звужувальної політики центрального банку і виступають факторами, що зумовлюють екзогенність норми проценту щодо державних запозичень. На нашу думку, саме ці чинники, впливаючи на те, що політика державних запозичень у перехідній економіці є більш залежною від монетарної політики і більше визначає характер монетарної політики, ніж в країнах розвинутого ринку, дозволили Л. Григорьєву стверджувати: "Швидкий приріст абсолютних та відносних розмірів обслуговування державного боргу визначається не величиною бюджетного дефіциту самою по собі, а високим рівнем ставки проценту, яка зумовлена сукупним попитом та пропозицією кредитно-грошових ресурсів" [48, С. 47]. Макроекономічна стабілізація, створюючи передумови для зниження номінальних процентних ставок та інфляції, за продовження активних запозичень на фінансовому ринку, посилює ефект витіснення. Високі процентні ставки у достабілізаційний та стабілізаційний період, зазнаючи впливу з боку рестриктивної монетарної політики, є детермінантами визначення доходності інструментів державних запозичень, що дозволяє передбачити низьку кореляцію між активністю позик та зростанням реальної вартості кредитів на даному етапі. Але у постстабілізаційний період, який характеризується постгіперінфляційною дезорієнтацією фінансового посередництва і тиском державного боргу на циркуляцію грошових потоків між бюджетом та його власниками, ефект витіснення починає проявляти себе і у тиску на реальні і на номінальні процентні ставки. При цьому цей процес загострюється на тлі низького рівня монетизації економіки. Зокрема В. Лисицький відзначає, що: "... постсоціалістичні економіки відрізняються

ним, що мають рівні монетизації значно нижчі, ніж економіки розвинутих країн. Тому один і той самий дефіцит державного бюджету відносно ВВП матиме різні впливи на обіг грошової маси ... він відволікатиме порівняно більшу частину грошей для обслуговування потреб держави, що не може не впливати на підвищення відсоткових ставок за кредити..." [89, С. 16]. Отже, можна стверджувати, що в перехідній економіці вплив ефекту витіснення на норму процента відмінний на достабілізаційній та постстабілізаційній фазі реформ. Наслідки публічних запозичень, що стосуються вартості кредитів, починають розпізнаватись через певний відрізок часу, на термін якого впливають інтенсивність запозичень, потенціал ринку державних цінних паперів, рівень заощаджень, прибутковість на інших секторах фінансового ринку. І якщо у достабілізаційній фазі та на етапі стабілізації монетарна політика формувала екзогенне середовище емісії державного боргу, то у постстабілізаційному періоді державний борг відчутно впливає на тактику монетарної політики.

У сфері перерозподілу капіталу між державним та приватним сектором, засобом чого виступає дефіцитне фінансування, в перехідній економіці спостерігаються певні особливості. За адміністративної організації фінансово-кредитних потоків, розміщення ресурсів, зокрема кредитних, підпорядковувалась імперативам виконання плану економічного зростання, до того ж приватний сектор був практично відсутній. Розвиток приватного сектора за умов трансформації орієнтувався, як правило, на ті галузі, де спостерігається швидка віддача від авансованого капіталу. Тому, зорієнтоване на приватний сектор розміщення фінансових ресурсів є елементом виходу на траєкторію економічного зростання при одночасній диверсифікації ринку. Але, за умов глибокої кризи у так званих "базових галузях" та в зв'язку з посиленням відтворювальних диспропорцій, держава стикається з проблемою фінансування структурної перебудови. Потреба приватного сектору у капіталі наштовхується на потужні перерозподільні імпульси, які відчуває фінансовий ринок за активної боргової експансії держави. Класичні кейнсіанські моделі, пропагуючи ефективність дефіцитного фінансування, враховують

ультиплікацію попиту та зайнятості. Але в перехідній економіці, через збурення у пристосуванні до ринкового середовища, мультиплікація виробництва не сягає значних масштабів. Тому раціональність розміщення у державному секторі ресурсів матиме тенденцію до зниження. Я. Корнаї зауважує: "Загальний інвестиційний попит усіх секторів економіки (уряду, приватного сектора, домогосподарств) дасть більш сприятливий ефект мультиплікатора, ніж попит, викликаний тільки урядовими видатками" [81, С. 13]. Отже, уряд має зосередитись на фінансуванні у борг найперспективніших проектів з високим рівнем позитивних зовнішніх ефектів.

Зниження платоспроможного інвестиційного попиту як у державному секторі, так і в приватному, пов'язано з тим, що значні фіскальні обмеження на державні видатки зумовлюють орієнтацію державних видатків на поточне споживання. Тоді як спрямування державою фінансових ресурсів, мобілізованих у кредит, у сферу розширення інвестиційного попиту неминуче призведе до зменшення потреби держави у позикових фондах. Я. Корнаї підкреслює: "Не слід мене вважати прибічником росту бюджетного дефіциту, але його скорочення необхідно проводити у такий спосіб, щоби зменшення урядових видатків компенсувалось інвестиційним попитом. Іншими словами, бажаний перерозподіл ресурсів буде забезпечено скороченням попиту на кредити для потреб фінансування бюджету. Це повинно супроводжуватись збільшенням інвестицій у загальних видатках бюджету" [81, С. 13]. Отже, класик теорії перехідної економіки, у ставленні до інвестиційного та поточного споживання за умов рецесії, віддає перевагу першому.

Проблема витрачання позикових джерел на фінансування поточного споживання має особливий відтінок небезпеки з огляду на значні податкові недонадходження. Проблема еквівалентності між податковими недонадходженнями та борговим фінансуванням потреб суспільного сектору має особливе значення в світлі узагальнень М. Домбровського щодо фіскально-бюджетних криз посткомунізму. Домбровський виділяє чотири етапи розвитку кризи: 1) фіскальна дестабілізація, що передує початку реформ; 2) макроекономічна стабілізація, пов'язана з лібералізацією економіки; 3) вторинна фіскальна криза, що йде за

стабілізацією; 4) відновлення фіскального потенціалу, зумовлене економічним пожвавленням та... реформами в сфері державних фінансів [39, С. 8]. Можна припустити, що держава, економіка якої знаходиться на самій небезпечній фазі — вторинної фіскальної кризи, не послаблюючи бюджетного навантаження на економіку, фінансує дефіцит за рахунок позик, що дозволяє консервувати трансформаційні зрушення, зберігаючи необґрунтовано зрівняльне втручання в економічні процеси. Нееластичність видатків за фактором фіскальної ерозії дозволяє накопичувати дефіцити тою мірою, якою вдається проводити політику м'яких бюджетних обмежень на макрорівні, розміщуючи державний борг на фінансовому ринку та абсорбуючи зовнішнє фінансування.

Накопичення зовнішньої заборгованості має активний або пасивний характер. Активний характер запозичень ззовні має місце за умов спрямування мобілізованих ресурсів у сферу дискреційних заходів державного втручання, зокрема у сферу інвестиційної підтримки відтворення та формування ринкових інституцій, створюючи тим самим ринково орієнтовані структури та середовище. Пасивні за характером запозичення (покриття дефіциту платіжного балансу та державного бюджету) окрім патерналістської ролі виконують функцію згладжування гостроти (особливо соціальної) системних зрушень, без яких вихід на траєкторію економічного зростання, що ґрунтується на якісно новій моделі комбінації факторів виробництва, не можливий. Планування бюджетного дефіциту з врахуванням активно орієнтованого розміщення залучених ресурсів ззовні не повинно відбиватись на самообмеженні у закордонному фінансуванні розширення інвестиційної складової абсорбції. Так, Дж. Стігліц вважає, що "в умовах швидкої віддачі від державних інвестицій в таких важливих сферах як... виробнича інфраструктура (особливо дороги та енергетика), уряд, можливо, має рацію, розглядаючи іноземну допомогу як таке ж законне джерело доходів як і податки, і балансувати бюджет з її врахуванням" [163, С. 12-13]. Теоретично, розширення інвестиційної складової сукупного попиту за рахунок зовнішніх запозичень державного сектора не витісняє приватні інвестиції, тим самим не пригнічуючи

економічну активність суб'єктів ринку. Позитивний антиінфляційний ефект від іноземного кредитування структурних зрушень матиме місце у коротко- та середньостроковому періоді. У довгостроковому періоді тільки інвестиційно орієнтовані зовнішні запозичення можуть нівелювати депресивний вплив амортизації зовнішнього боргу на економічну динаміку.

Проблема інвестицій у перехідній економіці має і інший бік, що зокрема, пов'язано з проблемою "подвійних дефіцитів". У ній зовнішній дисбаланс, що посилюється дефіцитом бюджетного сектору, негативно впливає на інвестиції приватного сектору, що констатує український дослідник В. Юрчишин, який за основу доказу бере таку макроекономічну тотожність:

$$Sp - Ip + Sg - Ig = CAB, \qquad (1)$$

де Sp — заощадження приватного сектору; Sg — заощадження державного сектору; Ip, Ig — інвестиції приватного та державного сектору; CAB — рахунок поточних операцій платіжного балансу.

З рівняння (1) випливає:

$$Ip = Sp + GB - CAB, \qquad (2)$$

де GB — сальдо державного бюджету [180, С.65].

Дефіцит бюджету має місце тоді, коли Ig більше за Sg, що дозволяє вважати величину GB від'ємною, і записати рівняння (2) у наступному вигляді:

$$Ip = Sp - GB - CAB \qquad (3)$$

Отже, заощадження приватного сектору мають виступати джерелом покриття "подвійних дефіцитів" та приватних інвестицій, через що фінансова база інвестування в перехідній економіці є низькою. В. Юрчишин стверджує, що зростання від'ємного сальдо державних фінансів призводить до скорочення приватного інвестування в економіці. Подвійний дефіцит закладає негативний потенціал для подальшого економічного зростання" [180, С.65-66].

Якщо дефіцити початку трансформації підтримували високу граничну корисність суспільних благ, які пов'язані з консервацією реформ, тим самим зменшуючи граничну корисність благ, пов'язаних з радикалізацією реформ, то у

наступних часових відрізках гранична корисність дефіцитного фінансування матиме тенденцію до зниження. Це зумовлюється тим, що приріст у споживанні суспільних благ, профінансований у борг, буде відставати від приросту заборгованості державного сектору. За умов, коли державні запозичення перестануть обслуговувати самі себе, споживання суспільних благ знизиться навіть у короткостроковому періоді. Подібне явище спостерігатиметься при підвищенні частки державного боргу, що припадає на одиницю ВВП, на тлі зниження обсягів виробництва, еластичність якого за фактором приросту поточного споживання в перехідній економіці буде нижчою, ніж за фактором капітального споживання. Останнє тільки створює передумови для економічного зростання, мультиплікуючи і поточне споживання. З огляду на те, що такі суспільні блага як радикальна реконструкція економіки, зорієнтована на постіндустріальний спосіб виробництва, матимуть вищу граничну корисність, то гранична корисність капітального споживання, що здійснюється шляхом дефіцитного фінансування, є вищою за граничну корисність від поточного споживання, що фінансується у борг.

За умов міжпоколінного розподілу тягаря державного боргу, витраченого на інвестиційне підкріплення розбудови якісно нової економічної системи, можна констатувати, що майбутнє покоління, якому залишиться у спадок краща економічна система, яка замінить транзитну економіку перехідного суспільства, прийме участь у оплаті видатків на її створення. Тягар процентних платежів як оплата створення нової економічної організації суспільства набуде форми участі майбутніх поколінь у фінансуванні нової економічної системи. Теперішнє покоління не втратить рівня споживання навіть тоді, як би воно повністю несло тягар видатків економічної трансформації. Але намагання розширити теперішнє споживання за рахунок інтенсифікації процесу запозичень, особливо на тлі фіскальної рецесії перехідного періоду, означатиме, що теперішнє покоління обкладає себе податковим, а майбутні покоління — борговим тягарем. Через це гранична корисність дефіцитного фінансування залишиться високою тільки для

премих суспільних груп, спроможних чинити тиск на суспільний вибір з метою розширення споживання суспільних благ.

Теоретичний аналіз проблеми державного боргу в перехідній економіці потребує методичного підкріплення, яке б дало можливість визначити реальність та природу закономірностей, що впливають на особливості функціонування системи позичкових фінансів у трансформаційній економіці, а також поглиблюють розуміння детерміністичних процесів в сфері емісії державного боргу, його структури, обслуговування, взаємозв'язку з макроекономічними змінними.

1.3. Методичний інструментарій аналізу державного боргу за ринкової трансформації

Теоретичні основи дослідження державного боргу в економіці з ринковою трансформацією, визначають загальний вектор пізнання проблеми, тобто визначають його логіку, предмет та об'єкт.

Методика дослідження, в цілому, є загальним способом досягнення пізнавальної мети, є певним чином впорядкованою діяльністю по відображенню предмета та об'єкта дослідження у категоріях та поняттях економічної науки. Крім того, фокусуючи на собі світоглядні та теоретичні позиції автора, методика аналізу виступає своєрідним засобом пізнання, який спрямовується на виявлення основних суттєвих закономірностей у розвитку об'єкта дослідження, теоретичну та емпіричну базу, а також систему підходів, якими в процесі пізнавального відображення користується автор.

Особливості предмета та об'єкта дослідження вимагають розгляду проблеми державного боргу в перехідній економіці як цілісної системи, яка нерозривно поєднана з макроекономічними тенденціями ринкових трансформацій, дією закономірностей переходу до ринку, впливом останніх на якісні стани об'єкта досліджень, дією зрушень у його якісних характеристиках на економічне середовище. Тому державний борг досліджується з позиції єдності з макроекономічними та соціальними процесами під кутом зору виявлення впливу

перехідного процесу на формування закономірностей у розвитку об'єкта дослідження. Зазначене вимагає застосування крім системного методу дослідження, як загально філософського методу пізнання складних соціально-економічних процесів, міждисциплінарного підходу, оскільки об'єкт дослідження вивчається багатьма економічними науками. Варто зазначити, що синтез знань та методів аналізу таких наук як теорія ринкової економіки, теорія економіки добробуту, теорія перехідної економіки, макроекономіка, теорія фінансів є об'єктивно зумовленим загально методичним прийомом дослідження такого складного суспільно-економічного феномену як державний борг за ринкової трансформації.

Державний борг як об'єкт дослідження знаходиться у нерозривній єдності з предметом дослідження — загальними закономірностями розвитку державного боргу у перехідній економіці України, що визначають ті чи інші суттєві та необхідні зміни у його стані, враховуючи, що ринкова трансформація є надзвичайно складним та динамічним процесом. За висловом Дж. Сороса, перехідна економіка є розвитком, що відштовхується від статичної нерівноваги і прямує до динамічної рівноваги, яка властива відкритому суспільству з відкритою економікою [160, с. 150-151]. Тому дослідження має враховувати такі принципові моменти:

1) особливий характер ринкової трансформації визначає певні межі застосування постулатів теорій, що постали як гносеологізація розвинутих економічних систем;

2) за перехідної економіки відбуваються інтенсивні зміни в середовищі емісії, розміщення, обслуговування та управління державним боргом, що визначає обмеженість репрезентативності існуючих індикаторів оцінки боргового тягаря;

3) зміст, структуру та інструментарій дослідження детермінують тенденції в розвитку економіки України, які безпосередньо чи опосередковано пов'язані з існуванням такого явища як державний борг.

Пануючим теоретичним інструментарієм дослідження є науковий апарат макроекономіки: сукупний попит, сукупна пропозиція, рівновага макросистеми, дефіцитне фінансування тощо. Розвиток державного боргу знаходиться у безпосередньому зв'язку зі станом та напрямом руху сукупного попиту та сукупної

пропозиції. Його якісні стани та макроекономічні феномени (бюджетний дефіцит, профіцит, платіжний баланс тощо), що системно з ним пов'язані, визначають параметри розширення чи стискання сукупного попиту більшою мірою, ніж сукупної пропозиції. Остання у трансформаційній економіці, більшою мірою підпадає під вплив характеру трансформації в аспекті системно-структурних та інституційних реформ.

Гносеологічними принципами, які покладаються в основу дослідження державного боргу в трансформаційній економіці України є принципи вивчення стану, розвитку, зміни, якості об'єкта, які стосовно конкретного дослідження можна сформулювати таким чином:

– принцип системності в дослідженні економічних явищ. Розглядаючи явище державного боргу як цілісну складну суспільно-економічну систему, ставимо завдання визначити взаємозв'язки між її окремими складовими, виявити вплив трансформації економіки на особливості існування державного боргу у перехідний період. Оскільки складну систему такого явища як державний борг, можна розділити в процесі аналізу на окремі взаємопов'язані компоненти, то передбачається дослідити вплив кожного з них на стан об'єкта дослідження, і навпаки вплив його стану на окремі компоненти системи. До уваги береться те, що на процесах боргоутворення позначаються не тільки виключно економічні процеси, але й, тісно пов'язані з ними, політичні. Останні опосередковуються заходами реформування економіки та заходами політики управління державним боргом. Крім того, процеси, пов'язані з існуванням державного боргу, позначаються на макроекономічній політиці і політиці реформ, що, в свою чергу, ускладнює системний характер об'єкту дослідження;

– принцип відображення на макроекономічному рівні процесів трансформації, що зумовлює необхідність пізнання явищ через призму їхнього прояву як макроекономічних величин. Політико-економічні рішення щодо реформ як на макро-, так і на мікрорівні відображаються на стані, напрямку руху макроекономічних величин (бюджетний дефіцит, рівень процентної ставки,

інфляція тощо) та макроекономічних агрегатів (сукупний попит, сукупна пропозиція, їхня еластичність), на зв'язку між ними;

– принцип розвитку економічних явищ, зміст якого зводиться до того, що всі явища в економіці знаходяться у об'єктивно зумовленому динамічному стані, тобто в русі і розвитку. А це, в свою чергу, позначається на взаємній трансформації у часі суттєвих та несуттєвих ознак явища, що досліджується (державного боргу);

– принцип обумовленості якісного стану державного боргу якісним станом економічної системи. Якісні ознаки структурування державного боргу зазнаватимуть заперечення в міру заперечення якостей старої системи розвитком якостей нової. Однак, не можна виключати можливість впливу структурної динаміки державного боргу на посилення процесу заперечення якостей старої системи якостями нової;

– принцип взаємо переходу кількісних та якісних змін, за яким розвиток економічних явищ позначається на кількісних співвідношеннях характеристики об'єкта дослідження. В результаті, накопичення кількісних змін у стані об'єкта веде до трансформації його якісного стану з подальшим відбиттям на середовищі, з яким державний борг знаходиться у системному зв'язку. Так, зміни у структурі покриття бюджетного дефіциту, динаміка бюджетного дефіциту, розвиток фінансових ринків тощо позначаються на структурі державного боргу. Водночас, зміни у структурі державного боргу зумовлюють появу нових якостей державного боргу, які само реалізуються у впливі на макроекономічні агрегати, соціально-економічні процеси, динаміку трансформаційних зрушень тощо. Причому, зміна якості об'єкта призводить до якісно нових реакцій в середовищі об'єктивації такого феномену як державний борг, а від так, нові якості середовища зумовлюють якісно новий вплив на його кількісні параметри. Цей процес є динамічним і безперервним;

– принцип єдності історичного та логічного. Зміст цього принципу полягає в тому, що історичне відображає реальні процеси, що пов'язані з існуванням державного боргу в трансформаційній економіці України, розвиток цих процесів у історичному континуумі; логічне — дію законів, закономірностей, систему

взаємозв'язку економічних явищ та процесів, які позначаються на тому, що об'єкт дослідження сформувався саме у спосіб, що представлений його історичним розвитком. Єдність історичного та логічного в дослідженні державного боргу виражається в тому, що співвідношення та взаємозалежність сторін, що характеризують об'єкт, відтворюють його розвиток як системи в контексті особливостей формування його специфічної структури. Оскільки процес розвитку об'єкту та результат його розвитку не співпадають, то історичне в дослідженні відділяється від логічного тою мірою, якою процес є самостійним стосовно результату розвитку. В дослідженні державного боргу історичне та логічне мають поєднуватись, без чого не можливо осягнути процес детермінації загальних закономірностей розвитку трансформаційних зрушень на загальні закономірності розвитку об'єкта дослідження.

Проблема аналізу закономірностей розвитку стану об'єкта дослідження безпосередньо пов'язана з дедуктивним та індуктивним методом пізнання. Зокрема, дедукція дозволяє стверджувати, що при однаковому за характером розвитку явища, його результат набуватиме форми необхідності. Дедуктивний метод пізнання, покладений в основу виявлення закономірностей розвитку об'єкта дослідження, також має своє застосування і до вивчення причин, середовища та явищ, з якими дійсний розвиток процесу державних запозичень нерозривно пов'язаний. Закономірності розвитку процесу ринкових трансформацій, не тільки в Україні, але й в інших країнах, що здійснюють реформи, відбиваються на об'єктивності детермінант розвитку державного боргу в перехідний період, через що певні наслідки розвитку можуть тлумачитись як необхідність.

Перехідна економіка відрізняється рядом закономірностей, пов'язаних з системно-структурними зрушеннями, які не призводять до позитивних реакцій пристосування з боку макро- та мікрорівня. Через це економічна трансформація викликає шок пристосування до нових соціально-економічних умов, який ще називають трансформаційною пасткою. Охарактеризовані В. Сіденком пастки трансформації безпосередньо чи опосередковано позначаються на стані розвитку

державного боргу. Використовуючи інструментарій дедуктивізму, цей дослідник виділяє такі найтиповіші трансформаційні пастки: пастка невизначеності, пастка форсованої монетарної стабілізації, пастка швидкої приватизації, пастка геоекономічної реструктуризації, пастка експортоорієнтованого зростання, пастка *протекціонізму та боргова пастка* [157, С. 70-75]. Якщо об'єктивація в економіці таких трансформаційних пасток як геоекономічної реструктуризації, експорто-орієнтованого зростання тощо, позначається на стані платіжного балансу країни, опосередковано детермінуючи розвиток державного боргу, то пастки форсованої монетарної стабілізації та невизначеності безпосередньо позначаються на характері процесу боргоутворення. Зокрема, швидка дизінфляція та демонетизація економіки, відображаючись на стані кредитного ринку, рівні процентних ставок, інтенсивності ефекту витіснення, зумовлюють формування короткострокової структури державного боргу та значні витрати на його обслуговування. Крім того, цей процес підсилюється через реальність феномену інвестиційної напруженості, який був теоретизований Я. Корнаї. Теорія інвестиційної напруженості, адаптована до реальних процесів інвестування у перехідний період, пояснює причину надзвичайно високого попиту на гроші, через що процентні ставки не опускаються до рівня розвинутих країн, навіть за аналогічних темпів інфляції. Концентрований вираз пасток трансформації, стосовно об'єкту дослідження, проявляється у реальності боргової пастки. Якщо Е. Брегель наводить висловлені К. Дітцелем у свій час слова, що "державний кредит... є могутнім важелем потужного народногосподарського прогресу" [157, С. 189], то, як констатує В. Сіденко, "зростання боргової залежності не завжди супроводжується адекватною мікроекономічною реструктуризацією" [157, С. 74], яка є джерелом зростання при здійсненні реформ. Оскільки дизадаптивний шок мікрорівня є закономірним наслідком швидкої лібералізації, то закономірною буде відсутність реакції сфери сукупної пропозиції на стимулюючі сукупний попит заходи дефіцитного фінансування. В такому випадку, боргова експансії, навіть в умовах низької ефективності державних запозичень, які не стимулюють економічне зростання, можна пояснити, спираючись на теорію

економіки добробуту, постулати якої пропагують часткову втрату ефективності за для зростання рівності у споживанні суспільних благ. Виходячи з цього, зростання державного боргу за ринкової трансформації розглядається нами як закономірність не тільки економічна, але й соціально-політична.

Наукову дедукцію як метод пізнання загальних закономірностей розвитку об'єкта в процесі дослідження передбачається доповнити науковою індукцією. Цей метод застосовується для пізнання окремо взятих явищ, в їх одиничності. Водночас, індуктивний метод дозволяє визначити за допомогою аналізу конкретного причинно-наслідкові зв'язки, що зумовлюють безпосередній перебіг подій, які стосуються державного боргу в перехідній економіці України. Оскільки ті чи інші політико-економічні рішення здатні вплинути на характер причинно-наслідкових зв'язків в економіці, подальшу детермінацію (після політико-економічних рішень) явищ, то наукова індукція дозволяє пізнати причинність в кожному конкретному випадку економічної дійсності. Одночасно, на політико-економічних рішеннях позначається дія закономірностей ринкової трансформації, через що ті чи інші рішення підкоряються дії законів необхідності. Тому при дослідженні, конкретно емпіричний аналіз та наукова індукція поєднується з формально-логічним аналізом та науковою дедукцією.

Важливу роль у дослідженні державного боргу в перехідній економіці має відігравати з'ясування об'єктивних та суб'єктивних чинників, що впливають на процеси, протікання яких пов'язано з існуванням державного боргу. Економічні та соціально-політичні закономірності переходу до ринку, в цілому, розглядається нами як об'єктивний чинник розвитку державного боргу. Причому, об'єктивна зумовленість впливу перехідних процесів, етапів трансформації безпосередньо відображається на закономірностях формування якісних характеристик державного боргу, що можуть бути пізнані в процесі кількісного аналізу його структурних та динамічних характеристик. Разом з тим, дія економічних закономірностей вказує на можливість та достатні умови розвитку явища. Ті чи інші суб'єктивні дії політичних та управлінських органів стосовно державного боргу не рідко знаходяться під

тиском економічних закономірностей. Але саме єдність об'єктивних та суб'єктивних чинників, що детермінують особливості розвитку державного боргу в перехідній економіці України, переводить його розвиток з траєкторії, визначеної можливістю, на траєкторію, реалізовану у дійсності, яка відображає історичний процес розвитку у логічній єдності з причинами розвитку. Єдність об'єктивних та суб'єктивних причин розвитку державного боргу проявляється у єдності необхідних та достатніх передумов його розвитку. Однак вплив тих чи інших об'єктивних та суб'єктивних причин розвитку державного боргу на одному історичному етапі не може розглядатись відірвано від його якісних та кількісних характеристик, що склались на попередньому етапі. В цьому розумінні, політичні рішення (суб'єктивні чинники) щодо управління державними запозиченнями, формуючи його нові якісні та кількісні ознаки, опосередковано знаходяться під впливом його старих якісних та кількісних ознак, які не тільки впливають на характер формування структурних чи динамічних ознак державного боргу на наступному етапі його розвитку, а й є також детермінантами розвитку нових об'єктивних чинників розвитку. Єдність нового та старого, в даному випадку, проявиться у тому, що, якщо на попередньому етапі розвитку державного боргу існували об'єктивні та суб'єктивні чинники, що зумовили формування тих чи інших якісних та кількісних ознак об'єкта дослідження, то стосовно нового, вони виступлять як єдиний об'єктивний чинник.

В процесі аналізу державного боргу використовують два методичні підходи: 1) макроекономічний; 2) мікроекономічний. Макроекономічний підхід передбачає з'ясування впливу динаміки основних макроекономічних змінних на державний борг, а також його впливу на основні макроекономічні змінні. Цей підхід дозволяє визначити макроекономічну позицію державного боргу, здійснити аналіз всієї макроекономічної сфери держави під кутом зору існування державного боргу, пов'язати його структурні та динамічні характеристики з економічними процесами, що відбуваються на макроекономічному рівні, вивчити закономірності розвитку макроекономічного середовища за ринкової трансформації, які відображаються на його

якісних та кількісних параметрах, визначити ступінь обтяжливості країни державним боргом.

Макроекономічний аналіз державного боргу широко застосовується у статистичних збірниках Світового банку та ЄБРР [194, С. 127-129]. Окремі методичні підходи до макроекономічного аналізу державного боргу містяться у праці С. Шаталова [177]. Цей підхід базується на застосуванні методу коефіцієнтів, серед яких розглядають такі основні відносні показники державного боргу:

– співвідношення "валовий (зовнішній) борг/ВВП", яке дозволяє оцінити загальний рівень обтяжливості країни боргом, а також визначити боргову складову в економічному розвитку; для країн з перехідною економікою обтяжливість боргом на рівні 30% ВВП є низькою, 30-50% — середньою, 50% і більше — високою [194, С. 128];

– співвідношення "зовнішній борг/експорт", що дозволяє визначити можливість держави накопичувати іноземну валюту для обслуговування зовнішніх боргових зобов'язань; для країн з перехідною економікою рівень обтяжливості боргом за цим показником є низьким, якщо наведене співвідношення складає до 100%, середнім — 100-200%, високим — 200% і більше;

– співвідношення "платежі з обслуговування зовнішнього боргу/експорт" дозволяє визначити поточну спроможність держави без ускладнень та негативних наслідків для платіжного балансу обслуговувати зовнішній борг (допустимою нормою вважається рівень у 18%).

Крім вищенаведених показників при макроекономічному підході до аналізу державного боргу застосовують показники дефіциту бюджету (2% ВВП — бюджетний дефіцит низький, 2%-5% — середній, 5% і більше — високий) та дефіциту поточного рахунку платіжного балансу (дефіцит на рівні 2% ВВП вважається низьким, 2%-7% — середнім, 7% і більше — високим). Ці показники дозволяють передбачити потенційну можливість його зростання в процесі фінансування дефіциту бюджету чи платіжного балансу, а також визначити потребу у дефіцитному фінансуванні.

Особливості перехідної економіки України вимагають застосування ще ряду показників, які демонструють взаємозв'язок державного боргу з макроекономічними змінними, а саме — вимоги банківської системи (включаючи вимоги центрального банку) до уряду. Цей показник, згідно методології МВФ, дозволяє відстежити наявність боргових паперів уряду у власності монетарної системи країни. З його допомогою можна оцінити інтенсивність ефекту витіснення, хоча кількісних критеріїв оцінки не існує. Важливим показником є питома вага видатків по обслуговуванню державного боргу у відповідній частині бюджету, що дозволяє визначити ступінь перерозподілу вартості в процесі погашення боргових зобов'язань держави та визначити ступінь навантаження державного боргу на бюджетну систему (максимально допустимим — 25%).

Метод коефіцієнтів у макроекономічному підході передбачається доповнити застосуванням методів структурного аналізу, які, в умовах інтенсивної динаміки макровеличин, є репрезентативнішими, ніж попередній. Основними критеріями структурного аналізу державного боргу є:

– критерій ринковості. Чим вища питома вага, що припадає на інструменти позик, які обертаються на ринку, тим більшою мірою структура державного боргу відповідає ринковим змінам у сфері позичкових фінансів;

– критерій строковості (пролонгація інструментів позик є імперативом політики менеджменту державного боргу). Чим довша структура державного боргу, тим менші втрати несе суспільство при його обслуговуванні;

– критерій диверсифікації джерел запозичень та характеру запозичень. Чим більше держава запозичує на фінансовому ринку, тим довіра до ринкових реформ в цій країні вища.

Мікроекономічний підхід до аналізу державного боргу передбачає аналіз ефективності, здебільшого, інвестувань, що здійснюються з допомогою позикових операцій уряду. Мікроекономічний підхід розглядається у працях С. Шаталова [177] та у праці А. Зіденберга і Л. Хоффманна [63]. Згідно мікроекономічного підходу, державні запозичення імпліцитно вважаються ефективними у випадку отримання

віддачі від них на мікрорівні. Однак, цей підхід є обмеженим, оскільки урядові запозичення рідко здійснюються під конкретні проекти, а визначити ефективність централізованих інвестицій на макрорівні важко. Тому Зіденберг та Хоффманн пропонують розглядати ефективність урядових запозичень співвідносно з адекватністю між приростом державного боргу та приростом державних капіталовкладень [63, С. 83-85], оскільки в такому випадку тенденції розподілу боргового тягаря між поколіннями тяжіють до рівномірності. Однак, як наголошують згадані автори, не всі державні капіталовкладення можна кваліфікувати як інвестиції згідно західних критеріїв. Тому автор вважає за доцільне дотримуватись макроекономічного підходу.

Базисний інтелектуальний інструментарій дослідження державного боргу в перехідній економіці України, на нашу думку, має формуватись на основі синтезу наукових досягнень теорій державного боргу, теорій макроекономіки, теорії перехідної економіки, теорій макроекономічної стабілізації, теорії економіки добробуту, що дозволяє пізнати об'єкт дослідження в системному зв'язку з трансформацією суспільно-економічної системи України.

Теоретичний та методичний підходи до пізнання такого явища як державний борг за ринкової трансформації, розглянуті у першому розділі, дозволяють провести його аналіз, та звести теоретико-методичну та аналітичну частини дослідження у єдину цілісну систему.

Висновки до розділу 1

Аналіз теоретичних постулатів, що стосуються державного боргу, дозволяє констатувати відмінність підходів до визначення, чи є державний борг тягарем для економіки, чи ні, в залежності від визначальних макро- та мікроекономічних посилок. При цьому етичний аспект запозичень уряду розглядається в контексті оптимального розподілу між поколіннями оплати вартості капітальних благ суспільного характеру.

Трансформаційна економіка є якісно відмінною від західних аналогів, в якій відбувається перехід від перманентного стану дефіциту та інвестиційної напруженості через проходження певних фаз перетворень (лібералізація, стабілізація, системно-структурні реформи) до стану динамічної рівноваги. При цьому:

в умовах інерції видатків бюджету, що фактично перевищували доходи у командній системі, на тлі економічного спаду та за намагання підтримати попит у державному секторі з'являється перманентний бюджетний дефіцит;

– становлення ринкової системи, три блокова функціоналізація видатків бюджету призводять до того, що корисність між споживачами таких суспільних благ, як видатки на трансформацію, та таких, як видатки на підтримку старої системи розподіляються нерівномірно;

– в умовах, коли не спостерігається максимізація корисності від споживання цих благ, запозичення держави можуть виступити в ролі засобу для: а) збільшення корисності видатків на трансформацію; б) збільшення корисності видатків на консервацію змін; в) відносно рівномірного збільшення корисності обох груп споживачів. Останній варіант відображатиме умови використання державного боргу для Парето-вдосконалення процесів розподілу корисності;

– перехідна економіка, потребуючи радикальної технологічної та відтворювальної реконструкції, стикається із значними потребами у капіталі, в результаті чого формується додатковий попит на державний борг;

– здійснення фінансування трансформації за рахунок і податків, і позик врівноважує оплату між поколіннями створення такого блага, як побудова ефективнішої економіки.

Водночас, дефіцитне фінансування трансформації у достабілізаційній фазі не відображається на врівноважені макросистеми через збурення пристосування, посилюючи при цьому інфляцію попиту. У фазі стабілізації емісія державного боргу виступає як в якості альтернативи інфляційному оподаткуванню, так і в якості способу перекладання на майбутні покоління вартості створення такого блага як стабільні гроші. У постстабілізаційній фазі державні запозичення, функціонуючи у

ередовищі відносно проринкових структур, зазнають впливу з боку макропроцесів, на розвиток яких вони впливали на попередніх етапах трансформації.

Конкретний прояв закономірностей розвитку державного боргу у трансформаційній системі досліджується в процесі аналізу його системного зв'язку із макроекономічним середовищем при переході до ринку в Україні, що і визначає конкретні форми прояву впливу характеру трансформації на якісні та кількісні параметри державної заборгованості.

РОЗДІЛ 2. МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

2.1. Причини розвитку державного боргу в перехідній економіці України

Ринкова трансформація командної економіки виявилась складним та суперечливим процесом через те, що, по суті, перехідна економіка є джерелом конвергенції типів і способів господарювання, природа яких є суперечливою. Багатофакторність трансформаційних процесів є характерною рисою причинно-наслідкових зв'язків у макроекономічній системі країн, що здійснюють реформи. Реакції макро- та мікросередовища трансформаційної економіки на реформо орієнтовані дії уряду багато в чому спотворюються, оскільки економічній системі, що знаходиться на стадії розпаду старих та на стадії зародження нових структур та зв'язків у середині нової системи, властива різна адаптивність різних секторів економіки до дії рушійних сил ринкового механізму. Крім того, перехідна економіка потрапляє в сферу дії позаекономічних факторів розвитку. Це в першу чергу пов'язано з тим, що об'єктивність та незворотність процесів занепаду радянської системи з її інститутами та структурами підсилюється свідомими діями, спрямованими на вмонтування в економічну систему якісно нових об'єктивних факторів розвитку. При чому, будь-яка активна участь державної влади у цих процесах опосередковується бюджетними зобов'язаннями чи вимогами до державних фінансів. З макроекономічної точку зору це явище можна пояснити тим, що фіскальна політика державної влади є інструментом реалізації політики у сфері реформ.

Політичні цілі втручання держави з допомогою інструментарію державних фінансів стають об'єктом дії загальних закономірностей розвитку як виключно економічних, так і соціальних процесів. Крім того, як зауважується в підручнику з перехідної економіки: "Основною детермінантою соціально-економічних процесів у перехідному суспільстві виступають позаекономічні фактори розвитку; економічні фактори задають лише "область допустимих значень" трансформації. Пояснення досить просте: якісні зміни в економіці здійснюються на об'єктивній основі, але

суб'єктивними методами" [86, С. 49]. Саме тому на суб'єктивні чинники економічних перетворень впливають об'єктивні закономірності перехідних процесів (тобто чинники економічного характеру), а на об'єктивно-економічні чинники економічних перетворень впливає характер політичних рішень щодо реформ.

Макроекономічні показники, і в першу чергу показники, що стосуються бюджетних обмежень, а саме бюджетний дефіцит, державний борг, грошова маса, внутрішній кредит тощо, за ринкової трансформації можуть виступити в якості своєрідних цільових орієнтирів або наперед заданих параметрів реформ макроекономічної системи. Це, зокрема, пов'язано з реалізацією цілеспрямованої стратегії ринкової трансформації, навіть якщо вона ґрунтується на неоліберальній моделі. У цьому буде полягати ще й їхня інструментальна роль в процесі трансформації. Водночас — макроекономічне середовище бюджетних обмежень може пасивно пристосовуватись до процесів інституційної та системної трансформації економіки. Це зумовлено тим, що на його цільове реформування накладаються рамки об'єктивного та суб'єктивного характеру. За таких обставин, системна трансформація сфери бюджетних обмежень, спрямовується на реструктуризацію розміщення фінансових, зокрема кредитних, ресурсів економіки в напрямку зменшення кінцевого споживання державного сектора. Водночас, неринкова система бюджетних обмежень не піддається одноразовому демонтажу, оскільки:

– нерозвиненість інститутів ринкової економіки не дозволяє здійснювати не інфляційні урядові запозичення на самому початку реформ;

– у перші роки трансформації спостерігається певний екстраполятивний розвиток дефіцитного фінансування, що опосередковується розбалансованістю державних фінансів як в абсолютному виразі, так і у співвідносному з можливістю покриття бюджетного дефіциту з неемісійних джерел;

– у перші роки реформ спостерігається така закономірність як інституційно-правова невизначеність статусу центрального банку. Система центральних банків в перехідній економіці знаходиться тільки на стадії розбудови, що детермінує її провідну роль в процесі фінансування видатків держави, непокритих доходами.

Через це визначення статусу центрального банку (зокрема щодо участі у прямому покритті бюджетного дефіциту) виявляється одним із суттєвих засобів реформування макроекономічного середовища бюджетних обмежень уряду;

– швидка демонетизація економіки внаслідок інфляційного розширення сукупного попиту, що позначається на знецінені оборотного та основного капіталу мікроодиниць, стимулювала уряд вдаватись до дефіцитного фінансування суспільного сектора економіки з метою підтримання відтворювального процесу, ігноруючи структурну трансформацію господарства;

– і саме головне, перехідна економіка потребує значних ін'єкцій капіталу, однією з форм якої є збільшення державного боргу, але в даному випадку бюджетні обмеження уряду носитимуть активний характер, а проблема полягає у забезпеченні ефективності спрямування мобілізованих у кредит ресурсів.

Реформування системи бюджетних обмежень уряду, з якими проблема державного боргу за ринкової трансформації знаходиться у тісному зв'язку, є не випадковим феноменом. Оскільки командна економіка на мікрорівні працювала в системі безпрецедентно м'яких бюджетних обмежень, то посилення диспропорцій структурних компонентів відтворення була неминучою, що зумовлювало підтримку м'яких бюджетних обмежень на макроекономічному рівні. Бюджетний дефіцит, що утворився внаслідок розбалансованості виробництва, споживання та нагромадження покривався емісійним шляхом. Вже протягом 1971-1988 рр. в СРСР готівкова маса в обігу збільшилась у 2 рази, тоді як виробництво товарів споживання лише у 2 рази. Криза фінансів радянського етатизму проявилась у 100 мільярдному бюджетному дефіциті та 500 мільярдному державному борзі. Крім того, тільки у 1990 р. паперових грошей було емітовано в 3 рази більше, ніж у 1987 р. і в 5 разів більше, ніж в середньому за рік у одинадцятій п'ятирічці [44, С. 7-8]. Оскільки за жорсткого регулювання цін пристосування попиту до пропозиції на товарному ринку не могло реалізуватись на рівноважному рівні, то мікроекономічна лібералізація початку трансформації об'єктивно вивільнила прихований інфляційний потенціал економіки.

Розбалансованість державних фінансів була спричинена об'єктивним закономірним розвитком адміністрування у сфері фінансів та кредиту, через що бюджетний дефіцит на початку трансформації став загальним обмежувальним чинником реформ. Його дія проявилась у тому, що економіка не мала передумов для збалансування доходів та видатків бюджету, а збереження зрівняльного механізму бюджетного фінансування цьому не сприяло через політико-інституційні причини. Відповідно державний борг та бюджетний дефіцит виявились такими феноменами, що вийшли з прихованого стану в командній економіці у відкритий стан у перехідній економіці, а розвиток цих процесів набув загального характеру не тільки для України, але й для інших перехідних суспільств. Як зауважує А. Бузгалін: "Дефіцитність державного бюджету... є типовою рисою і одночасно лихом не тільки фіскальної системи, але й всього фінансового життя практично будь-якого перехідного суспільства, яке відходить від тоталітарної спадщини" [19, С. 301].

Розбалансованість державних фінансів у країнах з перехідною економікою взагалі та в Україні, зокрема, відображається на всіх наступних етапах трансформаційного процесу. Чим більш інтенсивну монетизацію державного боргу, включаючи кредитну підтримку м'яких бюджетних обмежень на мікрорівні, викликав дефіцит бюджету країни, тим інтенсивніше проявлялась схильність економічної системи до прискорення саморозпаду водночас із уповільненням структурних та інституційних змін. Значні бюджетні дефіцити початку трансформації в Україні зумовлювали появу закономірностей розвитку макро- та мікроекономічного середовища, які, в свою чергу, відобразились на протіканні подальших процесів боргоутворення, структуризації державного боргу, специфіці його обслуговування тощо, вибудовуючи особливу систему причинно-наслідкових зв'язків у середовищі макро- та мікроекономіки, які відповідають загальним закономірностям розвитку трансформаційних суспільств. Однак, як явище, що мало місце в Україні, вони набули певних особливостей, які кореспондують зі специфікою вітчизняного переходу до ринку.

Іманентна перехідній економіці дефіцитність державних фінансів (див. табл. А.1. додатку А) є пануючим джерелом накопичення державного боргу, яке, однак,

створює передумови для його зростання. Наведенні дані свідчать, що в основному значний бюджетний дефіцит спостерігається на початку трансформації, і згодом він, як відсоток ВВП, має тенденцію до зниження.

В умовах нерозвиненості фінансових інститутів ринкової економіки, значні бюджетні дефіцити початку трансформації покривались за рахунок емісійної активності центрального банку. При цьому, експансивний характер монетарної політики та інтенсивна монетизація державного боргу були спричинені інерцією існування системи м'яких бюджетних обмежень як на макро-, так і на мікрорівні. У країнах, де рівень бюджетного дефіциту не виступив одразу орієнтиром при здійсненні стабілізаційної програми, макроекономічні процеси знаходились в полі впливу інфляційного фінансування видатків уряду, що було свідченням відсутності радикальних спроб реформувати командну економіку. Фіскальна експансія, яка зумовлювалась дефіцитним фінансуванням, підсилювалась експансивною політикою центрального банку. Так, в Україні стимулювання сукупного попиту шляхом монетизації бюджетного дефіциту співпало у часі з ціновою лібералізацію та частковою лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності, через що інфляція спотворила будь-які раціональні уявлення про вартість грошей на фінансовому ринку. До того ж, інвестиційна напруженість та високий рівень залежності господарюючих суб'єктів (в першу чергу державних підприємств) від поточних кредитів зумовили швидке зростання процентних ставок. Грошово-кредитна емісія як своєрідний інститут в трансформаційній економіці дозволяла зберігати систему м'яких бюджетних обмежень, не вдаючись до системних коригувань та реструктуризації державних видатків. В Україні протягом 1991-1994 рр. бюджетний дефіцит був повністю покритий за рахунок зростання державного боргу, у формі заборгованості уряду перед Національним банком, а у 1993 р. на потреби бюджетного дефіциту було спрямовано 47% усіх кредитів Національного банку, що складає 6,9% ВВП або 9709 млрд. крб. Водночас, комерційні банки та підприємства отримали кредитів на суму в 10928 млрд. крб., що є спів мірним з 7,7% ВВП, а емісія НБУ у 1993 році в цілому склала 14,6% ВВП[146,С.97]. Кредитно-емісійні

процеси в Росії мали також значний вплив на Україну. Протягом 1992 р. Банк Росії здійснив емісію на суму 40% ВНП, 21% якої було спрямовано у бюджетний сектор, 54% у реальний сектор, 25% — країнам СНД [147,С.92]. В результаті, надлишковий сукупний попит в Росії спричинив часткове зростання цін і в Україні. У Польщі Національний банк здійснював пряме фінансування дефіциту бюджету до 1989 (рік початку реформ у Польщі). У 1989 р. НБП на покриття дефіциту спрямував у публічний сектор 3,6 млрд. старих злотих, а вже у 1991 — 19,4 млрд., у 1992 — 33,7 млрд., у 1993 — 24,7 млрд. старих злотих [200,С.95]. Наведені цифри говорять про те, що емісійне покриття бюджетного дефіциту у перші роки реформ є закономірністю.

Надзвичайно інтенсивне монетарне розширення перших років трансформації, з одного боку уповільнює вихід з системи м'яких бюджетних обмежень, з другого — створює специфічне середовище зростання державного боргу. На його загальний тренд впливає бюджетний дефіцит, а на характері зростання позначаються чинники макроекономічного та інституційно-системного дисбалансу. Оскільки перехідна економіка України продемонструвала схильність до інтенсивних дизадаптивних збурень, то закономірною була відсутність еластичності виробництва за фактором приросту грошової пропозиції та за фактором інтенсифікації емісії дефіциту. При цьому, ці фактори мали єдину природу, а саме — інституціоналізація процесу покриття бюджетного дефіциту шляхом його монетизації. За таких умов, супер-нейтральність грошей за своє джерело мала накопичення державного боргу перед Національним банком, що не призводило до пожвавлення кон'юнктури в класичному кейнсіанському розумінні, а демонетизувало економіку та знецінювало активи і пасиви інститутів бізнесу та домогосподарств. Експансивна політика НБУ протягом 1991-1994 рр. не забезпечувала реальний рівень офіційної облікової ставки, що спричиняло неадекватне ринковим сигналам розміщення ресурсів, а високі процентні ставки на фінансовому ринку були закономірною реакцією банківських структур на гіперінфляцію.

Деструктивні процеси у грошовому секторі економіки України на початку реформ створили середовище, в якому зростання внутрішнього державного боргу випереджало зростання дефіцитів бюджету. Це пов'язано з наступними особливостями становлення системи фінансового посередництва, зокрема, та розвитку грошового сектора перехідної економіки взагалі.

По-перше, фінансові ринки в перехідній економіці знаходяться на стадії становлення, а отже дефіцит бюджету спричинює жорстку боротьбу за перерозподіл фінансових ресурсів.

По-друге, мікрорівень економіки в командній системі був найбільшим реципієнтом фінансових ін'єкцій. Вихід з системи м'яких бюджетних обмежень (на мікрорівні) не ліквідував інвестиційну напруженість, а, навпаки, посилив потребу економічних суб'єктів у капіталі. Через це попит на гроші в перехідній економіці надзвичайно високий, а високі граничні затрати, що зумовлюються технологічною відсталістю та загальним економічним спадом, живлять інфляцію. Отже, реальні процентні ставки не мають тенденції до зниження.

По-третє, за умов високої інфляції у економічних агентів формується певна модель поведінки, згідно якої фінансові посередники віддають перевагу оперуванню короткостроковими інструментами, а грошові потоки циркулюють переважно в грошовому та бюджетному секторах, оскільки кредитування реального сектору за інфляції не вигідне через те, що виробничі цикли в Україні, як правило, дуже тривалі. Отже, можна передбачити, що довгострокові урядові запозичення на внутрішньому ринку будуть не можливі.

По-четверте, попит на гроші як приватного, так і державного секторів є значним, при чому, чим вищим є рівень дефіциту державних фінансів, тим попит на гроші посилюватиметься. А оскільки гіперінфляція демонетизує економіку, то, відповідно, значний попит на гроші буде позначатись на нормі процента на ринку позичкових капіталів. Демонетизація економіки є прямим наслідком гіперінфляції, яка, в свою чергу, є наслідком монетизації бюджетного дефіциту. Так, у Польщі за найвищого рівня інфляції у 553,59% (1990 р.) та бюджетного дефіциту у 6% ВВП (1992 р.)

рівень монетизації економіки за час реформ не опустився нижче позначки в 30%. В Угорщині, де найвищий рівень інфляції склав 32% (1991 р.), а бюджетний дефіцит початку трансформації склав 5,5 % ВВП (1992 р.), рівень монетизації економіки не опустився нижче 40%. В той же час в Росії, за найвищої інфляції у 2318 % (1992 р.) і бюджетного дефіциту у 16,1% (1992 р.), рівень монетизації економіки знизився до позначки в 13%, а в Україні, де найвищий рівень інфляції у 1993 році склав 10155% (найвищий рівень бюджетного дефіциту у 1992 р. складав 29,3% ВВП), рівень монетизації економіки опустився до 11,6 % (1996 р.) [63, С. 84; 183, С. 3-4; 200, С. 93].

По-п'яте, у постгіперінфляційному періоді процентні ставки в Україні не мали тенденції до зниження, яке б забезпечило спів ставний рівень норми проценту з країнами, в яких інфляція водночас була спів ставною з інфляцією в Україні. Так, в Україні проценти по кредитах комерційних банків у 1992 р. склали 76,0%, у 1993 — 221,1%, у 1994 — 201,7%, у 1995 — 107,1%, у 1996 — 47,0%, у 1997 — 49,1%, тоді, як рівень інфляції у відповідних періодах склав 2100,0%, 10155%, 501,0%, 282,0%, 40,0%, 110,1%. Дані свідчать, що протягом 1996-1997 рр. (постстабілізаційний період) реальна процентна ставка по кредитах комерційних банків складала 37,0% (1996 р.) та 39,0% (1997 р.) [182, С. 91], а річна середня ставка доходності по облігаціях внутрішньої державної позики складала відповідно 101,95% та 33,65%, тоді як офіційна облікова ставка НБУ в середньому на рік складала 60,0% та 24,4% [9, С. 20]. Цей феномен пояснюється постгіперінфляційною дезорієнтацією фінансового посередництва. Її природа пов'язана не тільки з інерцією строкової структури активів та пасивів, яка була сформована у достабілізаційний період і яка є короткостроковою, а також із значними інфляційними очікуваннями фінансово-банківських структур, що уникають вкладень у реальний сектор економіки. Загальна невизначеність на фінансових ринках, спричинена хитким курсом реформ, стимулює банки підтримувати високий рівень надлишкових резервів і валютних активів.

По-шосте, інфляційний сплеск, знецінюючи заощадження широких верств населення, позбавляє можливості останніх інвестувати у державні цінні папери чи здійснювати будь-які суттєві нагромадження. Тому основними власниками інструментів державних позик є інституціональні інвестори, які, знаходячись у руслі гострогіперінфляційної дезорієнтації, впливають на формування спекулятивної структури державного боргу, що автоматично здорожує витрати на його обслуговування та призводить до його зростання швидкими темпами.

Враховуючи вищесказане, можна зробити висновок про те, що структура покриття бюджетного дефіциту не є нейтральною щодо темпів зростання державного боргу. Причому, вона в перехідній економіці має певні особливості, які можна прослідкувати, спів ставивши структури покриття бюджетного дефіциту України, Росії та Польщі (див. табл. 2.1-2.3.).

Таблиця 2.1.

Структура покриття дефіциту бюджету в Україні, % до дефіциту

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Покриття за рахунок НБУ	100	100	100	100	72,7	40,2	1,6	0,8
Державні облігації	-	-	-	-	7,4	37,0	71,7	35,7
Зовнішнє фінансування	-	-	-	-	19,8	22,8	26,7	63,5
Разом	100	100	100	100	100	100	100	100

Примітка: [6, С. 58; 183, С. 18]

Особливістю структури фінансування бюджетного дефіциту в трансформаційній економіці є те, що центральний банк займає провідну роль у дефіцитному фінансуванні. В Україні провідна роль Національного банку у фінансуванні дефіциту бюджету зберігалась до 1997 р., в Росії — до 1994, в Польщі — до 1993.

Таблиця 2.2.

Структура покриття дефіциту федерального бюджету в Росії, % дефіциту

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Кредити Центробанку	100	80	59,3	79,5	0,0	0,0
Внутрішні позики	-	-	1,2	11,4	47,0	60,4
Зовнішні позики	-	8,0	9,0	9,1	53,0	39,6
Інші джерела	-	12,0	30,5	0,0	0,0	0,0
Разом	100	100	100	100	100	100

Примітка: [128, С. 218-219]

Для порівняння, в Росії, протягом 1996 р., коли питома вага внутрішніх позик у фінансуванні дефіциту федерального бюджету зросла з 47,0% у 1995 році до 60,4%, державний борг по внутрішніх позиках зріс у 2 рази за рік, а протягом 1997 р. — в 1,8 рази [178, С. 76]. У Польщі, при переході до формування структури погашення дефіциту бюджету за рахунок розміщення державного боргу на фінансовому ринку, внутрішній борг протягом 1992 р. зріс на 204,4%, протягом 1993 р. — на 54,8%, протягом 1994 р. — на 39,4%, у 1995 р. — на 18,4%, у 1996 — на 20,3%, у 1997 р. — на 20,7% [200, С. 98]. Однак швидкість приросту державного боргу у Польщі є нижчою, ніж в Україні. Це підтверджує тезу про те, що інтенсивність інфляційного та характером дефіцитного фінансування є суттєвою детермінантою майбутнього зростання державного боргу, зокрема у постстабілізаційний період.

Оскільки бюджетний дефіцит поділяється на основний (первинний), тобто такий, що не залежить від процентних виплат по державному боргу, та дефіцит, спричинений процентними платежами, то його структура безпосередньо позначається на швидкості зростання державної заборгованості. Якщо основний дефіцит значно перевищує дефіцит, спричинений процентними виплатами, то кумулятивні зобов'язання уряду по державному боргу нагромаджуватимуться досить швидко. Тому, вважається, що для підтримання стабільності державних фінансів первинний дефіцит бюджету має прямувати до нуля, а загальний дефіцит має складатись з процентних виплат. В такому разі споживачі суспільних благ не зазнають негативного впливу від перерозподілу фінансових ресурсів через механізм процентних виплат. Якщо ж первинний дефіцит має від'ємне значення, то це означає, що на погашення державного боргу спрямовуються не тільки надходження від розміщення державного боргу, але й податкові платежі. Ситуацію в Україні, пов'язану з структурою бюджетного дефіциту репрезентує табл. 2.4.

Таблиця 2.4.

Процентні виплати та бюджетний дефіцит в Україні

Показники	1995	1996	1997	1998
Консолідований дефіцит за визначенням МВФ, млн. грн.	2570	2615	5189	3758
Консолідований дефіцит, % ВВП	4,7	3,2	5,6	3,3
Консолідований дефіцит без процентних виплат, млн. грн..	1740	1334	3509	-451
Консолідований дефіцит без процентних виплат, % ВВП	3,2	1,7	3,8	-0,4
Процентні виплати, млн. грн..	830	1281	1680	4209
Податкові надходження без урахування соц. фондів, % ВВП	28,3	26,7	27,5	27,0

Примітки: [63, С. 105]

Згідно даних табл. 2.4 в Україні до 1998 р. простежується чітка тенденція до акумулювання зобов'язань по державному боргу. Первинний дефіцит у 1995 р. складав 68,1%, у 1996 р. — 53,1%, у 1997 — 67,9% від загального дефіциту. Поглиблення дестабілізації державних фінансів 1998 р. позначилось на тому, що процентні платежі по державному боргу перевищили консолідований фіскальний дефіцит. Це пов'язано із інтенсивним запозиченням на зовнішніх та внутрішніх ринках, яке здійснювалось для покриття значного первинного дефіциту бюджету. Очевидно, що з цією проблемою зіткнулась не тільки Україна. Це дає підстави авторам А. Зіденбергу та Л. Хоффманну зауважити: "З огляду на різке підвищення реальних процентних ставок та надбавки за ризик, ті країни Східної Європи, яким і досі нелегко утримувати консолідований дефіцит бюджету у прийнятних межах, вочевидь змушені будуть переглянути свою боргову стратегію" [63, С. 81].

Економічна трансформація передбачає зменшення рівня перерозподілу суспільного продукту через систему державних фінансів. Намагання підвищити рівень споживання держави в перехідній економіці може пов'язуватись з патерналізацією процесів розвалу командної системи. В той же час, зростання масштабів перерозподілу вартості суспільного продукту через бюджет у країнах, які швидко здійснюють радикальні реформи, наближається до показників країн Західної Європи. Так, в транзитних економіках Польщі сукупні державні витрати становлять 45,8% ВВП (1997 р.), Хорватії — 48,2%, Угорщині— 49,5%, Словенії — 46,2%. В Україні сукупні державні витрати за цей період склали 44,0% ВВП, а спад виробництва 3,2% ВВП, тоді як у вищезгаданих країнах зростання ВВП складає від 3,7% у Словенії до 6,9% у Польщі [129, С. 9].

Отже, у транзитних економіках, де радикальні реформи значно підвищили ефективність національного господарства та створили середовище для адекватної ринковим реформам реструктуризації мікрорівня, спостерігається зростання ВВП, навіть при значному рівні державного споживання. Однак, в Україні високий рівень споживання сектору державного управління позначається на пригніченості економічної активності при існуванні реальної загрози для функціонування

суспільного сектора економіки. Тому можна зробити висновок про те, що гранична корисність споживання суспільних благ в Україні є низькою, а бюджетний менеджмент неефективний. При збільшенні державного навантаження на економіку сукупний попит та сукупна пропозиція, за відсутності системних реформ, зазнають ще більшого стискання, а зменшення фіскального тиску при відсутності реформ спричинить занепад бюджетної сфери. За таких умов, зростання державного боргу дозволяє підтримувати витрати державного сектора навіть за податкових недонадходжень. А оскільки в Україні Уряд не вдався до радикальних реформ податкової системи, ліквідність бюджету може підтримуватись водночас при збереженні значних податкових вилучень та податкових недонадходжень (табл. 2.5. відображає якість бюджетного планування та масштаб податкових недонадходжень) за рахунок запозичень ресурсів на фінансовому ринку. Зокрема, український дослідник К. Швабій зауважує, що "незбалансований і нереальний бюджет доволі довго вдавалось підтримувати за рахунок нарощування внутрішнього боргу" [178, С. 20]. Подібної думки притримується і російський економіст І. Хакамада, стверджуючи, що "на державний борг списується усе поточне бюджетне недофінансування" [175, С. 76]. За таких умов, підвищення державного навантаження на економіку призводить до пом'якшення бюджетних обмежень на макрорівні за рахунок зростання державного боргу, а однією з причин його зростання в Україні є недостатня якість бюджетного планування, що пов'язано з неспроможністю економіки нести тягар державних видатків.

Таблиця 2.5.

Якість бюджетного планування в Україні [169,С.6]

Показники	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Доходи консолідованого бюджету, млн. грн.						
план	4826	22326	34391	30429	29762	34252
виконання	5231	20650	30142	27149	28441	(31334)
Видатки консолідованого бюджету, млн. грн.						
план	5886	25642	39009	36181	33142	35492
виконання	6364	24303	34106	33345	30506	
Дефіцит бюджету, млн. грн.						
план	1060	3316	4618	5751	3381	1240
виконання	1133	3613	3964	6196	2065	

Примітка. У 1999 році дефіцит бюджету у 1,5 рази перевищив запланований.

Протягом 1994-1995 рр. фактичний бюджетний дефіцит значно перевищував запланований. Ця тенденція ще більше загострилась у 1997 р., але вже в 1998 р., коли кризові тенденції на ринку державних запозичень не дозволяли ефективно розміщувати державні цінні папери на фінансовому ринку та рефінансувати державний борг, фактичний показник бюджетного дефіциту виявився нижчим від запланованого. Зниження видатків до рівня нижче запланованого було досягнуто також за рахунок секвестру бюджетних статей, необхідність якого була спричинена кризою ринку державного боргу.

Зростання державного боргу, що пов'язане із податковими недонадходженнями є специфічною рисою перехідної економіки. Ця проблема носить інституційний характер, оскільки уряд, не вдаючись до ефективного реформування суспільного сектора економіки, продовжує політику державного патерналізму, інструментами якої виступають запозичення на фінансовому ринку. Активність концентрованих інтересів створює передумови для того, щоб споживання державного сектора не зменшувалось за фактором стискання фіскального потенціалу. Через це корисність споживання суспільних благ для суспільства набуває ірраціонального характеру, оскільки здійснення видатків, не оптимальних з точки зору суспільства, має місце навіть тоді, коли вартість споживання суспільних благ значно перевищує їхню граничну корисність. При цьому, інтенсифікація запозичень як спосіб уникнення зростання податків в теперішньому часовому періоді, призводячи до зростання ставок процента, робить цю різницю ще більшою. Тому на різкому зростанні державного внутрішнього боргу позначаються не тільки закономірності макро- і мікроекономічного характеру, але й соціально-інституційні закономірності розвитку перехідної економіки в Україні.

Ринкова трансформація передбачає створення якісно нового поля входження перехідних економік у сучасну систему світогосподарських зв'язків, які, по суті, є обміном взаємними вимогами та зобов'язаннями у іноземній валюті. Не зважаючи на особливості трансформації зовнішнього сектора економіки в кожній окремій

країні постсоціалізму, зовнішнє фінансування при переході до ринку відіграє надзвичайно велику роль.

Розпочинаючи реформи, країни постсоціалізму стикаються з багатьма проблемами, що закономірно штовхають їх до збільшення зовнішнього боргу. Зокрема, економічна лібералізація та макроекономічна стабілізація в транзитній системі здійснюється за підтримки міжнародних інститутів валютно-фінансового співробітництва. Крім того, бреттон-вудські інститути виявились чи не єдиними кредиторами на першому етапі реформ. Активне співробітництво з МВФ, Світовим банком, ЄБРР є сигналом для приватних кредиторів про можливість започаткування бізнесу у країні постсоціалізму. Однак, реалізація програм системних зрушень та здійснення окремих інвестиційних проектів за участі інституційних кредиторів з-за кордону призводить до швидкого зростання зовнішнього боргу в абсолютному виразі.

Лібералізація зовнішнього сектора економіки, перехід до режиму поточної конвертованості валюти, на тлі значних зовнішній цінових збурень та вразливості національної системи до кон'юнктурних особливостей міжнародного ринку, відображаються на майже хронічному дефіциті платіжного балансу. Причому, ця проблема загострюється в зв'язку з особливостями включення постсоціалістичних країн у світові інтеграційні процеси. За таких обставин, зовнішній борг має чітку тенденцію до зростання, оскільки фінансування дефіциту поточного та капітального рахунка платіжного балансу здійснюється переважно через накопичення зовнішніх вимог до країни. Центральні банки країн з перехідною економікою в переважній більшості випадків тільки починають накопичувати міжнародні активи, тому участь інститутів грошової влади у фінансуванні зовнішнього дисбалансу є вкрай обмеженою.

Для країн з перехідною економікою атрибутивною є проблема відшукування значних зовнішніх джерел фінансування як бюджетного дефіциту та дефіциту платіжного балансу, так і фінансування структурних зрушень в економіці, зокрема, через технологічне оновлення реального сектора. Стагфляційні та дизадаптивні

астки, перманентна інвестиційна напруженість об'єктивно підштовхують країни, що здійснюють ринкові реформи, до зовнішніх запозичень для фінансування трансформації. Для деяких країн (Польща, Угорщина, Росія, Болгарія) проблема овнішнього фінансування загострюється також через значні витрати на бслуговування зовнішнього боргу, нагромадженого ще за комуністичних режимів. Однак з потребою у переоформленні зовнішніх боргових зобов'язань зіткнулись не тільки ті країни, яким державний борг залишився у спадок, але й країни (зокрема Україна), що здійснювали активні зовнішні запозичення уже у період реформ.

Проблема державного боргу в перехідній економіці нерідко має інституційний характер і не може розглядатись виключно як макроекономічний феномен, оскільки швидкість реформ в реальному та зовнішньому секторі відбивається на темпах зростання зовнішнього боргу. Ліквідація м'яких бюджетних обмежень та демонтаж державного патерналізму стосовно мікроекономічних одиниць — суб'єктів овнішньоекономічної діяльності — уповільнює зростання зобов'язань публічної влади перед закордоном. Тобто, чим швидше відбувається дезінтеграція фінансів підприємств та фінансів держави, тим менше зовнішніх вимог буде кваліфікуватись як власне, державний борг.

Однією із закономірних для трансформаційної економіки причин зростання овнішнього боргу, в тому числі і в Україні, є активізація співробітництва з бреттон-удськими інститутами. Як правило, переважна більшість країн, що здійснюють реформи, розпочинають активно співпрацювати з МВФ у період, протягом якого постерігається найбільше падіння виробництва. Так, у Польщі роком початку реалізації програми стабілізації та роком найглибшого спаду був 1990 рік, в Чехії — 991 рік, Україні — 1994 рік. В Україні співпраця з МВФ здійснювалась за стандартним сценарієм: спочатку реалізовувалась програма STF, невеликі обсяги якої не вплинули значно на зростання зовнішнього боргу. Реалізація програми tand-by (програми макроекономічної стабілізації) суттєво збільшило зовнішній борг України. Ця програма передбачала активну підтримку та реструктуризацію платіжного балансу, збільшення валових зовнішніх активів Національного банку,

часткове фінансування бюджетного дефіциту. З точки зору боргової теорії, макроекономічна стабілізація, яка призводить до зростання боргового тягаря, є альтернативою інфляційному оподаткуванню. Стабілізація системи грошового обігу та уповільнення інфляції, створює передумови для посилення ролі національних грошей в економічному відродженні. На цю особливість боргового фінансування стабілізації грошового обігу, зокрема, вказує М. Савлук, розглядаючи досвід Росії XIX століття: "...уряд Росії... позичив багато золота за кордоном..., створивши монетарні умови для розвитку економіки" [145, С. 4]. Крім того, К. Макконелл та С. Брю відмічають нову функцію держави, що постала історично, пов'язану із стабілізацією економіки [101, С. 109]. Тобто, видатки на макроекономічну стабілізацію можна вважати фінансуванням суспільних благ, гранична корисність яких є дуже високою для тих, хто потерпає від інфляційного оподаткування. Однак, необхідність макроекономічної стабілізації в перехідній економіці та закономірності її здійснення мають свою специфіку, оскільки:

по-перше, макроекономічна стабілізація у ній спрямована не на подолання негативної фази ділового циклу, а на подолання системної кризи перехідного суспільства;

по-друге, вона здійснюється в умовах глибокої розбалансованості макроекономічних агрегатів та гострої системної кризи;

по-третє, особливістю макростабілізації в трансформаційній економіці є те, що вона передбачає поєднання балансування макропоказників зі створенням передумов для формування нової економічної системи, а тому вона є об'єктивною та необхідною складовою трансформаційних процесів [166, С. 116-117]. І якщо державний борг є невід'ємною складовою макростабілізації, то, відповідно, видатки на його обслуговування є закономірними видатками трансформаційного процесу.

Макроекономічна стабілізація передбачає здійснення певних заходів з боку фінансової та грошової влади, які в першу чергу спрямовані на зниження темпів інфляції через санацію бюджету та уповільнення приросту внутрішніх активів центрального банку. *Оскільки реалізація програми стабілізації передбачає*

кредитування з боку МВФ та інших інституційних кредиторів, то акумуляція зовнішніх вимог впливає переважно на вектор зростання зовнішнього боргу, а не на його характер. Стабілізація, розтягнута в часі (приклад України), безпосередньо не збільшує зовнішній борг, оскільки програма кредитування з боку МВФ суттєво від цього в обсягах не змінюється. Але непослідовні дії уряду під час стабілізації на тлі незначних системних, структурних, інституційних зрушень створюють передумови для того, що м'які бюджетні обмеження на макрорівні поєднуватимуться з жорсткою кредитною рестрикцією. В результаті, обмеження на приріст внутрішніх активів центрального банку, стимулюючи дезінфляцію, відображається на стані кредитування економіки, через що потенційний спад виробництва має менші темпи, ніж за умов гіперінфляції. Бюджетні ж надходження від цього не зростають, оскільки скорочується податкова база, що утворилась внаслідок зростання цін. Владні структури опиняться перед потребою фінансування поточних витрат. Так, в Україні спад виробництва у 1993 р. склав 14,0%, у 1994 (початок стабілізації) — 23,0%, в 1995 — 11,8%, в 1996 — 7,0% [39, С. 6]. Водночас, спостерігалась така динаміка частки видатків бюджету у ВВП: протягом 1993 — 46,5%, 1994 — 59,7%, 1995 — 48,0%, 1996 — 43,2% [34, С. 56].

За відсутності реформ у бюджетній сфері та за переходу до боргового фінансування бюджетного дефіциту, макроекономічна стабілізація створює передумови і для зростання внутрішнього боргу, оскільки забезпечення реальних ставок проценту на тлі високої потреби у кредитах здорожує витрати уряду на обслуговування державного боргу. Тому у постстабілізаційний період політика щодо розміщення державного боргу потрапляє у сферу впливу детермінант попередньої політики монетизації бюджетного дефіциту та політики монетарної стабілізації. Крім того, непослідовна фінансова стабілізація виявлятиме свій хиткий характер через відсутність виробничої стабілізації, а концентрація видатків по обслуговуванню боргу на тлі неефективної макрорівноваги створює передумови для порушення фінансово-монетарної стабілізації в економіці.

Негативні тенденції розвитку зовнішнього сектора перехідної економіки України створюють як макроекономічні, так і інституційні передумови для зростання державного боргу. Розпад системи РЕВ та зниження сукупного попиту в нових незалежних державах спричинили до зниження обсягів експорту товарів з України, а зростання до світового рівня цін на енергоресурси, з одного боку, збільшили граничні витрати українських підприємств, з другого — спричинили до хронічного дефіциту рахунка поточних операцій платіжного балансу та балансу товарів і послуг. Так, у 1994 р. дефіцит балансу товарів та послуг склав 1366 млн. дол. США, а дефіцит рахунка поточних операцій — 1163 млн. дол., в 1995 р. відповідно 1190 млн. та 1152 млн., в 1996 — 1122 та 1185, в 1997 — 1536 та 1333 млн. дол. США. Рахунок поточних операцій як відсоток ВВП, хоч і не сягнув небезпечного рівня в 5%, але залишається досить високим, а саме 3,1% у 1994 р., 3.1% у 1995 р. та 2,7% у 1996-1997 рр. [64, С. 74]. Аналогічний показник у Польщі (1996 р.) склав 1%, у Угорщині 3,8% , у Чехії 8,7% [69, С. 16].

Подвійний дефіцит (дефіцит бюджету та поточного рахунку) створює сприятливі передумови для зростання державного боргу, оскільки Україна потребує значного зовнішнього фінансування платіжного та бюджетного дисбалансу. Про те, що в Україні має місце саме борговий спосіб покриття дефіциту у зовнішньому фінансуванні, можна судити з огляду на накопичення НБУ зовнішніх активів на тлі хронічної розбалансованості зовнішнього сектора економіки. Так, якщо у 1994 р. валові міжнародні резерви покривали 1,9 тижнів імпорту, то у 1995 — 3,2 тижні, а в 1996 — 4,9, в 1997 — 5,6 [69, С. 16]. При цьому, згідно даних Економічного департаменту НБУ, загальні потреби у зовнішньому фінансуванні склали у 1995 р. 1867 млн. дол. США, у 1996, відповідно, 3189 млн., у 1997 — 4979, у 1998 — 6069, а дефіцит фінансування (який був покритий за рахунок використання кредитів) за відповідні роки склав, відповідно, 4826 млн. дол., 1497 млн., 1090 та 3555 млн. дол. США.

Окрім макроекономічних чинників зростання зовнішнього боргу за ринкової трансформації, в Україні актуальними є чинники інституційного характеру. В

ершу чергу мова йде про особливості міждержавних розрахунків України та Росії. ри переході до споживання енергоносіїв за світовими цінами, Україна практично явилась неспроможною оплачувати постачання енергоресурсів. Крім того, стан утрішніх розрахунків за енергоносії фактично не дозволив Україні своєчасно лачувати заборгованість перед Росією, а заборгованість суб'єктів господарювання спожиті енергоресурси не вмикала в дію механізм банкрутства навіть при еспроможності останніх оплачувати свої рахунки. В результаті неефективне поживання підтримувалось за рахунок гарантії Уряду України оплатити поставки з сії. Тому наслідком повільної мікроекономічної реструктуризації виступив овнішній борг перед Росією. Інституційно-системна природа цієї проблеми полягає тому, що уряд, практично, брав на себе всю відповідальність за споживання порту з Росії мікроодиницями. Проблеми подібної практики списання на овнішній борг поточної заборгованості по імпорту не могли знайти адекватного зв'язання в рамках повільних реформ державного патерналізму, оскільки ричиною зростання подібного за характером зовнішнього боргу було приховане убсидування збиткового реального сектору економіки. Неспроможність України слуговувати борги, що утворились у такий спосіб, спонукала уряд вдаватись до структуризації останніх, через що зовнішній борг зростав через його пролонгацію зміну строкової структури амортизації.

Отже, причинами розвитку державного боргу України в період ринкової ансформації є низка факторів, що пов'язані із загальними закономірностями ерехідних процесів, а також особливостями української моделі реформ. еобхідність дефіцитного фінансування та інерція державного патерналізму на тлі рофованості інститутів поза емісійного покриття бюджетного дефіциту ричинили до інтенсивної монетизації фіскального дисбалансу. Структура окриття бюджетного дефіциту в перехідній економіці України не є нейтральною одо темпів зростання державного боргу. Розбалансованість зовнішнього сектора кономіки позначились на зростанні зовнішнього боргу в Україні (як і в інших раїнах). Активне співробітництво з бреттон-вудськими інститутами, що його

здійснює більшість країн Центральної та Східної Європи й Україна, реалізація програми макроекономічної стабілізації закономірно призводить до зростання зовнішнього боргу. Чим успішнішою та менш тривалішою є макростабілізація, тим темпи зростання державного боргу є нижчими, оскільки емісійні процеси попереднього етапу створюють середовище для майбутнього зростання державного боргу. Недосконале бюджетне планування та приховане субсидування імпортерів є інституційною особливістю зростання державного боргу в Україні. М'які бюджетні обмеження та приховані субсидії в Україні мають як макроекономічну, так і інституційну природу, що є однією з найважливіших причин зростання внутрішнього і зовнішнього боргу. Радикалізм реформ позначається на швидкості зростання державного боргу, в той же час інтенсивність трансформаційних зрушень віддзеркалюється у якісних та структурних параметрах державного боргу в перехідній економіці України.

1.2. Державний борг України в середовищі ринкової трансформації

Макроекономічна система країни, що здійснює ринкові трансформації, зокрема Україна, є специфічною сферою віддзеркалення реформаційних процесів, які мають місце на всіх рівнях національного господарства. В цьому розумінні, макроекономічна ситуація є своєрідною результуючою як заходів щодо трансформації, так і наслідків реформування економіки. Макроекономічна позиція державного боргу є невід'ємною складовою макроекономічної системи країни з перехідною економікою; крім того макропараметри державної заборгованості та інші макроекономічні змінні в процесі трансформації знаходяться у стані надзвичайної динамічності.

Причинно-наслідкові зв'язки у середовищі трансформаційних змін в Україні знаходять свій безпосередній вираз у складі, структурі та динаміці державного боргу, який є одним з інтегральних показників застосування фіскального (деякою мірою монетарного) інструментарію реформ. Об'єктивність розвитку державних запозичень за переходу до ринку в Україні відображається не тільки на загальному

тренді зростання державного боргу, але й на характері здійснюваних позичкових операцій. Причому, об'єктивно та суб'єктивно зумовлені особливості державних запозичень на кожному окремому етапі реформ відбиваються на процесах боргоутворення на наступних етапах трансформації. Через це на процесах розвитку державного боргу позначаються ринкові перетворення в економіці, а державний борг, у свою чергу, справляє вплив на трансформаційні процеси.

Перманентна розбалансованість державних фінансів та м'які бюджетні обмеження початку трансформації спричинили істотне зростання державного внутрішнього боргу. Урядові запозичення здійснювались для покриття значного бюджетного дефіциту емісійним шляхом. Емісійний інструментарій урядових запозичень був об'єктивно зумовленим чинником (на початку трансформації), що визначав характеристичність процесів структуризації державного боргу, оскільки: еластичність видатків бюджету по фактору доходів була низькою; фінансовий ринок, на якому, за звичай, розміщується державний борг, відсутній; інституціоналізація активності центрального банку в сфері кредитування держави невизначена. Зважаючи на структуру покриття бюджетного дефіциту (яка до 1995 р. складалась виключно за рахунок позик в НБУ), природно, що основним структурним компонентом внутрішнього боргу початку трансформації є заборгованість перед Національним банком, склад якої відображає табл. 2. 6.

Таблиця 2.6.

Склад та динаміка позик в НБУ на покриття бюджетного дефіциту

Роки	Склад заборгованості	Сума, грн.
1991	Фінансування видатків, незабезпечених доходами	280349
1992	Фінансування видатків, незабезпечених доходами	8693621
1993	Кредити на покриття бюджетного дефіциту	111096870
1994	Кредити на покриття бюджетного дефіциту	1321054000
1995	Кредити на покриття бюджетного дефіциту	3008276895
1996	Кредити на покриття бюджетного дефіциту	1345644394
Нараховані проценти		5239665444
Разом		11043871166

Примітка. Матеріали Емісійно-кредитного департаменту НБУ.

Макроекономічний зміст проблеми покриття бюджетного дефіциту за рахунок позик в центрального банку полягає в тому, що монетизація державного боргу

справляла вплив на подальший розвиток як грошового, так і бюджетного, зовнішнього та реального секторів економіки, спотворюючи структуру державного боргу та опосередковано впливаючи на темпи його зростання. Крім того, кредити НБУ та банківської системи на фінансування бюджетного дефіциту перевищили сальдо бюджету (розрахованого за вітчизняною методикою) у ВВП. Якщо у 1992 р. сальдо бюджету у ВВП склало 13,8%, то вищезгадані кредити — 6,56%, а в 1993 р., при дефіцитності бюджету у 5,1% ВВП, фінансування дефіциту банківською системою склало 7,29%, в 1994 р., відповідно, 8,9% та 10,97% [183, С. 18], що підтверджує думку про реальність впливу неякісного бюджетного планування на зростання державного боргу. В 1995-1996 рр. зміна структури покриття бюджетного дефіциту відбилась на уповільненні зростання такої складової внутрішнього боргу як заборгованість перед НБУ.

Характерною особливістю розвитку державного боргу у достабілізаційній фазі трансформації є його формування на неринковій основі та здійснення заходів патерналістичного характеру. Так, заборгованість за внутрішнім боргом перед НБУ, яка виникла протягом 1991-1994 рр. і не пов'язана із заборгованістю, пов'язаною із фінансуванням дефіциту бюджету, складає 9159593 грн., (0,083% накопиченої заборгованості перед НБУ); заборгованість перед Укрдержстрахом, що списана на внутрішній борг, складає 2132997 грн.; заборгованість за компенсаціями за залишками вкладів населення, що були централізовані Ощадбанком СРСР, складає 30450 грн.; заборгованість сільськогосподарських підприємств, віднесена на державний борг — 3248946 грн.; суми індексації оборотних коштів державних підприємств і організацій, списані на державний борг, — 3254200 грн.; інша внутрішня заборгованість — 954650 грн. [1].

Перебуваючи у несек'юретизованій формі, значна частина державного внутрішнього боргу практично не справляє впливу на загальну вартість боргового тягаря. Однак, збільшення його за рахунок збереження системи м'яких бюджетних обмежень на мікрорівні негативно відбивається на процесі реформ. Пропозиція грошей в економіці не супроводжується будь-якими суттєвими системно-

структурними зрушеннями, через що боргове фінансування суспільних благ не стимулює економічну активність, а, навпаки, дозволяє уповільнити занепад командної економіки за рахунок зростання боргу.

Державний борг України, що виник внаслідок монетизації бюджетного дефіциту, на суму у 7 747 977 383 грн. (з них: 4 383 903 010 грн. — основний борг за кредитами 1991-1995 років; 3 354 914 780 грн. — нараховані і несплачені проценти за станом на 1 січня 1996 р.), списані згідно рішення Верховної Ради.

Створюючи особливий клімат функціонування фінансових ринків, макроекономічна стабілізація виявилась чинником формування середовища емісії державних цінних паперів, які мають вторинний обіг. Інституціоналізація процесів емісії державного боргу та трансформація структури покриття бюджетного дефіциту є важливими елементами системи ринкової конвергенції, яка зумовила реформування сфери дефіцитного фінансування в Україні. І хоча в структурі покриття бюджетного дефіциту суттєва роль кредитів НБУ зберігалась до 1996 р., уряд отримав можливість здійснювати запозичення на беземісійній основі.

Трансформація структури покриття бюджетного дефіциту виявилась визначальним чинником, що зумовив зміну структури державного боргу. Якщо до 1995 р., державний внутрішній борг повністю формувався на неринковій основі та складався з заборгованості перед НБУ, банківською системою та різного роду списань на державний борг, то з 1995 р. його зростання у абсолютному виразі (якщо не враховувати не проведене списання НБУ заборгованості за кредитами уряду) зумовлювалось виключно розміщенням державних цінних паперів на фінансовому ринку (див. табл. 2.7.).

З наведених у табл. 2.7. даних видно, що збільшення основної суми внутрішнього боргу на 84,7% у 1996 р. зумовлювалось зростанням державного боргу у ОВДП на 723,9%; у 1997 р. темп зростання внутрішнього боргу уповільнився і склав 59,9% при одночасному зростанні боргу у облігаціях на 276,7%; подібна тенденція збереглась і в 1998 р. — внутрішній борг збільшився на 10,7%, а борг у державних цінних паперах — на 19,7%.

Таблиця 2.7.

Внутрішній борг: основна сума та борг у ОВДП

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Внутрішній борг, млн. грн.	18,5	219,3	2276,6	4206	7770	12423	13747
Борг у ОВДП, млн. грн.	-	-	-	217	1788	6736	8001

Примітка: [32,С.29; 63С.104]

Крім того, борг у інструментах державної позики зростав швидше, ніж внутрішній борг (на 639,2% у 1996 р., на 216,8% у 1997, на 9% у 1998 р.), що говорить про мінімальний вплив неринкового внутрішнього боргу на загальний тренд розвитку внутрішнього боргу в цілому, який, починаючи з 1995 р., знаходиться під впливом тенденцій у ринковому секторі урядових запозичень.

Розміщення державного боргу, деномінованого у облігації внутрішньої державної позики, на фінансовому ринку, зазнало впливу з боку тенденцій розвитку сфери фінансового посередництва та макроекономічних процесів на попередньому етапі функціонування позичкових фінансів в Україні. Водночас, високі темпи зростання урядових запозичень на ринку виявляються суттєвою детермінантою макроекономічних процесів. Перенесення зосередження джерела імпульсів макроекономічних тенденцій у сферу розміщення, обертання та обслуговування державного боргу є закономірним явищем трансформаційної економіки. Це пов'язано із виключною роллю ринку державних боргових зобов'язань як у фінансовій системі країни, так і у системі макроекономічного регулювання.

Аналізуючи процес розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, можна виділити три періоди, протягом яких спостерігаються суттєві відмінності в стані державного боргу, деномінованого у ОВДП. Перший період тривав з часу створення ринку державного боргу до середини 1997 р.; другий — з середини 1997 р. до осені 1998 р.; третій — з осені 1998 р. по даний час, що особливо добре репрезентує табл. Б.1. додатку Б.

Реформування системи внутрішнього фінансування дефіциту бюджету у 1995 р. зумовило створення ринку державних цінних паперів, перші торги якими відбулись в березні 1995 р. Емісія урядових інструментів запозичень мала місце на тлі:

поступової макростабілізації; зниження бюджетного дефіциту відносно ВВП; збереження значного первинного дефіциту бюджету; збереження значної частки структурі покриття дефіциту емісійних кредитів НБУ, який перейшов до рестрикційної політики. Попередній період високої інфляції та високий попит на гроші об'єктивно спричинили до того, що розміщення державного боргу на фінансовому ринку опосередковувалось емісією короткострокових боргових інструментів.

Перший етап розвитку ринку державних цінних паперів характеризується наступними ознаками:

– протягом 1995-1997 рр. спостерігається інтенсивне розміщення державного боргу на фінансовому ринку, що пов'язано із: 1) трансформацією структури покриття бюджетного дефіциту в напрямку ротації кредитів НБУ на запозичення через ринок ОВДП; 2) збереженням значного первинного дефіциту бюджету, зростанням його процентного рівня у ВВП; 3) погашенням попередніх випусків державних облігацій;

– у постстабілізаційний період сфера фінансового посередництва не відреагувала на позитивні тенденції усталення макроекономічної ситуації, знаходячись у дезорієнтованому стані, що опосередковується: інерцією строкової структури активів і пасивів, які були сформовані у період високої інфляції і є короткостроковими, відсутністю адекватної макроекономічній стабілізації реструктуризації мікрорівня, підтриманням банками значних надлишкових резервів, через що граничний прибуток є функцією високої норми процента, а не розширення позикових операцій;

– на цьому етапі мають місце тенденції формування боргу на основі короткострокових інструментів (див. табл. 3.1.);

– ставки доходності зазнають радикального зниження протягом всього періоду (див. додаток Б табл. Б.1.), але продовжують залишатись високими порівняно із світовим рівнем та у реальному виразі. У цей період доходність по державних інструментах позики щільно корелюється ставкою рефінансування НБУ, але саме

ходність ОВДП стає сигнальним рівнем для оцінки прибутковості інвестицій на інансових ринках;

– коло власників державних цінних паперів на першому етапі розвитку ринку ВДП визначається поступовим збільшенням частки нерезидентів, які, були риваблені стабільною ситуацією на фінансових ринках, високою нормою ходності, короткостроковістю фінансових інструментів, стабільністю валютного рсу. Якщо на початку першого етапу основними власниками розміщених ОВДП була банківська система (включаючи НБУ), то починаючи з 1996 р. частка ерезидентів зростає, становлячи у 1997 р. 70% від розміщених облігацій. Причому ротягом 1997 р. 32% від загального обсягу залучених коштів за рахунок операцій з апіталом та фінансових операцій було спрямовано на ринок державних позик, а озитивне сальдо платіжного балансу за цією статтею зросло порівняно з 1996 р. у 3 рази, становлячи 2,1 млрд. дол. США [69, С. 19].

Перший етап розвитку ринку внутрішнього боргу закінчився у третьому кварталі 997 р., коли емітент вдався до зниження ставок доходності з 42,9% на початку року до 25,4% у другому та до 25,7% у третьому кварталах, що спричинило різкий відтік капіталу нерезидентів, який посилювався кризою на світових фінансових ринках.

Другий етап розвитку ринку державних цінних паперів розпочався у четвертому кварталі 1997 р. і тривав по третій квартал 1998 р. На цей період припадає різке збільшення ставок доходності по ОВДП, причинами чого виступили: реакція НБУ на відтік капіталу нерезидентів як з первинного, так і вторинного ринку державних облігацій та на загальну макроекономічну дестабілізацію (облікова ставка зросла з 7% у третьому кварталі 1997 р. до 24,7% у четвертому, а згодом вона сягнула позначки у 70%); продовження політики інтенсивного вилучення ресурсів через ринок державного боргу, незважаючи на стрімке зростання доходності за цінними паперами уряду. Інтенсивне зростання запозичень на внутрішньому ринку протягом перших трьох кварталів 1998 р. супроводжувалось зниженням як бюджетного дефіциту, так і питомої ваги внутрішніх джерел покриття дефіциту, а первинний дефіцит набув від'ємного значення (див. табл. 2.4.). Подібна ситуація засвідчує той

факт, що державний борг, деномінований у ОВДП, виявився суттєвою детермінантою макроекономічної дестабілізації, посилення якої мала місце у вересні-жовтні 1998 р.

Починаючи з четвертого кварталу 1998 р. розвиток ринку державного боргу перейшов у третій етап (після проведеної реструктуризації боргу у ОВДП), що характеризується зміною політики доходності державних облігацій (доходність більше не визначається емітентом у відповідності до динаміки ставки рефінансування), низькими обсягами запозичень, переважною активністю на первинному ринку Національного банку та звуженням кількості інструментів емісії державного боргу.

Аналіз табл. 2.8. дозволяє стверджувати, що незважаючи на інтенсифікацію запозичень у першій половині 1998 р. порівняно із попередніми роками, їхня ефективність значно знизилась, на що суттєво вплинули такі фактори як дефолт по внутрішньому боргу в Росії, конфіскаційна реструктуризація боргу у ОВДП, відтік капіталів нерезидентів, невизначеність курсової політики на тлі девальвації гривні, що знижувало валютну доходність боргових інструментів України, позначаючись на їхній привабливості для іноземних інвесторів.

Таблиця 2.8.

Результати аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку та ставки рефінансування НБУ

Показники	1995	1996	1997	1998	січень-лютий 1999
Кількість проведених аукціонів	28	285	591	539	28
Кількість розміщених облігацій, тис. шт.	254,0	31474,1	105087,6	114746,6	9268,5
Сума коштів залучених до бюджету, млн. грн.	304,0	3062,9	8321,8	7923,7	673,3
Доходність (середньозважена), %	85,59	70,93	32,76	54,83	32,69
Ставка рефінансування НБУ у річному виразі, %	120,0	60,0	24,4	60,0	60,0

Примітка: [50, С. 90; 49, С. 20]

Так, кількість проведених аукціонів та сума коштів залучених до бюджету зменшилась на тлі збільшення кількості облігацій, що були розміщені на ринку. У перших трьох кварталах 1998 р. інтенсивне запозичення мало місце виключно за

ахунок зниження ціни пропозиції облігацій та підвищення активності НБУ на ервинному ринку у останньому кварталі. Емітент змінив політику щодо утрішнього боргу у ОВДП, поступово знижуючи ставки доходності та реорієнтовуючи запозичення у зовнішній сектор, оскільки структурні параметри ргу в інструментах внутрішньої позики не дозволяли проводити політику м'яких джетних обмежень на макрорівні з одночасним рефінансуванням боргу по утрішніх позиках.

Кризовий стан ринку державного боргу опосередковано проявляється і в атичному ставленні фінансових інститутів до торгівлі інструментами внутрішніх зик на вторинному ринку. Макродестабілізація трансформаційного середовища, кликана погіршенням кон'юнктури на фінансових ринках, відбилась на загальній раті державними цінними паперами їхнього головної ознаки — ліквідності та ійності. Так, якщо у 1996 р. вторинному ринку вартість угод з купівлі-продажу ржавних облігацій склала 1913 млн. грн. (об'єктом фінансових трансакцій ступило 17762 тис. шт. облігацій), у 1997 р., відповідно, 6549 млн. грн. дповідно — 80492 тис. шт.), то у 1998 р. — 5017 млн. грн. (55139 тис. шт.); дання кредитів під заставу ОВДП, включаючи операції РЕПО, у 1996 р. у тісному виразі склало 521 млн. грн., у кількісному — 4035 тис. шт., у 1997 р., дповідно, 5872 млн. грн. та 58704 тис. шт., а у 1998 — 5629 млн. грн. та 56613 тис. [50, С. 91]. Отже, зниження інвестиційної цінності боргових інструментів уряду, являючись у зниження обсягів угод, об'єктом яких вони є, править за свідчення го, що погіршення макроекономічної ситуації за умов трансформації в Україні овлює втрату довіри до цього виду фінансових активів, що суперечить альносвітовим тенденціям.

Особливістю трансформаційної економіки України є те, що макроекономічна иція внутрішнього боргу, виражена як відношення боргу до ВВП, на перший гляд виглядає врівноваженою. Так, у 1992 р. його співвідношення до ВВП склало 9% (такий високий показник пов'язується із значними обсягами монетизації джетного дефіциту з боку НБУ та падінням обсягів ВВП); у 1993 р. це

співвідношення склало 14,8% (зниження рівня цього показника пояснюється інфляційним знеціненням внутрішнього боргу (деномінованого у кредити НБУ, які в абсолютному вимірі продовжували зростати); у 1994 р. — 18,9% [32, С. 23], що зумовлюється уповільненням темпів знецінення кредитів НБУ як складової внутрішнього боргу, незважаючи на зростання останніх, поглибленням кризи у реальному секторі. На час створення ринку державних запозичень, динаміка рівня внутрішнього боргу відносно ВВП зазнала зниження через знецінення такої складової як кредити НБУ. А оскільки подальше зростання внутрішнього боргу зумовлюється приростом боргу в ОВДП, то зростання рівня його співвідношення до ВВП детермінується експансивною політикою державних запозичень на фінансовому ринку. Так, у 1995 р. цей показник спостерігається на рівні 7,7%, у 1996 р. — 9,7%, у 1997 — 13,4%, 1998 — 12,1% [63,С.104], крім того, у 1996 р. номінальний ВВП зростав повільніше (темп зростання 147,7%) ніж внутрішній борг (відповідно — 184,7%) на 37%, у 1997 р. перевищення темпів його зростання над темпами зростання номінального ВВП склало 45% (зростання номінального ВВП — 114,9%, зростання боргу — 159,9%), а у 1998 р. ситуація змінилась: зростання номінального ВВП склало 123,1% на тлі зростання боргу темпами у 110,6% (що й призвело до скорочення частки внутрішнього боргу у ВВП з 13,4% у 1997 році до 12,1% у 1998 році [63,С.104-106]. Наприклад, для Польщі як країни з перехідною економікою характерне таке співвідношення внутрішнього боргу до ВВП: 24,2% у 1994 р., 22,9% у 1995 р., 21,9% у 1996 р., 21,6% у 1997 р. [200, С. 98]. В Росії аналогічний показник складає у 1995 р. 14,5% та 20,0% у 1997 р. [24, С. 67]. Незважаючи на швидкі темпи накопичення внутрішнього боргу (про що вже йшлося), низький рівень його частки у ВВП країн з перехідною економікою можна вважати характерною рисою трансформаційних процесів. Однак, закономірності розвитку трансформаційних зрушень, які відображаються на процесах структуризації внутрішнього боргу, зумовлюють появу явища, зміст якого зводиться до того, що частка боргу у ВВП, та темп його зростання не є раціональним індикатором аналізу боргового тягаря та обтяжливості суспільства боргом. У цьому

мінні, якісні параметри державного боргу, виражені показниками структури, авляють визначальний вплив на макроекономічне середовище, а сама роекономічна позиція внутрішнього боргу тільки створює передумови для єктивації якісних параметрів державної заборгованості. Крім того, високі оцентні ставки та короткострокова структура ринкового боргу у цінних паперах ють бути визначальними індикаторами оцінки рівня боргового тягаря на акрорівні. Отже макроекономічне середовище ринкової трансформації зазнає чутного впливу не з боку макропозиції державного боргу, яка є прийнятною і віть низькою за світовими мірками, а з боку вартісних та структурних рактеристик його ринкової складової. Останні, в свою чергу, є наслідками прямів та характеру трансформаційних процесів, на тлі яких здійснюється звиток державної заборгованості.

Залучення економічного простору країн, що здійснюють реформи у поле дії оцесів глобального середовища міжнародної макроекономіки передбачає участь нансів транзитних систем у світових грошових потоках. Якщо Україна була нута зі сфери циркуляції світового позичкового капіталу через політико-кономічну автаркію, то деякі країни Центральної та Східної Європи намагались оводити активну позикову політику, емітуючи зовнішні борги. Так, у 1981 р. борг х держав країнам Заходу склав 52,4 млрд. дол. США, у 1986 р. зовнішній борг даної групи країн зріс до 124,5 млрд. дол., а в 1990 — до 171, 4 млрд. дол.; за ними МВФ, із 1991 р. по 1995 р. зовнішня заборгованість країн з ансформаційною економікою зросла з 177,3 до 215,5 млрд. дол. США [14, С. 98].

Трансформація економіки, яка передбачає радикальне оновлення системи нового механізму, призводячи до інфляційного збурення, здійснюється у серед-овищі дивергенції структурно-технологічного потенціалу відтворення. Знецінення утрішніх джерел фінансування трансформації на тлі інтенсивних дизадаптивних акцій, які знижують рівень мультиплікації сукупного попиту, відбивається на му, що застосування стандартного кейнсіанського інструментарію розширення трат (монетизації бюджетного дефіциту) призводить до зростання номінальних

акроекономічних змінних реального сектора. Водночас, мікроекономічна еструктуризація як необхідна передумова виходу з системно-структурної рецесії имагає інтенсивних вливань капіталу для розв'язання проблеми стагфляційної астки. У цьому розумінні зростання запозичень із-зовні є характерною ознакою аїн з перехідною економікою (окрім тих, які досягли домовленостей про еструктуризацію зовнішнього боргу) та України (див. додаток Б табл. Б.2.).

Системний зв'язок між вектором зростанням зовнішнього боргу у перехідній кономіці та ринковою трансформацією, на наш погляд, опосередковується дією стирьох груп факторів: перша група — фактори макроекономічного характеру, що пов'язані з існуванням дефіциту бюджету та платіжного балансу, вибором структури покриття бюджетного дефіциту, динамікою процентних ставок на вітчизняному та світових фінансових ринках; друга — фактори інституційного характеру, дія яких зумовлюється процесами розпаду командної системи, вибором моделі реформ, інерцією міждержавних відносин, існуванням системи м'яких бюджетних обмежень; третя — фактори, що пов'язані із попередньою борговою історією (накопичений зовнішній борг, досвід управління зовнішнім боргом, обтяжливість зовнішнім боргом); четверта група — фактори співробітництва з міжнародними фінансовими інституціями, які є своєрідною врівноважуючою попередніх. Дія наведених факторів носить системний характер, а їх актуалізація матеріалізується у структурі зовнішнього боргу, яка є безпосереднім проявом впливу трансформаційних процесів на характер та склад зовнішньої заборгованості державного сектора. Оскільки процес розвитку державного боргу, в цілому, є процесом стадійним, відповідно на кожній стадії розвитку зовнішнього боргу спостерігається той чи інший напрямок його структуралізації (див. табл. 2.9)

Таблиця 2.9.

Динаміка і структура зовнішнього державного боргу України, млн. дол.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Зовнішній борг	396	3624	4828	8217	8839	9555	11472
Перед країнами СНД:	0	2733	3445	4987	4205	3720	3614
Росією	0	2704	2704	3060	2381	2001	1896
РАТ "Газпром"	0	0	0	1200	1120	1120	1155
Туркменістаном	0	0	713	708	704	599	458

Продовження табл. 2.9

Перед міжнародними фінансовими установами:	0	0	477	2101	3203	3670	4473
Світовим банком	0	0	101	503	905	1212	1586
ЄБРР	0	0	5	33	35	66	97
МВФ	0	0	371	1565	2263	2392	2790
Перед іншими державами:	0	0	0	11	423	502	477
Євросоюзом	0	0	0	110	241	352	333
Японією	0	0	0	0	182	150	144
За міждержавних кредитних лініях	396	891	906	745	860	1013	1046
Фідуціарні позики	0	0	0	0	0	559	1767
Інші кредитори	0	0	0	274	148	91	95

Примітка: [32,С.22]

Як зауважує І. Мітюков, розвиток зовнішнього боргу України відбувався у три етапи: *перший етап тривав 1992-1994 рр.* (безсистемне утворення зовнішнього боргу); другий етап — 1994-1996 рр. — (початок освоєння ресурсів міжнародних організацій); третій етап — з 1997 р. по теперішній час (вихід України на приватні ринки запозичень) [8, С.12]. Цю позицію розділяє і український дослідник Т. Бондарук [14, С. 94-102]. На першому етапі розвиток державного зовнішнього боргу в Україні зумовлювався, в основному, факторами інституційного характеру, оскільки його зростання перед закордоном було зумовлено видачею урядових гарантій та накопиченням боргу перед Росією та іншими зовнішньоторговими контрагентами з країн колишнього СРСР. Видачу урядових гарантій ми розглядаємо як одну з форм підтримання м'яких бюджетних обмежень на мікрорівні. Як зауважує Т. Бондарук, у цей період під державні гарантії було залучено близько одного мільярда доларів, з яких тільки 104,9 млн. було погашено протягом 1992-1994 р. [14, С. 96]. Споживання у борг та торговий дефіцит з країнами колишнього СРСР і в першу чергу з Росією відбились на зростанні зовнішнього боргу саме через низку причин, що пов'язуються з особливостями української моделі реформ. Безоплатне внутрішнє споживання підтримувалось за рахунок зростання боргу перед закордоном, що дало змогу підтримувати попит у державному секторі та зберігати систему прийняття неефективних рішень на мікрорівні. Перехід на світовий рівень цін на енергоносії не тільки погіршив умови торгівлі між Україною

Росією, але й відбився на загостренні проблеми структурного дефіциту тіжного балансу з цією групою країн та на швидкому зростанні граничних рат енергоємних підприємств України. Оскільки пристосування до світових цін енергоносії не могло відбутись у короткостроковому періоді через неможливість ходу до режиму швидкої структурної адаптації, боргова підтримка пастичного по фактору ціни рівня споживання енергоресурсів, в цілому, побігала радикальній трансформації галузевої структури економіки. Зазначене ще, крім того, супроводжувалось повільними змінами масштабів державного тору та повільною заміною державного розподілу у зовнішньому секторі на ватну ініціативу. Так, в травні 1993 р., Україна та Росія підписали угоду, згідно борг у 1,05 трлн. руб. визнавався Україною як державний зовнішній боргу у 2,5 д. дол. Крім того, Росія надала Україні кредит у 250 млрд. руб. на оплату тавок газу 1993 р., який було переоформлено у зовнішній борг у 203 млн. дол. США [37, С. 75], а у 1994 р. на зовнішній борг України було списано міждержавний рг перед Росією на суму 0,65 млрд. дол. [92, С. 64].

Реформування системи розрахунків та поступова маркеталізація сфери внішньоекономічної діяльності українських підприємств визначили тренд томої ваги боргу країнам СНД у структурі зовнішнього боргу. Якщо у 1992 р. ця боргованість складала близько 84,8% усього зовнішнього боргу, то у 1993 — 9%, в 1994 — 71,7% і в 1995 — близько половини [92, С. 64], на початок 1997 р. — 34,9%, відповідно 1998 — 27,2%, 1999 — 20% [14, С. 96]. Наведена структурна инаміка згаданої складової зовнішнього боргу України засвідчує позитивні енденції у сфері об'єктивації інституційних факторів зростання обсягів боргових обов'язань перед закордоном, зокрема через уповільнення темпів накопичення ргу за енергоносії. Так, протягом 1995-1996 р. (коли відбулось стрімке зростання внішнього боргу (див. табл. 2.9)) питома вага боргу за енергоносії перед Росією та Туркменістаном знизилась з 66,7% до 50,0% за приросту боргу у 159,2% на тлі приросту боргу за енергоносії на 119,4% [174, С. 14]. Крім того, у 1995 р. була переоформлена заборгованість перед РАТ "Газпром" за спожитий газ у 1994 р., в

результаті чого структурною складовою зовнішнього боргу України є облігації зовнішньої позики, на які у 1996 р. припадало 14,6% зовнішньої заборгованості України, у 1997 р. відповідно 12,7%, у 1998 — 11,7%. Зменшення питомої ваги зобов'язань за згаданими облігаціями у структурі зовнішнього боргу зумовлюється наступним: зростанням зовнішнього боргу у абсолютному вимірі та поступовою амортизацією боргу у облігаціях зовнішньої позики.

Активізація макроекономічних та інституційних факторів зростання зовнішнього боргу в трансформаційній економіці України пов'язано із закономірною участю міжнародних фінансових інституцій у кредитуванні реформ. Поглиблення макроекономічних диспропорцій, обвальний спад виробництва, висока інфляція перших чотирьох років трансформації обумовили звертання України до світових організацій валютно-фінансового співробітництва (МВФ, Світовий банк, ЄБРР, ЄС).

Здійснення ринкових перетворень за участю МВФ є вагомою складовою як моделі та характеру реформ, так і орієнтирів у сфері запозичень ззовні. Участь країни з перехідною економікою у програмах МВФ є характерною рисою процесів накопичення зовнішніх зобов'язань. Так, обсяг кредитів від МВФ Болгарії за 1990-1993 рр. склав 520,5 млн. СДР, Угорщині відповідно 1006,3, Польщі — 396,6, Росії — 1797,3, колишній Чехословаччині — 1156,5 [161, С. 7].

Реалізація програми кредитування з боку МВФ передбачає здійснення реформоорієнтованих заходів. Однак ресурси програм спрямовуються у визначені сфери: технічні консультації, налагодження співробітництва, підтримка платіжного балансу (програма STF — найменша за обсягом); макроекономічна стабілізація, що досягається через грошово-політичні рішення грошової та фінансової влади, які підкріплюються відповідними ресурсами Фонду, що спрямовуються на підтримку платіжного балансу, його реструктуризацію, поповнення валютних резервів центрального банку, часткове покриття бюджетного дефіциту (програма stand-by); системно-структурна та інституційна трансформація, яка здійснюється за підтримки ресурсів Фонду, спрямованих на закріплення макростабілізації, подальшу

структуризацію платіжного балансу, підтримку малого бізнесу (програма EFF). правило, обсяги програм залежать від політики реформ країни-реципієнта та енсивності прояву макроекономічних диспропорцій. Так, Україною була вністю реалізована програма STF на суму в 701 млн. дол. США, що за даними нстерства фінансів України складає 5,7% загального зовнішнього боргу на 1.1999. Реалізація програми stand-by в Україні була тривалою і непослідовною. даними Мінфіну, ця програма була реалізована на суму у 1744 млн. дол. США, складає 14,3% зовнішнього боргу на 1 січня 1999 р. Реалізація програми EFF в раїні триває, і на згадану дату освоєно ресурсів на 345 млн. дол., що складає 2,8% внішнього боргу. Згідно даних Мінфіну, в структурі заборгованості перед МВФ йбільша питома вага припадає на кредити за програмою stand-by — 62,5%, на едити за програмою STF — 25,1%, на кредити за програмою EFF — 12,4%.

Співробітництво з міжнародними організаціями, зокрема МВФ, якісно оновило труктуру зовнішнього боргу України. Якщо у 1995 р. питома вага заборгованості еред світовими організаціями склала 9,9%, з неї перед МВФ —77,7%, то у 1996 р. на зросла до26,9%, з неї перед МВФ — 70,8%. В подальшому зберігались подібні енденції: частка, боргу перед міжнародними організаціями зростає, з неї — перед *МВФ — знижується. У 1997 р. зазначені показники склали відповідно 38,9% та* 65,7%, у 1998 р. — 42,1% та 59,5%, у 1999 — 46,5% та 55,8% [14, С. 95].

Нарощування державного боргу перед міжнародними кредитними інститутами, і першу чергу перед МВФ, тільки частково розв'язує проблему залучення жнародного позичкового капіталу у інвестиційне середовище трансформації, езважаючи на привабливість цих кредитів з точки зору вартості та строків бслуговування. У цьому розумінні, саме співробітництво з Світовим банком та ЄБРР частково дозволяє активізувати процеси структурної адаптації економіки до инкових імпульсів, інтенсифікувати реструктуризацію мікрорівня, залучати нові ехнології виробництва і менеджменту. Так, в Україні частка кредитів цих нститутів у структурі зовнішнього боргу збільшується поступово: у 1995 р. на редити Світового банку припадало 2% зовнішнього боргу та 21,2% боргу перед

міжнародними інституціями, у 1996 р., відповідно 6,1% та 22,7% (ЄБРР, відповідно 0,4% та 1,5%), у 1997 р. — 10,2% та 26,3% (04,% та 1%) у 1998 р. — 12,7% та 30,1% (0,7% та 1,6%), у 1999 — 16,1% та 34,7% (1,5% та 3,2%) [14, С. 95]. Однак кредити згаданих інституцій відносяться до так званих зв'язаних кредитів і активізація залучення їх ресурсів у першу чергу пов'язується з характером співробітництва з МВФ. А це звужує поле політико-економічних рішень щодо управління зовнішнім боргом, фінансування бюджетного дефіциту та платіжного балансу, політики реформ.

Оскільки структура державного зовнішнього боргу відображає загальні тенденції трансформації у секторах економіки та входження у світогосподарські процеси (які, зокрема, опосередковуються рухом позичкового капіталу), то можна передбачити, що нарощування питомої ваги зобов'язань перед міжнародними організаціями засвідчує факт низького рівня стабільності у країні-реципієнті, який не дозволяє фінансувати дефіцит з приватних ринків. В цьому розумінні, поступове зростання частки запозичень на приватних ринках в структурі зовнішнього боргу спостерігатиметься за успішних та інтенсивних реформ, а збільшення частки зовнішнього фінансування за рахунок кредитів від міжнародних фінансових організацій — за реформ, які носять суперечливий характер.

Вихід на приватні ринки позичкового капіталу, в основному, зумовлюються макроекономічними факторами (або факторами попередньої боргової історії): ставка кредиту на євроринку орієнтується на ставку LIBOR (середньозважена ставка пропозиції капіталу на лондонській біржі); емісія єврооблігацій є реальною можливістю пролонгувати строкову структуру боргу, що дає можливість мінімізувати видатки на його обслуговування. Україна, в якості суверенного позичальника, здійснила перші позики на приватних ринках у 1997 р., з чим і пов'язується третій етап розвитку зовнішнього боргу України. Передумовами виходу на міжнародні приватні ринки були:

– макроекономічна та фінансова стабілізація (звуження діапазону інфляції та спаду виробництва, демонтаж емісійної схеми покриття бюджетного дефіциту);

нсформація структури покриття бюджетного дефіциту та потреба в інансуванні як зовнішнього, так і внутрішнього боргу (так, у 1997 р. дефіцит джету передбачалось профінансувати на суму в 1260 млрд. дол. США, причому шти від світових фінансових організацій мали становити тільки 311 млн. дол., або % зовнішнього фінансування [14,С.97]). На початку 1998 р. МВФ припинив едитування за програмою stand-by (за цей же період спостерігається найменший ріст обсягів кредитування з боку МВФ — 107,2%, проти 144,6% протягом 1996-рр.).

Реформи у фінансовому секторі економіки та завершення процесів лібералізації двищили імідж України і як країни, що проводить ринкові реформи, і як веренного позичальника. Так, перший транш українських єврооблігацій склав млн. німецьких марок під 16% строком на 3 роки; другий — 500 млн. ЕКЮ (за ов емісії ЄВРО облігації деномінуються у євровалюту за курсом 1:1) під 15%; ретій — 249 млн. грн. німецьких марок під 14,99% строком на три роки. Крім того, ійснено такі емісії закордонних облігацій: з банком Nomura — обсяг емісії 396 лн. дол.; з Bankers Trust Luxemburg — 450 млн. дол., з банком Chase Manhattan — 8,89 млн. дол.; з Merryll Lynch — 285 млн. дол.; на Близькому Сході — на суму 109 лн. та з банком SBC Warburg — на суму в 150 млн. і з ING Baring — 163 млн. Строк обігу цих облігацій склав від 12 до 18 місяців [154, С. 175].

Варто зазначити, що країни з трансформаційною економікою швидко пановують приватні ринки запозичень (див. табл. 2.10). Якщо протягом 1991-995 рр. з постсоціалістичних країн на ринку домінували Чехія, Угорщина, Польща, о вже у 1997 р. — Росія. З 1995 р. активну політику єврозапозичень розпочали і нші країни Центральної та Східної Європи.

За розміщення єврооблігацій на ринку є обов'язковою процедура присвоєння рейтингу країни-емітента, на чому спеціалізуються агентство "Moody's" (рейтинг присвоюється борговому інструменту з метою порівняння його інвестиційних якостей) та "Standard and Poors" (рейтинг визначається за критерієм платоспроможності позичальника щодо кожного окремого боргового інструмента).

Таблиця 2.10.

Розподіл емісії європозик між країнами з перехідною економікою

Групи країн	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Чехія, Угорщина, Польща	100	100	87	64	75	29	8
Інші країни Центральної та Східної Європи	-	-	13	27	7	31	23
Росія	-	-	-	9	10	20	58
Інші країни колишнього СРСР	-	-	-	-	8	10	11
Разом	100	100	100	100	100	100	100
Разом, млрд. Дол.. США	1,85	1,82	5,95	3,17	4,2	4,6	7,2

Примітка: [194,С.124]

В процесі виходу на світові приватні ринки країн постсоціалізму, зокрема й країни, простежуються певні закономірності. Так, країни перехідного періоду, які здійснили глибокі ринкові трансформації, отримали рейтинг, що дозволяє відносити ні цінні папери до інвестиційного класу, а найвищий рейтинг (в рамках цього класу) отримала Словенія та Чехія, трохи нижчі — Хорватія, Словаччина, Угорщина, Польща та Латвія. Тоді як Україна, Росія, Литва, Молдова, Казахстан, Румунія, Болгарія отримали рейтинг, що відносить їхні цінні папери до класу спекулятивних. Рейтинг, який присвоюється країні, є тим критерієм, що дозволяє визначати строковість облігаційних позик та рівень їхньої доходності (чим вище рейтинг країни, тим на вигідніших умовах відбувається розміщення зовнішнього боргу у облігаціях). Країнам з перехідною економікою позичають на короткий термін: протягом 1996 р. Литва запозичувала строком на 1,3 року, Словаччина — 4 роки, Польща та Росія — 5 років, Румунія — 3-5 років, Казахстан 3 роки [159, С. 32-37]. Однак, що стосується доходності єврооблігацій, то країни, що здійснили радикальні реформи, емітують їх під проценти, які майже співставимі з позичальниками зі Західної Європи (Польща позичає під 6,83%, Угорщина — 7,12%, Чехія — 8,21%, Хорватія — 8,4%, в той час як Франція позичає під 5,57%, Іспанія - 6,97% (Туреччина — 8,59%, Бразилія — 10,23%, Мексика — 10,62%) [93, С. 151; 76, С. 21]), в той час як Росії позичають під 9,2-10%, а Україні, як виявилось, — під 14,99-16%. Оскільки доходність по єврооблігаціях встановлюється у іноземній валюті, то загроза девальвації національних грошей здорожує витрати на обслуговування боргу у євробондах, які і так порівняно значні

трансформаційних економік, враховуючи короткостроковість та рівень ходності при розміщенні.

Зауважимо, що будь-які труднощі з втриманням бюджетного дефіциту, слуговуванням державного боргу, а також інші макроекономічні та інституційні ктори (в першу чергу ті, що пов'язані із просуванням реформ) одразу дображаються на рейтингу країни-позичальника. Так, з кінця літа 1998 р., високий рейтинг України та Росії знизився, а дефолт по внутрішньому боргу у сії та макродестабілізація в Україні (викликана борговими факторами) ричинили зниження рейтингу і України, і Росії до рівня, за якого подальше зміщення державного боргу на міжнародних приватних ринках є неможливим. відповідно, ускладнює залучення зовнішнього фінансування для покриття ріциту бюджету та платіжного балансу, рефінансування боргу, підтримання курсу люти та міжнародних резервів центрального банку, а відтак — актуалізує потребу продовженні співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, дображаючись на структурі зовнішнього боргу, ринковий характер якої слаблюється. Зокрема, в Україні частка заборгованості перед міжнародними нансовими організаціями має неухильну тенденцію до зростання (про що вже лося), а частка зовнішнього боргу, що припадає на позики з світових ринків родовжує залишатись незначною: 5,9% у 1997 р. та 15,2% у 1998 р. Для рівняння: у Польщі — країні, що здійснили глибоку трансформацію та має роший імідж на міжнародних ринках, частка зовнішнього боргу, що припадає на блігації, розміщенні на світових ринках, у 1995 р. склала 19,5%, у 1996 — 22,1%, у 997 — 20,5%, а частка боргу перед міжнародними організаціями (крім Паризького лубу) у 1995 р. склала 5,5%, у 1996 — 6,1%, у 1997 — 6,9% [212, С. 470]. В Росії, ка намагалась проводити активну експансивну політику на міжнародних ринках апіталу (до серпня 1998 р.), станом на початок 1998 р. питома вага єврооблігацій у овнішньому борзі склала 3,6% (у заборгованості, що почала розвиватись з 1992 р., відповідно, 13,75%), а на початок 1999 — 4,6% (відповідно 21,1%); заборгованість перед міжнародними організаціями за аналогічний період — 14,9% (57,2%) та

18,1% (56,9%) [124, С. 50]. Незважаючи на те, що, як стверджує Г. Климко, урахування альтернативності кредитів міжнародних фінансових організацій щодо їх отримання й використання дедалі більше пробиває собі шлях" [76, С. 19], запозичення з фондів інститутів міжнародного валютно-фінансового співробітництва залишається чи не єдиним способом залучати зовнішнє фінансування трансформаційних процесів, особливо за умов порушення макроекономічної сталості та уповільнення реформ. А орієнтація на "незв'язані" кредити з приватних джерел може суттєво оновити структуру зовнішнього боргу країни з перехідною економікою, зокрема України, тільки у випадку проведення докорінного оновлення макроекономічної моделі (виважена монетарна політика, жорсткі бюджетні обмеження) та всебічної системно-структурної трансформації (зрушення у галузевій структурі, зменшення державного навантаження на економіку, звуження сфери державного втручання, реанімація інвестиційного процесу). Наслідком цього буде підвищення кредитного рейтингу, а приватні ринки будуть більш доступними, що мінімізуватиме витрати на його обслуговування.

На макроекономічному рівні розвиток державного зовнішнього боргу за ринкової трансформації має ряд особливостей як в Україні, так і в інших країнах постсоціалізму і, в першу чергу, на думку спеціалістів з ЄБРР, це стосується того, що "поки рівень зовнішнього боргу не високий, він зростає дуже швидко" [194, С. 127]. Для визначення макроекономічної позиції зовнішнього боргу використовують набір стандартних індикаторів (див. розділ 1.3.), однак, якщо згідно "матриці показників" зовнішнього боргу, розробленої Світовим банком, нормальним вважається його співвідношення до ВВП в межах 60%, до експорту — в межах 275%, сукупних платежів до експорту в межах 30%, то згідно методики оцінки зовнішнього боргового тягаря, розробленої ЄБРР, співвідношення борг/ВВП на рівні 50%, борг/експорт на рівні 200% вважаються високими.

На наш погляд, застосування більш низьких показників обтяжливості боргом для перехідних економік пов'язано з тим, що трансформація, яка має місце в цих країнах, передбачає не тільки докорінне реформування системно-структурних та

:ституційних підвалин економіки та суспільства, але й вибір нової моделі кроекономічного балансування. Протягом періоду перетворень макроекономічні нні виявились швидкоплинними, що посилюється підвищенням плинності тогосподарських процесів. В цьому розумінні, макроекономічні пропорції, ходячись у динамічному стані, з одного боку є інтегральним показником бини реформ, з другого боку, вони ще тільки формуються, так само як муються та трансформуються фактори боргутворення. Крім цього, вразливість нсформаційних систем постсоціалізму до зовнішніх збурень відображається на роможності країни обслуговувати накопичений борг, особливо якщо взяти до ги проблему перерозподілу вартості в середовищі бюджетних відносин.

Спеціалісти ЄБРР провели групування країн постсоціалізму за ступенем тяжливості боргом (див. додатки Б табл. Б.3.). У групу з високим рівнем тяжливості зовнішнім боргом увійшли лише ті країни, які потрапили у аномальні туації (війна (Таджикистан)); зазнали фінансової дестабілізації внаслідок тинення реформ (Болгарія), здійснюють повільні реформи, у випадку зовнішнього іциту, у зовнішньому секторі (Молдова), у випадку фіскального дефіциту, — у джетному (Росія). В ряді країн розбалансованість зовнішнього сектора (Чехія, тонія) зумовлюється швидким нарощуванням сукупного попиту, який розширює поточне, так і капітальне споживання товарів з-за кордону. Зауважимо, що важаючи на неухильну тенденцію до зростання зовнішнього боргу у олютному вимірі, його відносні показники в трансформаційних економіках ходяться у вузькому діапазоні коливань та, в цілому, у прийнятних межах (див. даток Б табл. Б.4).

Отже загально закономірним для перехідної економіки є те, що, незважаючи на олютне зростання зовнішнього боргу, показники, що стосуються оцінки тяжливості ним, залишаються на рівні, що говорить про стійкість кроекономічної позиції зовнішньої заборгованості. Однак, в Україні сталість носних показників зовнішнього боргу не дає підстав вважати цю ситуацію малою з огляду на тривалу негативну динаміку показників реального сектора

економіки. Крім того, труднощі з обслуговуванням зовнішнього та внутрішнього боргу в Україні мають місце на тлі врівноваженої макропозиції зовнішнього боргу (яка мала місце з 1995 по 1998 рр.). Так, якщо у 1992 р. загальний державний борг у процентах до ВВП склав 42,0%, у 1993, відповідно, 45,6%, у 1994 — 60,7%, у 1995 — 41,7%, у 1996 — 25,0% у 1997 — 30,4%, то вже у 1998 р. — 50,8%; співвідношення зовнішнього боргу до ВВП за аналогічний період склало 5,1% у 1992 р., 30,8% — у 1993, 41,8% — у 1994, 27,0% — у 1995, 19,4% — у 1997, і у 1998 р. — 37,9% [32, С. 23]. За цей період спостерігається таке співвідношення між зовнішнім та внутрішнім державним боргом: у 1992 р. воно склало — 0,14, у 1993 — 2,08, у 1994 — 2,2 (його зростання пояснюється приростом зовнішнього боргу та знеціненням національної валюти), у 1995 — 1,8, у 1996 — 2,1, у 1997 р. — 1,6 (що пояснюється як швидким накопиченням внутрішнього боргу, так і знеціненням зовнішнього). Однак у 1998 р. цей показник спостерігається на рівні 2,9, що пов'язано із перевищенням темпів зростання зовнішнього боргу у національній валюті над аналогічним показником у доларах. Якщо у 1996 р. перевищення темпів його зростання у гривневому еквіваленті над зростанням боргу у доларах склало 4%, у 1997 — 2%, то у 1998 — 69,2% (що відповідає темпам девальвації гривні) [3, С. 106].

Суттєвого погіршення зазнав такий індикатор макропозиції боргу як зовнішній борг/експорт. Якщо у 1995 р. він склав 46%, у 1996 — 43%, у 1997 — 44%, то вже у 1998 р. зріс до 65% [14, С. 95], що пов'язано із зростанням боргу, уповільненням зростання експорту та девальвацією гривні. Динаміка платежів по його обслуговуванню, в основному, зумовлюється структурою та графіком погашення заборгованості, однак, якщо у 1994 р. показник платежі/експорт зафіксовано на рівні 11,0%, у 1995 — 8,8%, у 1996 — 6,4% (див. табл. Б4, додаток Б) , то вже за станом на 1.01.98 він зріс до 7,5%, у другому кварталі 1998 р., відповідно, до 10,4%, а у третьому — 21,5% [64, С. 74].

Причинами різкого погіршення стану обслуговування зовнішнього (та внутрішнього) боргу України у 1998 р. можна вважати неспроможність

пролонгувати державний боргу, який швидко зростав за рахунок високих ставок проценту та короткострокової структури. Зокрема Дж. Хансен зазначає, що "оскільки більша частина грошей, що позичена урядом України, має надзвичайно короткий строк погашення, ... середній строк погашення ОВДП в Україні сьогодні складає тільки 9 місяців для боргу у національній валюті, тобто приблизно третину всього державного боргу, і всього 7 років — для боргу у іноземній валюті, порівняно із 11,5 роками для зовнішнього боргу всіх країн з середнім рівнем доходу у 1996 році" [176, С. 79]. В цьому розумінні, прийнятна макроекономічна позиція державного боргу України не має правити за індикатор адекватної оцінки величини боргового тягаря та платоспроможності країни.

Отже, незважаючи на помірні абсолютні обсяги як внутрішнього, так і зовнішнього боргу, вони все ж таки не є нейтральними щодо спроможності держави обслуговувати свої боргові зобов'язання. Об'єктивно висока ставка доходності по внутрішніх та зовнішніх боргових інструментах та короткостроковий характер самого боргу є визначальними рисами боргового тягаря в трансформаційній економіці України, причинами чого є низький рівень довіри до здійснюваних реформ. Причому, незважаючи на те, що в структурі внутрішнього боргу значна питома вага припадає на заборгованість перед НБУ (яка не обслуговується), а в структурі зовнішнього боргу — заборгованість перед світовими організаціями кредити яких найдешевші (МВФ кредитує під 5,75-6,25%, Світовий банк 7-9%, ЄБРР — LIBOR+1%), можна зробити наступний висновок. Інтенсивні запозичення на тлі повільних реформ створюють передумови для того, щоб структурні та вартісні параметри державного боргу визначили вплив запозичень державного сектора на макроекономічне середовище ринкової трансформації незалежно від макроекономічної позиції державного боргу, а самі державні запозичення справляють суттєвий вплив на розвиток секторів української економіки.

2.3. Вплив державних запозичень на розвиток секторів української економіки

Ринкова трансформація передбачає якісно нову організацію макроекономічного середовища відповідно до критеріїв конвергенції, що має місце при входженні трансформаційних економік у сучасний глобальний економічний простір. Перехід від стану статичної нерівноваги (командна економіка) до стану динамічної рівноваги (відкрита ринкова економіка відкритого суспільства) формує специфічне середовище, в якому на становлення поля дії законів макроекономічної рівноваги накладаються особливості протікання ринково орієнтованих процесів трансформації. Останні передбачають якісно нову систему організації циркуляції грошових потоків між секторами економіки. Зауважимо, що ринкова трансформація передбачає формування нової системи розміщення ресурсів (зокрема грошових) відповідно до збільшення питомої ваги у суспільному виробництві благ, створених у приватному секторі, формування якого є метою реформ, та зменшення — у державному секторі, який за ринкової трансформації має зазнати глибокої реструктуризації та звуження.

Ринкова модель макроекономічного балансування, застосування якої деякою мірою передує інституційній та системно-структурній трансформації, передбачає широке використання ринку державного боргу для досягнення рівноваги у секторах економіки. Водночас, політика уряду щодо державного боргу та конкретні політико-управлінські рішення щодо державних запозичень справляють вплив на посекторальну та загальну врівноваженість макроекономічної системи.

Перехід до ринкової організації грошово-кредитного ринку створює передумови для того, щоб в економічній системі формувався попит та пропозиція на гроші, які врівноважуються нормою процента. Що стосується попиту на гроші, то в перехідній економіці його формують: державний сектор (уряд), підприємства державного сектора та приватний сектор. І. Розпутенко зазначає: "Процес економічних перетворень, який проходить в країнах Центральної і Східної Європи, передбачає, зокрема, зміни меж між державним і недержавним секторами економіки" [142, С. 121]. "Зміни меж" між сектором державного управління та приватним сектором,

що зароджується, мають, зокрема, опосередковуватись трансформацією структури попиту на гроші із поступовим збільшенням частки внутрішнього кредиту та широких грошей, що припадає на вимоги до приватного сектора. А оскільки перерозподільна роль державного сектора у системі організації кредитних потоків за ринкової трансформації має зменшуватись, відповідно, має зменшуватись обсяг пропозиції грошей уряду з боку банківської системи (що супроводжується зменшенням частки вимог до уряду у активах банківської системи). Зважаючи те, що становлення приватного сектора передбачає збільшення попиту на гроші (на кредит) саме з боку нових господарських структур, то, відповідно, рівень бюджетного дефіциту як інтегральний вираз м'яких бюджетних обмежень на макро- та мікрорівні виступить фактором формування поля напруження в сфері перерозподілу кредитних потоків. Останні у середовищі грошового ринку реагуватимуть на цінові сигнали, тобто на ставку доходності по фінансових інструментах. Через це інтенсивність потреби у фінансуванні бюджетного дефіциту за ринкової трансформації визначатиме інтенсивність прояву ефекту витіснення приватних інвестицій, які мають відігравати все зростаючу роль у виході перехідної економіки зі стану перманентного трансформаційного спаду. Враховуючи те, що потреба уряду у фінансуванні дефіциту бюджету та рефінансуванні короткострокового боргу є високою, то еластичність норми доходності по державних цінних паперах є низькою по фактору грошової пропозиції. Вона визначається виключно потребою у мобілізації ресурсів на грошовому ринку, що, як правило, спричинює переорієнтацію кредитних потоків не у приватний сектор, а навпаки, — у державний. Причому, як показано у табл. В.1 додатку В, чим швидше просувається країна шляхом реформ, тим частка вимог до уряду у внутрішньому кредиті знижується.

Можна стверджувати, що в країнах, де реформи позначились на швидкому розвитку приватного сектора, структура внутрішнього кредиту зазнала відповідної трансформації, орієнтованої на пожвавлення попиту саме у приватному секторі. Якщо чисті вимоги до загального уряду протягом 1992-1994 рр. з боку банківської

системи (НБУ та комерційні банки) були незначними і їхнє зростання було меншим за загальне зростання внутрішнього кредиту на 798,8% у 1993, то у 1994 р. (році інтенсивної монетизації бюджетного дефіциту) зростання чистих вимог до уряду перевищило зростання внутрішнього кредиту на 1519,2%, а у 1995 р. (році створення ринку державного боргу) на 142,5%. Тенденція перевищення темпів зростання обсягів придбання банківською системою боргових паперів уряду над темпами зростання інших складових внутрішнього кредиту зберігалась і в наступні роки, що позначилось на питомій вазі урядового та приватного споживання кредиту в економіці. Так, інтенсивне розміщення реального боргу на фінансовому ринку в Україні спричинило до того, що питома вага урядового споживання внутрішнього кредиту різко зросла саме з часу створення ринку державних цінних паперів, складаючи 47,1% у 1995 р., 49,6% — у 1996, та 50,8% — у 1997 (див. табл. В1, додатку В). У 1998 р. ця тенденція ще більш загострилась, оскільки питома вага вимог до уряду у внутрішньому кредиті тільки у червні склала 58,5% [182, С. 91]. Зауважимо, що тенденції інтенсивної монополізації урядом внутрішнього кредиту через політику боргової експансії зберігалась і в Росії (в якій, однак, рівень приватного споживання кредитів в два рази вищий ніж в Україні). Водночас у країнах, які швидко подолали стадію трансформаційного спаду (приклад Польщі та Естонії) рівень приватного споживання внутрішнього кредиту перевищує аналогічний державного сектора.

Оскільки трансформаційний спад в транзитній економіці не є виключно наслідком звуження сукупного попиту, то розширення державного споживання навіть з метою мультиплікації попиту у приватному секторі не викликатиме позитивних зрушень у реальному секторі. Причиною цього є збурення пристосування до ринкового оточення (що має зменшувати кількісний вираз мультиплікатора), які посилюються інтенсивним витісненням приватних інвестицій, тим самим унеможливлюючи технологічне оновлення відтворення. У результаті транзитна економіка знаходитиметься у стані тліючої системної кризи. За таких обставин сталий рівень державного споживання, на нашу думку, не можливо

підтримувати за рахунок емісії державного боргу навіть у середньостроковій перспективі, особливо якщо зважити на короткостроковість українського боргу. У цьому розумінні, довіра до ринку державних запозичень ретранслюватиметься на склад та структуру учасників ринку та власників державних облігацій.

Враховуючи, що становлення ринку державних цінних паперів в Україні відбувається на тлі низького рівня споживання населення, нерозвиненості небанківських фінансових структур (пенсійні, інвестиційні, взаємні фонди тощо), основним власником інструментів державної позики виступила банківська система (не враховуючи нерезидентів), тобто інститути, що займаються кредитуванням економіки, через що реальний та бюджетний сектор є конкурентами в боротьбі за банківські активи. Так, табл. 2.11 демонструє розподіл банківського кредиту в Україні за секторами економіки з часу створення ринку державного боргу.

Таблиця 2.11.

Вимоги банківських інститутів до державного та приватного сектора

Показник	1995	1996	1997
Вимоги до загального уряду, млн. грн.	207,6	774,5	1815,4
Зростання обсягів вимог до уряду, %	-	373,1	234,4
Вимоги до приватного сектора, млн. грн.	804,2	1128,2	2259,1
Зростання обсягів вимог до приватного сектора, %	-	140,3	200,2
Співвідношення між вимогами до приватного сектора та вимогами до уряду, разів,: в Україні	3,9	1,5	1,2
в Росії	2,1	1,0	1,2
у Болгарії	0,7	0,7	0,9
у Польщі	0,9	1,2	1,5
в Естонії	9,3	9,4	15,3
у Чехії	4,8	6,9	7,3

Примітка: [199, С. 164, 242,282, 528, 584,728]

Аналіз табл. 2.11 дозволяє констатувати, що перехід в Україні від емісійного до боргового фінансування бюджетного дефіциту відбився на зміні розміщення кредитних вкладень з боку банківських інститутів. Якщо у 1995 р. обсяги кредитів економічним агентам в 3,9 рази перевищували кредити уряду, то інтенсифікація державних запозичень під високі ставки та на короткий термін знизила це співвідношення до 1,5 у 1996 р. та до 1,2 у 1997 р. При чому, у країнах, зокрема Росії та Болгарії, що повільно просуваються по шляху реформ, також спостерігається високий рівень споживання кредитів урядом. А в країнах, що

ійснили глибокі перетворення та проводять більш зважену політику дефіцитного інансування трансформації, простежується перевищення обсягів кредитних кладень у реальну економіку над придбанням банками державного боргу.

Незважаючи на високу доходність та короткостроковість державних цінних паперів, комерційні банки, розміщуючи все зростаючу частину активів у ОВДП, виявились не спроможними поглинати нові обсяги емісії внутрішнього боргу. Водночас, інвестиційні якості боргових інструментів уряду розцінювались як прийнятні протягом перших двох з половиною років функціонування ринку облігаційних зобов'язань. Це відобразилось як на усуненні інститутів кредитування від участі на первинному ринку внутрішнього боргу, так і на розширенні грошової бази НБУ за рахунок збільшення частки внутрішніх активів, що припадає на вимоги до уряду. Так, якщо у 1995 р. зростання обсягів вимог до уряду у внутрішніх активах НБУ склало 311,4%, то вимоги банківських установ до уряду зросли (з 1993 р.) на 1114%, у 1996 р., відповідно, 141,4% та 373,1%, у 1997 р. — 119,6% та 134,4%. А вже у 1998 р. ця тенденція зазнала радикальних змін, незважаючи на підвищення ставок доходності у 1998 р. проти 1997 р. Так, зростання частки внутрішнього боргу у активах НБУ протягом трьох кварталів 1998 р. склало 192,5%, а зростання обсягів придбання банками державного боргу за відповідний період склало 105,9% [113, С. 130-132], що говорить про те, що у 1998 р. основним покупцем державних цінних паперів залишився Національний банк, незважаючи на зростання доходності по інструментах позики.

Зазначені тенденції впливу державних запозичень на грошовий сектор економіки пояснюються рядом причин:

1) значні державні видатки на тлі повільних темпів системно-структурного реформування уряду вдавалось підтримувати за рахунок м'яких бюджетних обмежень на макрорівні, що відобразилось на швидкому зростанні внутрішнього та зовнішнього державного боргу. Оскільки будь-якого пожвавлення у реальному секторі економіки практично не відбулося, а потреба у рефінансуванні боргу зросла, то інвестори розпочали вивід капіталу з ринку державних цінних паперів через те,

що впевненість у спроможності уряду обслуговувати свої боргові зобов'язання ставала зниження. Тому основним покупцем ОВДП на первинному ринку (з метою підтримання ліквідності бюджету) та на вторинному ринку (з метою недопущення падіння процентних ставок на ньому рівня, що позбавляв сенсу придбання облігацій від емітента, який би втратив можливість підтримувати позитивне сальдо між мобілізацією ресурсів та виплатами) виявився НБУ. (Подібна тенденція простежується і в Росії, де протягом 1993-1997 рр. в середньому вимоги Центробанку до уряду в 1,6 рази перевищували вимоги до уряду з боку банків, в той час як у Польщі це співвідношення за відповідний період склало 0,4 [199, С. 598, 584], що підтверджує думку про реальність щільного зв'язку між довірою інституціональних інвесторів до урядових облігацій та глибиною трансформаційних зрушень);

2) розширюючи внутрішні активи, і відповідно, збільшуючи грошову базу за рахунок придбання урядових облігацій, інтерес до яких втратили приватні кредитори, НБУ змушений проводити або стерилізацію грошової маси за рахунок втрати валових міжнародних активів, або різко підвищити ставку процента, здорожуючи тим самим обслуговування державного боргу. Враховуючи низький потенціал спроможності НБУ здійснювати валютні інтервенції, здороження депозичень виявилось єдино можливим засобом запобігання інфляції. Зазначені тенденції відбились на складі власників державних облігацій: якщо протягом 1997 р. доля нерезидентів коливалась в діапазоні 50-70% (див. розділ 2.2.), то на 1 жовтня 1998 року 75% емісії ОВДП НБУ сконцентрував у своєму портфелі [52, С. 5]. Наприклад, Національний банк Польщі у 1997 році мав у власності 18,5% боргових паперів уряду; на банки припадало 58,9% емісії внутрішнього боргу [212, С. 469].

Розвиток фінансового ринку та ринку державного боргу як його складової є суттєвою передумовою для розбудови каналів монетарної трансмісії рішень грошової влади на господарські процеси. Центральний банк країни, формуючи пропозицію грошей, впливає на її розподіл і спрямування (між державним та приватним сектором) через розміщення своїх активів у боргових інструментах

уряду чи в інструментах рефінансування комерційних банків. Роль центрального банку у спрямуванні грошової пропозиції є суттєвим важелем демонтажу адміністративної системи розміщення кредитних ресурсів. Так, покриття бюджетного дефіциту та рефінансування боргу стимулює попит у державному секторі, в той час, як нарощування обсягів рефінансування банків дозволяє розширити кредит приватним позичальникам. Простежується певна закономірність: чим інтенсивніше здійснюються реформи (і, відповідно, чим активніше банки спрямовують ресурси на кредитування бізнесу), тим, співвідношення між вимогами органів грошово-кредитного регулювання до уряду та вимогами до банків (та приватного сектора) зменшується або підтримується на незначному рівні. (див. табл. 2.12)

Таблиця 2.12.

Динаміка співвідношення між вимогами до уряду та вимогами до банків грошової влади деяких трансформаційний країн

Країна	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Україна	0,94	0,89	4,2	6,6	7,23	4,79
Росія	-	1,89	5,2	7,8	15,4	19,7
Болгарія	1,14	1,08	0,99	2,29	1,56	4,87
Польща	2,5	2,46	2,6	1,3	1,1	1,7
Естонія	-	0,08	-	0,01	0,02	0,03

Примітка: [199, С. 164, 282, 584, 598, 728]

Аналіз табл.2.12 дозволяє простежити зв'язок між борговою експансією (яка є функцією м'яких бюджетних обмежень на макрорівні) та спрямуванням грошової пропозиції центрального банку. Так, в Україні інтенсивна монетизація бюджетного дефіциту 1994 р. відбилась на різкому зростанні частки грошової пропозиції, орієнтованої у сферу державного споживання. Створення ринку державних цінних паперів та перехід до боргового фінансування бюджетного дефіциту посилили зазначені тенденції, а найінтенсивніший приріст ринкової складової внутрішнього боргу кореспондує із різким збільшенням пропозиції грошей центрального банку уряду (у 1997 р. рівень цього показника знизився, що відповідає зменшенню ролі НБУ на первинному ринку у цей період через активність нерезидентів). Подібні тенденції спостерігаються в тих країнах де реформи мають повільні темпи (у табл.

2.12 вони представлені Росією та Болгарією), а протилежні — у країнах, де реформи є більш радикальними (відповідно, Польща та Естонія).

З часу створення ринку державних цінних паперів стаття вимоги до уряду у балансі НБУ зазнала суттєвих змін (див. табл. 2.13.)

Таблиця 2.13.

НБУ: вимоги до уряду та вимоги до банків в підсумках до балансу

Показники	1994		1995		1996		1997	
	млрд. крб.	%	млрд. крб.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%
Вимоги до банків	22942	-	34839	-	474	-	921	-
Вимоги до банків, % до балансу	7,6	-	3,5	-	2,5	-	6,2	-
Вимоги до уряду, % до балансу	45,8	-	43,6	-	33,3	-	49,9	-
Вимоги до уряду	141073	100	439306	100	6211	100	7430	100
Кредити, надані уряду	139260	98,7	426383	97,1	5675	91,4	5687	76,5
Внутрішній державний борг	1812	1,28	12923	2,9	129	1,8	129	1,8
Інші кредити	1	0,02	-	-	-	-	-	-
Вкладення у державні цінні папери	-	-	-	-	407	6,6	1614	21,7

Примітка: [202]

Структура статті вимоги до уряду в балансі НБУ відображає характер процесів у часті центрального банку України у покритті бюджетного дефіциту та придбанні державних цінних паперів. Питома вага останніх у загальній заборгованості уряду за державним боргом перед НБУ різко зросла у 1997 р. Водночас, спостерігається різке зростання обсягів вимог до уряду у балансі НБУ. Незважаючи на те, що рівень заборгованості уряду по ОВДП перед НБУ склав всього 21,7% у 1997 р. (решта зобов'язань були сформовані за рахунок покриття бюджетного дефіциту шляхом емісії), у кількісному виразі обсяг придбання НБУ державних цінних паперів перевищили обсяги рефінансування ледь не в два рази. Це підтверджує думку про спрямування грошової пропозиції у державний сектор, тільки інструментом цього процесу вже виступає придбання облігацій, а не кредитна емісії, що посилює навантаження державного боргу на бюджет та загострює тенденції спотворення розвитку грошового сектора перехідної економіки України через розширення урядового споживання.

Активна політика розміщення державного боргу на внутрішньому ринку закономірно відображається на використанні грошової маси секторами економіки. Однак, грошова маса є лише частиною доданої вартості, яка створюється в суспільстві і перебуває у найбільш ліквідній формі.) Урядове споживання опосередковується витрачанням частини широких грошей, при чому, чим більшим є рівень грошової маси, що обслуговує потреби уряду, тим менше залишається грошей для обслуговування потреб у розширеному відтворенні. Так, в Україні рівень урядової монополізації широких грошей у 1992 р. склав 59,2%, що пов'язано із низьким темпами реформування економіки, а у 1993 — 8,8%, у 1994 — 28,6% [199, С. 728]. З часу створення у 1995 р. ринку державних запозичень та переходу до боргового фінансування дефіциту, рівень монополізації урядом широких грошей різко зріс, становлячи 57,7% у 1995 році, 63,8% у 1996, 64,7% у 1997 та 80,9% на червень 1998 р. [182, С. 90-91]. Для прикладу, у 1997 р. рівень монополізації широких грошей у Росії склав 104,4%, тоді як у Польщі 31,3% [199, С.584, 598]. Проблема перерозподілу грошової маси на користь публічної влади особливо загострюється через реальність такого феномену як низький рівень монетизації економіки у постсоціалістичних країнах (про що вже йшлося), та через те, що центральні банки в транзитній економіці, керуючись рекомендаціями МВФ та власним баченням грошово-політичних цілей, виходячи із стандартних кореляційних моделей зв'язку між приростом грошової маси та інфляції, в процесі монетарного націлювання за проміжний орієнтир обирають обсяг грошової маси. Це обмежує потенційні можливості зростання кількості грошей в обігу по фактору задоволення попиту на гроші як у державному, так і у приватному секторі. Внаслідок цього споживання у приватному секторі заміщується споживанням у державному. Окрім того, що інтенсивна монополізація урядом грошової маси, опосередкована борговою експансією, послаблює капіталотворчі тенденції в економіці, пропозиція обмеженої кількості грошової маси відривається від процесів відтворення на макроекономічному рівні, оскільки когерентність між циркуляцією виробничих та фінансових потоків відсутня. Зокрема С. Науменкова висловлює

ще суперечливу, як на наш погляд, думку про те, що "суттєве зростання редиторської заборгованості між підприємствами... свідчить про те, що ереважаюча частина приросту грошової маси зорієнтована на обслуговування нутрішнього боргу..." [119, С. 24]. Так, якщо у 1996 р. зростання широких грошей в кономіці України склало 135%, у 1997 р. — 133%, у 1998 — 125% [50], то ростання державного боргу у ОВДП за аналогічний період склало, відповідно, 23,9%, 376,7%, 119,7% (див. розділ 2.2), що підтверджує думку про інтенсивне итіснення значного кола адептів ринку зі сфери обігу грошової маси.

Дезінтеграція реального та грошового секторів, суттєвим чинником детермінації ого є запозичення уряду, справляє негативний вплив на канали передачі імпульсів ішень грошової влади на поведінку економічних агентів. Останнє унеможливлює осягнення стратегічних цілей монетарної політики (безінфляційне зростання та аксимізація суспільного добробуту), оскільки досягнення проміжних цілей рошово-політичних цілей не позначається адекватно на рішеннях мікроодиниць. Однією з суттєвих причин, на нашу думку, того, що механізм монетарної трансмісії в Україні практично не працює, виступає відірваність сфери фінансового посередництва (де припиняється проходження імпульсів рішень центрального банку) від реального сектора, яка зумовлена монополізацією урядом грошової маси за допомогою боргового інструментарію.

Спотворення, що мають місце у розвитку грошового сектора в перехідній економіці України під впливом боргової експансії, меншою мірою проявляються у реальному секторі. Однак макроекономічні змінні реального сектора зазнають впливу з боку урядової політики запозичень, незважаючи на те, що поле детермінації трансформаційного спаду в економіці України має здебільшого системно-структурну природу. Оскільки в розвинутій макроекономічній системі основними "мішенями" впливу боргової експансії є сфера інвестиційного посередництва, через що послаблення схильності до нагромаджень в економіці пояснюється здороженням інвестицій, то у вітчизняній економіки еластичність реального інвестування через фінансовий ринок за фактором зростання процентної

тавки (спричиненого борговою експансією) буде, на нашу думку, низькою, що жна пояснити нерозвиненістю ринкових інститутів інвестування. Однак труктурний аналіз ВВП за категоріями використання відображає тенденцію до ниження частки валового нагромадження основного капіталу та зміни запасів атеріальних оборотних коштів у валовому продукті під впливом трансформації труктури покриття бюджетного дефіциту. Якщо у 1994 р. (до переходу нансування дефіциту на боргову основу) питома вага валового нагромадження у труктурі ВВП склала 23,5%, а зміна запасів матеріальних оборотних коштів 11,6%, 1995 р. (створення ринку ОВДП), відповідно, 23,3% та 3,3%, у 1996 — 20,7% та %, у 1997 — 18,4% та 1,7% [155, С. 45]. Більш яскраво виражене зниження томої ваги поточного виробничого споживання у структурі ВВП за категоріями користання, ніж питомої ваги капітального з часу створення ринку державних позичень, на нашу думку, пояснюється тим, що у короткостроковому періоді точне кредитування виробничої діяльності та придбання урядових боргових перів тяжіє до взаємозамінності. Це опосередковано підтверджується поступовим останням частки довгострокового кредитування (що унеможливлює швидку трансформацію активів). Так, питома вага довгострокових інвестиційних кредитів, даних комерційними банками суб'єктам господарювання в Україні у 1995 р. лала 10,6%, у 1996 — 11,1%, у 1997 — 10,6%, у 1998 — 18,4% [55]. Помітне остання довгострокового кредитування саме з 1998 р. у цілому вписується у радигму ставлення банків до вкладень у державні цінні папери, які втратили ривабливість саме в цьому році. Однак, зниження інвестицій у оборотні активи правлятиме негативний вплив на майбутні інвестиційні процеси. Відсутність в трансформаційній економіці України ефективної системи трансформації ощаджень у інвестиції ще більше загострює проблему витіснення приватного споживання внаслідок боргової експансії, навіть незважаючи на низьку щільність в'язку між виробничими інвестиціями та банківським кредитуванням, оскільки вуження платоспроможного попиту у реальному секторі, зокрема і через втрату жерел кредитування оборотного капіталу, призводить до мультиплікативного

...ження попиту у економіці. Через це стимулювання сукупного попиту шляхом ...фіцитного фінансування розширення витрат (*що припадає на кінцеві витрати* ...тору державного управління), негативно відбивається на темпах економічного ...стання, системно-структурному коректуванні, спроможності, в підсумку, ...луговувати і пролонговувати державний борг.

Інтеграція секторів української економіки у світогосподарські процеси ...середковується розвитком зовнішнього сектора, який є, з одного боку каналом ...редачі імпульсів зі сфери міжнародної економіки на вітчизняну, з другого, — ...язковою ланкою між національним та світовим господарством. Важливим ...струментом зв'язку між внутрішніми секторами (грошовий, реальний, ...джетний) та зовнішнім є валютний курс, який в процесі лібералізації виступає в ...рості макроекономічної змінної. Інтенсивне нарощування міжнародних резервів за ...хунок збільшення зовнішнього боргу дозволило НБУ проводити політику ...тримки номінального валютного курсу, однак визначальними курсоутворюючим ...ктором виявилась лібералізація доступу нерезидентів на ринок внутрішнього ...ргу. За рахунок припливу капіталу нерезидентів на ринок ОВДП НБУ зміг істотно ...ливати на збалансування зовнішніх платіжних вимог та зобов'язань України, ...зважаючи на хронічний дефіцит поточного рахунка. Так, по статті портфельні ...вестиції у 1995 р. в Україну надійшло 16 млрд. дол. США, у 1996 — 199 млн. дол., ...у 1997 р. — 1605, з визначальним спрямуванням на ринок державних цінних ...перів. За відповідний період НБУ збільшив резервні активи на 488 млн. дол. у ...995 р., 873 — у 1996, 383 — у 1997 р. [69, С. 19-21], що і врівноважило платіжний баланс. Масовий приплив іноземного капіталу збільшив попит на гривню. Так, якщо ...протягом 1995 р. гривневий еквівалент карбованця знизився з 1,38 до 1,88 за дол. США, то запровадження гривні здійснювалось за курсом 1,76, який до кінця 1996 р. знизився до 1,89. З часу допуску нерезидентів на ринок ОВДП гривня ревальвувала ...о 1,84, і цей курс протримався до літа 1997 р. Номінальна ревальвація гривні ...упроводжувалась помірною дефляцією та подальшим стисненням внутрішнього попиту [63, С. 55-56]. Стиснення попиту не призвело до розширення експорту

відно теоретичних постулатів), оскільки високі граничні витрати українських приємств вплинули на вичерпання внутрішніх резервів зростання зовнішньої нкурентоспроможності. Через це за єдине джерело підвищення здатності нкурувати на зовнішніх ринках почали розглядати реальну чи номінальну вальвацію або і те і друге. Однак запровадження похилих до низу валютних ридорів (з початку 1,7-1,9, згодом 1,75-1,95, пізніше 1,8-2,25) зумовлювалось изовими тенденціями ринку ОВДП. Короткострокові портфельні інвестиції резидентів у облігації та швидке зростання обсягів внутрішніх запозичень різко ршило показники покриття грошової маси та заборгованості уряду за ОВДП жнародними резервами НБУ. Якщо станом на 1.1.97. коефіцієнт грошова са/валові міжнародні резерви склав 2,5, а показник заборгованість уряду по ВДП/міжнародні резерви — 0,7, то вже на 1.01.98. ці співвідношення відповідно склали 2,9 та 2, а на 20.08.98 — 4,4 та 3,95 [51, С. 44]. Спеціалісти Російського ституту економічного аналізу, проводячи дослідження валютних криз, виявили, о в тих країнах, де рівень покриття грошової бази міжнародними резервами сягає % в кризових ситуаціях девальвація валюти не сягне вище ніж 15-20%; в раїнах, де центральний банк підтримує даний показник на рівні 70%, межі евальвації можуть сягнути 45-85% [68, С. 19-20]. В Україні, незважаючи на те, що БУ вдався до використання з інтервенційною метою коштів, що надійшли від овнішніх запозичень Мінфіну, покриття грошової бази неухильно знижувалось (це ов'язано із трансформацією його зовнішніх активів у внутрішні) із 63% у 1997 р. о 26% під час серпневої боргової кризи у 1998 р., а після девальвації зросло до 38% [3, С. 84].

Попит на валютному ринку як з боку уряду (потреба обслуговувати накопичений борг), так і з боку резидентів (невпевненість у курсі реформ та ціновій стабільності), явився наслідком макродестабілізації, спричинюючи двократне зростання нфляції у 1998 р. (20% за рік) проти 1997 р. (10,1% за рік) та вперше з часу ведення в обіг гривні реальну девальвацію (курс склав 1,85 на початок 1997 р., 1,88

ня кінець, 1,96 на початок 1998 р., 2,35 під час боргової кризи у вересні 1998 р. та 2,2 - на кінець).

Борговий чинник макродестабілізації, що позначилась на курсовій та ціновій стабільності і характері розвитку реального та зовнішнього секторів, виявився мінуючим та об'єктивним тільки в тому розумінні, що макростабільність не виступила передумовою радикалізації системно-структурних трансформацій.

Бюджетний сектор як перманентне джерело розвитку процесів державних запозичень також є об'єктом впливу з боку тенденцій у сфері розвитку державного боргу. Абстрагуючись від політико-економічних цілей, які передбачають існування бюджетного дефіциту, можна стверджувати, що мобілізація фінансових ресурсів через емісію державного боргу справляє вагомий вплив на технічні особливості менеджменту бюджетних видатків. А. Сундаков зауважує, що "управління готівкою є критичним короткостроковим інструментом для досягнення фіскальних цілей. По суті, це означає, що майже щодня уряд перевіряє, скільки грошей було зібрано в доход бюджету, додає це до погоджених лімітів запозичень, а потім витрачає лише отримані суми" [63, С. 113-114]. Оскільки в Україні кошти від розміщення державних цінних паперів перераховуються на єдиний рахунок Державного казначейства, то, відповідно, обсяги вихідних потоків бюджету будуть відірваними від реальних податкових надходжень, а будь-яка податкова недоїмка компенсувалась за рахунок продажу облігацій тією мірою, якою мало місце успішне розміщення державного боргу. (До створення ринку ОВДП цей механізм функціонував на основі прямих кредитів НБУ.) Зокрема цим, а також значною потребою у рефінансуванні короткострокового боргу можна пояснити постійні перегляди плану емісії ОВДП. Так, у січні 1997 р. Уряд запланував емісію державних облігацій у 1997 р. на суму 2,5 млрд. грн., у березні план емісії збільшили до 3,5 млрд., у травні — до 6 млрд., у липні — 8 млрд., у вересні — 9 млрд. На 1998 р. планується випустити ОВДП на 2,9 млрд. грн., а вже у квітні план збільшується до 11,4 млрд. грн. [63, С. 70-80]. Враховуючи надходження від емісії облігацій та виплати, які здійснювались згідно графіку погашення, можна

ати, що у 1995 р. уряд не був нетто-боржником за емітованими облігаціями, ьки сальдо між залученням та виплатами було від'ємним; у 1996 р. 72,3% ених через ринок внутрішнього боргу коштів було спрямовано на погашення в'язань за попередніми випусками облігацій; у 1997 р., відповідно, — 57,8%; у р. уряд втратив спроможність підтримувати позитивне сальдо між залученням тів та виплатами.

З макроекономічної точки зору, інтенсивні запозичення здійснювались для ширення поточного споживання, однак, у зв'язку із значними обмеженнями у оках обігу боргу у цінних паперах та високою доходністю, приріст запозичень у ВДП перестав кореспондувати із приростом споживання у середньо- та гостроковій перспективі. В результаті мультиплікативного розширення живання у приватному секторі не відбулося. Це пов'язано, з одного боку, із зьким мультиплікативним ефектом від перерозподілу вартості з допомогою ргового інструментарію, оскільки за відсутності глибоких системно-структурних форм дизадаптивні пастки трансформації актуалізуються з більшою тенсивністю, ніж там де *реформи здійснюються більш радикально.* З другого — вість короткострокове збільшення публічного споживання (обмеженого часом між білізацією ресурсів та виплатами по борговим зобов'язанням) мало місце за раціональної інституціональної та структурної організації бюджетної системи у ранзитній економіці України. За таких обставин, підпорядковані роткостроковим фіскальним цілям уряду державні видатки, що здійснюються за рахунок податкових вилучень та державних запозичень, не орієнтуються на кономічне зростання чи максимізацію суспільного добробуту. Саме тому ригнічення економічної активності на тлі швидкого накопичення державного ргу ретранслюється на все зростаючі видатки по обслуговуванню державного ргу, що можна простежити на прикладі динаміки питомої ваги бюджетних датків у ВВП (табл. 2.14).

Таблиця 2.14.

Видатки Державного бюджету України у % ВВП

Спрямування видатків	1995	1996	1997	1998	1999 (прогн.)
альний захист	1,0	0,97	1,63	1,57	3,5
та	1,38	1,36	1,34	1,05	3,8
рона здоров'я	0,38	0,33	0,42	0,33	3,2
а	0,44	0,6	0,63	0,3	0,35
рона	1,65	1,5	1,88	1,28	1,4
авління, правоохоронна діяльність	2,07	2,05	2,68	2,28	2,5
ішньополітична діяльність	0,23	0,22	0,18	0,23	0,3
тки на економіку (з держ. рег. цін)	5,35	5,81	5,63	3,25	4,3
уговування зовнішнього боргу	0,43	0,55	1,01	1,6	1,2
уговування внутрішнього боргу	4,21	2,5	2,23	0,73	1,7
уговування державного боргу, разом	4,64	3,05	3,24	2,33	2,9
уговування державного боргу, % до видатків	17,1	11,1	14,5	15,2	16,2

имітка: [33, С. 83]

До 1995 р. обслуговування внутрішнього боргу, який було сформовано за рахунок позик в НБУ не проводилось, а видатки бюджету по цій статті стали постійною його складовою з часу створення ринку державних цінних паперів. Зниження частки видатків по обслуговуванню внутрішнього боргу у ВВП пов'язано з активізацією інфляційних процесів 1998 р. та реструктуризацією заборгованості у ВВП. Так, якщо у 1997 р. видатки бюджету на обслуговування внутрішнього боргу склали 930,1 млн. грн. (2,8% до видатків бюджету), то у 1998 р. фактичні видатки за цією статтею складають 1662,8 млн. грн. (відповідно 5,5%) і у 1999, — згідно плану, — 1536 млн. (6,1%) [22, С. 53]. Однак зниження частки видатків на його обслуговування у ВВП не вплинуло на зниження частки видатків у бюджеті на відповідні цілі, що пов'язано із неухильною тенденцією до зниження рівня перерозподілу доданої вартості через державний бюджет. За таких обставин проблема погашення зобов'язань ще більше загострює ситуацію навколо перерозподілу видатків у середовищі бюджету. Що стосується видатків на обслуговування зовнішнього боргу, то не важко помітити ряд негативних тенденцій, що супроводжують цей процес (див. табл. 2.15.).

Таблиця 2.15.

Динаміка обслуговування зовнішнього боргу у видатках бюджету

ки	Грошова одиниця	Видатки бюджету	Надходження з джерел зовнішнього фінансування		Обслуговування зовнішнього боргу	
			Сума	% до видатків	Сума	% до видатків
93	млн. крб.	5615726,7	-	-	8984,3	0,1
94	млн. крб.	468103556,3	-	-	85000000,0	1,8
95	млн. крб.	1772693593,4	87566974,9	4,9	273183257,5	15,4
96	млрд. крб.	2852610,1	204550,0	7,1	275872,5	9,7
997	тис. грн.	27411474,5	2400000,0	8,8	2510000,0	9,2
998	тис. грн.	24481773,9	5850300,0	24,1	3600000,1	14,6

Примітка: [76, С. 15]

Так, з 1993 р. по 1997 р. в Україні спостерігається негативне сальдо між зовнішніми надходженнями на фінансування дефіциту та погашенням зовнішніх зобов'язань. Поступова втрата Україною позиції нетто-кредитора закордону пов'язана із тим, що країна розпочала застосовувати зовнішнє фінансування дефіциту, тоді як до 1995 р. зовнішні запозичення були відсутніми, а зростання державного зовнішнього боргу та зростання витрат на його обслуговування пов'язується із накопиченням боргу перед Росією. У 1998 р., уряд, переорієнтовуючи фінансування дефіциту у зовнішній сектор запозичень, спромігся досягти перевищення надходжень від зовнішнього фінансування над видаткам по обслуговуванню зовнішнього боргу. Оскільки протягом 1996-1997 рр. підтримувалось позитивне сальдо між розміщенням та виплатами по внутрішніх позиках та від'ємне по зовнішніх, то це засвідчує факт переведення частини зовнішнього боргу у внутрішній, формування якого здійснюється із меншими трансакційними витратами бюджету та має більш мобільний характер. У 1998 р. зазначена тенденція змінилась на протилежну на тлі актуалізації дії такого несприятливого фактору як девальвація гривні практично у 2,5 рази, що різко збільшило процентні видатки бюджету по обслуговуванню зовнішнього боргу, виражені у національній валюті. Крім того, прогнозні дані, що стосуються динаміки видатків бюджету на обслуговування державного боргу і базуються на графіку платежів, демонструють різке зростання частки бюджету, що спрямовуватиметься на погашення боргових зобов'язань, накопичених за останні роки. Так, у 2000 р.

частка видатків бюджету на обслуговування боргу очікується на рівні 17,7%, у 2001 — 32,2%, у 2002 — 34,2%, у 2003 — 35,1% [63, С. 105-106]. Це пов'язано із наступними причинами: 1) на ці роки припадає початок амортизації боргу перед МВФ та Світовим банком; 2) після 2000 р. розпочинається погашення конверсійних ОВДП перед резидентами та перед нерезидентами, які погодились реструктуризувати внутрішні облігації у євробонди; 3) рівень перерозподілу через бюджет у % ВВП має тенденцію до зниження в зв'язку із неспроможністю економічних агентів нести теперішній податковий тягар.

Враховуючи вищесказане, можемо зробити висновок: видатки по обслуговуванню державного боргу виявляються домінуючим чинником перерозподілу акумульованих державною ресурсів у рамках бюджету, через що підтримання процентних платежів на запланованому рівні можливе виключно за рахунок первинного профіциту бюджету (існування бюджетного дефіциту, не спричиненого процентними платежами виключається), а отже означатиме спрямування податкових надходжень кредиторам та звуження сукупного попиту. З макроекономічної точки зору очевидно, що вихід зі смуги трансформаційного спаду в Україні за допомогою стимулюючої ролі дефіцитного фінансування не відбувся, а інтенсивне рефінансування накопиченого боргу та нагальна потреба забезпечення первинного профіциту бюджету (з метою недопущення дефолту) зведе нанівець мультиплікативний вплив боргової експансії на пожвавлення у реальному секторі. Що стосується бюджетного сектору, то він виявився об'єктом негативного впливу з боку попереднього етапу боргоутворення.

Наведений аналіз впливу державних запозичень на розвиток секторів трансформаційної економіки України дозволяє констатувати, що урядове споживання спричинило до суттєвих деформацій у процесах циркуляції грошових потоків та грошової пропозиції, а борговий чинник перетворився чи не на головний елемент формування видаткової частини бюджету. Замкнутість грошових потоків у сфері фінансового посередництва та бюджету спричинили відрив реального сектора від споживання грошової маси, а процес боргоутворення виявив чутливість

внішнього сектора до будь-яких тенденцій розвитку державних запозичень. В ту підвищення впливовості процесів розвитку державного боргу на макроекономічну систему України при переході до ринку зростає роль політики управління державним боргом як складової загальної макроекономічної політики.

Висновки до розділу 2

Аналіз системного зв'язку державного боргу з макроекономічним середовищем трансформації дозволяє констатувати, що посилення внутрішнього та зовнішнього дисбалансу при переході до ринку на тлі нерозвиненості інституційних форм макрорегулювання відбивається на характері та закономірності зростання державного боргу тою мірою, якою заходи трансформації не скеровують економічну систему до інтеграції ринкових витоків розвитку. При цьому:

– значні бюджетні дефіцити початку трансформації за відсутності поза емісійного покриття дефіциту відбиваються на ступені монетизації державного боргу, інтенсивність якої є функцією радикальності реформи; чим вищими є інфляційні податки (породжені емісією на покриття дефіциту), тим швидше зростає державний борг: на достабілізаційній фазі — внаслідок посилення макродизбалансу, на фазі стабілізації та у постстабілізаційному періоді — внаслідок того, що державні запозичення розвиваються у макросередовищі постгіперінфляційної дезорієнтації;

– внутрішні (дорогі та короткі) запозичення зростають швидше, ніж обсяги дефіциту та зовнішній борг навіть при умові зменшення їх частки у покритті дефіциту;

– зовнішній борг, його склад та структура визначаються глибиною реформ реального сектора у достабілізаційній фазі (чим швидше сфера зовнішніх трансакцій маркеталізується, тим м'які бюджетні обмеження, що покривались зростанням зовнішнього боргу, стають жорсткіше) та успіхом макростабілізаційних процесів на наступних фазах реформ (тобто, чим успішніше розвивається макросистема по траєкторії стабільності, тим залежність від позик міжнародних

рганізацій знижується). Тому у постстабілізаційній фазі стимулювання попиту у ержавному секторі, за відсутності структурних реформ, посилює макроекономічні луктуації, поглиблює залежність макростабільності від кредитів МВФ та Світового банку, заборгованість перед якими є домінуючою у структурі овнішнього боргу України, а недовіра до платоспроможності уряду спричинює ризу ринку внутрішнього боргу, на якому роль НБУ стає визначальною в міру огіршення стану макросистеми.

Зростання державного боргу швидкими темпами, водночас, відбувається на тлі ідносно врівноважених його відносних показників, прийнятний рівень яких для ранзитних систем є нижчим, ніж для решти країн. Однак абсолютний приріст оргу на тлі триваючої рецесії відбивається на його позиціюванні відносно ВВП дебільшого за рахунок інфляційних та курсових факторів. При цьому ороткостроковість ринкових запозичень уряду (що диктується ринком як реакція на повільні реформи) призводить до концентрації платежів у короткому інтервалі. Будь-яке погіршення стану макросистеми, автоматично унеможливлюючи ефінансування боргу, погіршує стан бюджету, платіжного балансу, посилюючи оргівий тягар не за рахунок його абсолютного значення, а за рахунок його труктурних та вартісних пропорцій. Через це Україна потрапила у так звану оргову пастку трансформації.

Розвиток державного боргу відобразився на посиленні дезінтеграції грошового, бюджетного та реального сектора: визначальна частка внутрішнього кредиту та рошової маси споживається урядом для обслуговування своїх боргових потреб. При цьому: в країнах, зокрема Україні, де реформи просуваються повільно обсяги кредитування державного сектора перевищують аналогічні приватного; грошова пропозиція центрального банку спрямовується у державний сектор. Монополізація урядом споживання кредитів та поглинання грошової пропозиції каталізує попит у державному секторі, а не в приватному. Якщо в етатичний період це пояснювалось системною організацією грошового сектора, та на етапі реформ ситуація практично не змінилась — змінились інструменти, в ролі яких виступили державні позики.

РОЗДІЛ 3. ПОЛІТИКА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В СИСТЕМІ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Становлення системи управління державним боргом у перехідній економіці України

Політика управління державним боргом є важливим компонентом здійснюваної ансової політики та суттєвою складовою процесів макроекономічного улювання. У трансформаційній економіці менеджмент державного боргу є альним виразом ставлення держави до фінансових ресурсів, їх перерозподілу в ісекторальному і у міжпоколінному континуумі та до інструментів кроекономічної координації.

Трансформація економіки, зокрема, як процес якісного оновлення системи учання держави у сферу відтворення, зумовлюючи розширення поля нкціоналізації державних видатків (див. розділ 1.2), має відображатись на цілях равління державним боргом у відповідності із імперативами загальносвітової радигми соціалізації видатків суспільного сектора та імперативами стимулювання ономічного зростання. Останнє має ґрунтуватись на такій комбінації факторів робництва, яка б відповідала новітнім формам зв'язків між технікою (як якісним актором) та капіталом і працею (як кількісними факторами). У широкому зумінні, гармонізація макроекономічних рішень, що приймаються у відповідності вищезгаданими імперативами, відбувається у процесі комплексного використання струментів макрорегулювання, а активний борговий менеджмент має виступити наряддям розв'язання конкретних макро- та мікроекономічних проблем.

У науковій літературі підходи до визначення цілей управління державним ргом є досить різними. Наприклад А. Кірєєв вважає, що управління боргом має безпечити підтримку його рівня та структури щоб це не відбивалось негативно на емпах економічного росту у довгостроковій перспективі [75, С. 342]. А. Вавілов та Трофімов розглядають проблему управління державним боргом з позиції

лізації стратегії максимізації суспільного добробуту через мінімізацію витрат на го обслуговування [24, С. 62-81]. В. Тітков до проблеми визначення цілей правління державним боргом (у даному випадку мова йде про цілі управління внішнім боргом, але їх можна екстраполювати на управління боргом в цілому) ходить більш загально, виділяючи економічні, включаючи бюджетні, цілі птимізація боргу та мінімізація процентних платежів), політичні (підтримка більності політичної системи), соціальні (своєчасне фінансування соціальних грам), забезпечення національної безпеки (уникнення політичної, економічної лежності) [167, С. 83-84].

Однак ринкова трансформація, торкаючись не тільки реформи командної теми, але й створення в Україні іншої суспільної та економічної організації. на вимагає від політики управління державним боргом соціальної оптимізації цесів виведення економіки на траєкторію зростання, враховуючи гармонійний ксекторальний та міжпоколінний розподіл корисності від споживання певної менклатури суспільний благ, що фінансуються за допомогою державних позичень. Крім того, борговий менеджмент має виступити знаряддям йтралізації негативних зовнішніх ефектів від проведення політики дефіцитного нансування у трансформаційному середовищі розвитку. Отже, з точки зору стратегії управління державним боргом, цей процес має бути зорієнтованим на соціальну гармонізацію економічного зростання у якісно новому системно-інституційному середовищі, що дозволило би реалізувати політику інвестиційного підкріплення трансформації. Однак досягнення зазначених цілей управління боргом на практиці можлива хіба що у довгостроковій перспективі, і, враховуючи проаналізовані тенденції розвитку боргової ситуації у розділі 2, не можлива у короткостроковому періоді.

Виходячи з тактичних міркувань управління державним боргом, важливо розв'язати дилему суспільно-економічної значущості показників боргового тягаря як своєрідних цілей боргового менеджменту. Як ми показали у розділ 2.2 прийнятний кількісний вираз макроекономічних індикаторів державного

нішнього і внутрішнього боргу не є репрезентативним в оцінці того рівня роспроможності країни, забезпечення якого не вело би до радикального ження споживання суспільних благ. В такому випадку, логічно було б вважати казники навантаження на бюджет видатків по обслуговуванню державного боргу частку ВВП, яка капіталізується кредиторами в процесі його амортизації, як більш репрезентативні вирази оцінки боргового тягаря. Як показали Зіденберг і *Л. Хоффман [63, С. 89] та Т. Вахненко* [32, С. 28], існує залежність *граничним рівнем* витрат на обслуговування боргу у структурі видатків джету *(включаючи частку цих витрат у* ВВП) та його макроекономічною *ицією, що виражається показником* співвідношення боргу до ВВП. вноважуючою ці дві величини є рівень перерозподілу ВВП через державний джет. Тобто, чим вищим є рівень державного споживання, тим більше у солютному виразі може дозволити витрачати уряд на обслуговування боргових бов'язань без порушення структурних пропорцій видатків бюджету, які, аховуючи *постулати теорії суспільного вибору, є надбанням* консенсусу між ономічною реальністю та політичними рішеннями. При цьому, варто зазначити, о рівень перерозподілу вартості через державний бюджет в Україні, починаючи з 94 р., зменшується, *наближаючись до рівня, який практично* не забезпечує отреби у бюджетному фінансуванні за незмінної інституційної організації спільного сектора. Оскільки ці процеси відбуваються за незмінного рівня скальних ставок, то створення передумов для економічного зростання пов'язують послабленням податкового тягаря, що *a priori* зменшить частку видатків уряду у ВП. Тому оптимальна обтяжливість країни державним боргом, співвідносячись із казником видатки бюджету/ВВП, досягається через рішення щодо макропозиціюння державного боргу, яке б забезпечило бажану частку витрат на його слуговування у бюджеті.

Будемо вважати за оптимальну частку витрат бюджету на обслуговування боргу рівні 25% (що більше ніж прогнозувалось на 1999 рік, але менше, ніж — на ступні (див. розділ 2.3.)). При цьому частку видатків бюджету у ВВП зафіксуймо

на рівні 20%. Виходячи з цього, частка витрат на обслуговування боргу у ВВП має складати 5%. Припустимо, що державний борг погашається рівними частинами протягом періоду обертання. Тоді величина боргу у ВВП розраховуватиметься як добуток частки витрат на його обслуговування у ВВП на середню строковість боргу. Якщо вважати за середню строковість боргу 5,5 років, то отримаємо цільовий показник макропозиції державного боргу на рівні 27,5% ВВП.

На формальному рівні, на наш погляд, одержання цільового (що забезпечив би бажане навантаження на бюджет) рівня державного боргу із потенційним (близьким до реальності) опосередковується розв'язком системи рівнянь, одне з яких формулює цільовий параметр частки боргу у ВВП, друге — потенційний:

$$\begin{cases} Dt = T \times [Bt \times dt] \\ Dt = GD + \{(1+r)/[(1+n) \times (1+p)]\} \times Dt\text{-}1, \end{cases} \quad (1)$$

де: Dt — частка боргу у ВВП у період t; $Dt\text{-}1$ — частка боргу у ВВП у період $t\text{-}1$; Bt — частка видатків бюджету у ВВП — const; dt — частка видатків бюджету, що спрямовується на погашення державного боргу; GD — частка первинного дефіциту бюджету у ВВП (фактично сума необхідних запозичень); T — середня строковість боргу; r, n, p — відповідно — середній процент за державними позиками, реальний темп зростання ВВП, темп інфляції.

Якщо у систему підставити теоретичне значення Dt = 27,5% ВВП, $Dt\text{-}1$ = 50,8% ВВП (1998 р.), r = 30%, n = 1%, p = 20%, то отримаємо таке співвідношення GD, яке порівнюватиме обсягу первинного профіциту бюджету, спів мірного з обсягом самого бюджету, що не можливо. Отже, можна зробити висновок, що за рівня змінних рівнянь системи (1), наближених до потенційних, система не має розв'язку за екстраполяції результатів на економічну дійсність. Оскільки лише частина змінних системи (1) є такими величинами, що можуть бути об'єктом впливу управління державним боргом, то, відповідно, можна зробити висновок про те, що *використання інструментів боргового менеджменту тільки частково дозволяє* здійснювати апроксимацію дійсних значень показників державного боргу у цільовому напрямі.

Показники державного боргу як об'єкти впливу політики управління ходяться у системному зв'язку, тобто вплив хоча б на один показник призводить зміни стану всіх інших. Спроможність відповідних органів впливати на казники державного боргу обмежується об'єктивними факторами та посередньою спроможністю застосовувати той чи інший інструментарій равління ним у тому чи іншому полі детермінації. Останнє, багато у чому, є ходною політики управління державним боргом. Окремі показники державного ргу, які є результатами управлінських рішень, по суті є певними сегментами ргової політики, серед яких слід виділити такі: а) управління макроекономічною озицією боргу; б) управління структурою державного боргу, що опосередковується равлінням його строковою структурою, рівнем доходності за державними озиками, співвідношенням між внутрішньою та зовнішньою складовою, раховуючи ті чи інші групи кредиторів (власників державного боргу). Управління кожному сегменті боргової політики потребує застосування наявних інструментів етодів) боргового менеджменту.

Оскільки політика управління державним боргом є складовою загальної кроекономічної політики, то це передбачає підпорядкування інструментального врату боргової політики вектору макроекономічних рішень. Останні, однак, дають область допустимих значень макроекономічних змінних, а вони ходяться під значним впливом з боку процесів ринкової трансформації. Саме ту що логіка тих чи інших рішень стосовно здійснення ринкових перетворень значена спрямуванням та характером трансформації і зумовлює динаміку (та прям динаміки) макроекономічних агрегатів, управління державним боргом ребує у середовищі таких коливань макроекономічних змінних, в природі яких значальними є суб'єктивні рішення щодо реформ, які і приводять у дію механізм мін макропараметрів.

Ретроспективний аналіз факторів, що визначили напрямок управління державним боргом на макрорівні, дозволяє відстежити взаємозалежність між напрямом макрополітики та інструментарієм, що застосовувався в процесі

правління державним боргом. Умовно можна виділити три етапи управління кропозицією державного боргу України. На кожному з цих етапів спостерігається стосування певного інструментарію боргового менеджменту, відповідно і рішення що управління боргом тісно корельовані як макроекономічними заходами уряду, характером і глибиною реформ, що здійснювались.

Що стосується першого етапу (1992-1994), то стосовно макропозиції нутрішнього боргу можна виділити такі моменти: управління державним боргом упорядковувалось вектору рішень щодо монетизації бюджетного дефіциту; інструментом цієї політики виступило отримання кредитів від НБУ; списання на нутрішній борг застосовувались, але суттєвого впливу на макропозицію ішнього боргу це не справляло; списання заборгованості за результатами зовнішньоекономічних операцій із країнами СНД, отримання міждержавних кредитів від Росії та запозичення під гарантію уряду були пануючими інструментами управління зовнішнім боргом. Отже, на першому етапі управління ргом здійснювалось у напрямку його накопичення безвідносно до того, як це дбивалось на макроекономічній позиції. Застосування інструментів оптимізації ртісних та структурних параметрів заборгованості не мало місця: на цьому етапі проводилась експансивна макроекономічна політика; середовище здійснення нкових запозичень не існувало, а боргові інструменти не оберталися; об'єктивно ряд не мав проблем з внутрішніми запозиченням, зовнішні утворювались пасивно; датки на обслуговування зовнішньої складової боргу були незначні, а на нутрішню — не існувало. Враховуючи вищесказане, потреби у цільовому правлінні державним боргом на цьому етапі не було.

Така експансивна боргова стратегія по різному відбилась на макроекономічній позиції внутрішнього та зовнішнього боргу, що було закономірною реакцією кономічного середовища на здійснювані заходи з дефіцитного фінансування. Наростання кумулятивного виразу фіскального дефіциту ретранслювалось на ростання позик в НБУ. Вийшовши на відмітку у 36,9% ВВП у 1992 р., акропозиція внутрішнього боргу зазнала суттєвого скорочення у наступні роки, що

ов'язано, в першу чергу, із його знеціненням у гіперінфляційному середовищі. У ьому періоді управління макропозицією внутрішнього боргу орієнтувалось иключно на стан державних фінансів. Управління макропозицією зовнішнього оргу визначалось на цьому етапі станом зовнішнього сектора, але знецінення аціональної валюти відбилось на зростанні його частки у ВВП швидшими емпами, ніж знецінювався внутрішній борг. У результаті, на першому етапі правління макропозицією державного боргу спостерігається чітка тенденція до акопичення його частки у ВВП на тлі падіння останнього; можна вважати, що, езважаючи на швидкий приріст державної заборгованості, тягар по її бслуговуванню був незначним, але мала місце антиципація інфляційних податків, а рахунок яких амортизувалось навантаження боргу на макроекономічну систему, а пролонгація зовнішнього боргу через перенесення на майбутній термін оплати оточного споживання.

Другий етап управління макропозицією державного боргу тривав з 1995 р. по 998 р. і характерний тим, що політика державних запозичень, залишаючись кспансивною та орієнтуючись переважно на мобілізацію фінансових ресурсів, еребувала у яскраво вираженому середовищі макростабілізації та остстабілізаційного збурення, що корелювало активізацію тенденцій до знецінення к внутрішньої, так і зовнішньої частки державного боргу у ВВП. Варто зазначити, що реальна ревальвація як пасивний інструмент управління макропозицією боргу огла бути застосована лише за умов стабілізації курсу національної валюти та ризупинення курсових коливань, що дозволяло, виключно в рамках стабілізаційної акрополітики, мінімізувати частку державного боргу у ВВП на тлі його бсолютного зростання. Водночас, саме його знецінення у середовищі фінансової, а е виробничої стабілізації створило оманливі уявлення про боргову безпеку в Україні. В результаті цього, подальша дестабілізація на тлі орієнтації на зовнішні жерела запозичень різко підвищила вартість зовнішньої складової боргу у національній грошовій одиниці. Після цього орієнтування на накопичення ержавного боргу, спираючись на його врівноважену макропозицію, виявилось не

ожливим. Саме з цими тенденціями і пов'язується третій етап управління акропозиціюванням державного боргу, який має ґрунтуватись на зниженні його астки у ВВП, що дозволить стабілізувати процентні видатки бюджету на відносно рийнятному рівні.

Важливо відмітити, що за відсутності тенденцій макроекономічної стабілізації у 995-1997 рр., макропозиція державного боргу виглядала б вкрай неврівноваженою. ак, якщо екстраполювати тренд зростання зовнішнього боргу у ВВП 1992-1995 рр. а наступні три роки, то ми отримаємо зазначений показник у 1998 р. на рівні 28,5%, а за аналогічних розрахунків щодо внутрішнього боргу — можемо постерігати його знецінення до рівня 3,17% ВВП. Однак саме за рахунок зміни кісних параметрів накопичення державного боргу, реальні значення макропозиції ого внутрішньої складової виявились у 4 рази вищими, зовнішньої в 6 разів еншими. Якщо ми проведемо аналогічні розрахунки для періоду 1995-1997 рр., то обачимо, що за екстраполяції тренду частки зовнішнього боргу у ВВП за цей еріод на 1998-1999 рр., отримаємо показник, відповідно, 18,2% та 17,1%. Однак у 998 р. він сягнув 37,9%. Зробивши аналогічні розрахунки з аналогічним оказником щодо внутрішнього боргу (для цього пропонуємо взяти борг у ОВДП, скільки значна частина заборгованості перед НБУ була списана), отримаємо, що ін мав би становити 44,18% у 1998 та 3222,3% у 1999. Фактично ж у 1998 р. він клав всього 10,7%.

Отже, ми можемо спостерігати два яскраво виражені злами в тенденціях акопичення державного (внутрішнього і зовнішнього) боргу у ВВП: перший злам ов'язаний із стабілізаційними тенденціями у середовищі макроекономічного озиціювання державного боргу (в результаті чого зовнішній борг девальвувався, а внутрішній зріс); другий — із дестабілізаційним тенденціями, що відображають дороження зовнішнього боргу та уповільнення приросту внутрішнього.

Інтенсивні запозичення, зорієнтовані на мобілізацію ресурсів, на тлі збурень у макроекономічному середовищі, виявились джерелом загострення боргової ситуації в Україні та продемонстрували, що макропозиціювання державного боргу більшою

рою залежить від динаміки макроекономічних агрегатів, ніж від рішень щодо управління цим процесом. В загальному це наводить на думку про те, що дестабілізація боргової ситуації в Україні походить зі сфери структурних та кортісних параметрів державного боргу та рішень фіскальної влади щодо цього. Крім чому, ці рішення диктувались як об'єктивними тенденціями ринкової трансформації, так і, власне управлінськими рішеннями щодо державного боргу, певною мірою викристалізовуючи тренд динаміки макроекономічних агрегатів.

Аналізуючи процеси управління структурою державного боргу на початку трансформації не важко помітити, що рішення уряду у цій сфері були індиферентними до ринкових параметрів боргових інструментів, а самі інструменти не мали вторинного обігу. Найсуттєвіша складова внутрішнього боргу — заборгованість перед НБУ — не підлягала ні обслуговуванню, ні управлінню: у 1991-1992 рр. НБУ покривав різницю між видатками та надходженнями бюджету; у 1993-1996 рр. — кредити НБУ оформлялись як боргові зобов'язання уряду. Умови надання цих кредитів (строковість та процентна ставка) залишились невідомі широкому колу науковців та громадськості, а уряд не разу не висловив наміри обслуговувати цей борг у осяжній перспективі. Варто зауважити, що такі країни як Польща, Росія, уряди яких мали значну заборгованість перед центральними банками та іншими фінансовими інститутами вдались до її переоформлення у напрямку створення державного боргу на ринковій основі. Як правило, ці країни оформили заборгованість перед центральними банками у вже існуючі боргові інструменти тільки із більш тривалим терміном погашення. І коли центральний банк продавав їх на відкритому ринку, зазначені інструменти автоматично набували вторинного обігу (ставали ринковими), а загальна строкова структура внутрішнього боргу цих країн подовжувалась. В Україні, як вже зазначалось, цей структурний елемент внутрішньої заборгованості був списаний за рішенням Верховної Ради, а пропозиції НБУ щодо переоформлення цього боргу у довгострокові цінні папери на суму виданих позик без врахування нарахованих процентів не знайшли схвалення.

Крім того, країни з трансформаційною економікою рухались по шляху переоформлення певних видів зобов'язань перед банківською системою, які виникли внаслідок доведення планів обов'язкового кредитування певних заходів, у вигляді облігації. В результаті: 1) на фінансовому ринку з'явились інструменти, що мали обіг; 2) банківська система могла покращити свою ліквідність або навіть зазнати рекапіталізації внаслідок таких дій уряду; 3) сек'юретизація старих боргів, що виникли в попередній період, призвела до додаткового навантаження на бюджет трансформаційних країн. Однак дехто з економістів (І. Розпутенко) оцінює досвід маркеталізації управління державним боргом через переоформлення у ринковому напрямку старих боргів як позитивний [142, С. 121-134].

Провести реструктуризація боргу перед НБУ за загальною схемою, опрацьованою країнами з перехідною економікою, у той час (1997 р.), коли це питання чи не вперше піднімалось не було змоги, не кажучи вже про теперішню боргову ситуацію. Інтенсивне розміщення боргу у ОВДП на фінансовому ринку, низький потенціал останнього, обмежений доступ до торгів як на первинному, так і на вторинному ринку, високі ставки доходності та не сприйняття ринком довгострокових боргових інструментів, значні видатки бюджету на обслуговування накопиченого боргу об'єктивно унеможливили додаткове розміщення на фінансовому ринку переоформленого боргу перед НБУ.

Перехід до формування державного внутрішнього боргу на ринковій основі, що, відповідно, дозволило здійснювати борговий менеджмент з допомогою ринкового інструментарію, відбувся після створення ринку державних цінних паперів. Трансформація системи запозичень у ринково орієнтованому напрямі могла відбутись тільки в рамках зміни вектору макроекономічної політики, яка з 1995 р. носила простабілізаційний характер. Відповідно до цього, реорганізація системи покриття бюджетного дефіциту створила передумови для формування первинного та вторинного ринку державних боргових інструментів.

Управління розміщенням державних цінних паперів почало здійснюватись через проведення аукціонів з розміщення облігацій внутрішньої державної позики. Організація аукціонів передбачала розміщення ОВДП за пропозицією ціни придбання. Саме такий спосіб організації первинного ринку державних запозичень є оптимальним для країн з перехідною економікою, оскільки дозволяє емітенту регулювати доходність інструментів та обсяги розміщень у відповідності із тактичними завданнями управління державним боргом [77, С.88]. Українські облігації є дисконтними, тобто розміщення здійснюється за ціною, що нижче за номінал, а погашення — за номіналом. При створенні ринку державних зобов'язань номінал ОВДП дорівнював 1000 одиниць у гривневому еквіваленті, а з 1996 р., з метою підвищення гнучкості процесу запозичень та розширення кола потенційних власників державного боргу його було знижено до 100 грн. Варто зазначити, що країни з перехідною економікою, які здійснювали боргову експансію, (слідуючи світовому досвіду, згідно якого кількість боргових інструментів має бути максимально можливою, що здешевлює обслуговування боргу) розширювали набір стандартних боргових інструментів щодо строків їхнього обігу і щодо призначення в системі фіскальної політики (покриття касових розривів, погашення дефіциту бюджету, реструктуризація іншої заборгованості тощо). В цьому розумінні набір інструментів управління ринковою складовою внутрішнього боргу в Україні виявився обмеженим, що не в останню чергу зумовлювалось постгіперінфляційною дезорієнтацією фінансового посередництва.

Так, базовим інструментом управління ринковою складовою внутрішнього боргу України є ОВДП із стандартним набором строковості обігу. Процес структуралізації внутрішнього боргу у цінних паперах як за нормою доходності, так за строковістю обігу можна вважати визначальним об'єктом впливу боргової політики, однак структура боргу у ОВДП виявилась короткостроковою (див. табл. 3.1.) навіть у порівнянні із сусідніми трансформаційними країнами.

Таблиця 3.1.

Структура державного боргу у ОВДП за строком обігу, %

Показники		28 днів	63 дні	91 день	182 дні	273 дні	364 дні	546 днів
[illegible]5	На початок року	-	-	-	-	100	-	-
	В середньому за рік	-	-	60,5	14,1	25,3	-	-
	На кінець року	-	-	71,9	18,6	9,5	-	-
[illegible]6	На початок року	-	-	100	-	-	-	-
	В середньому за рік	-	0,6	58,7	17,2	14,9	9,6	-
	На кінець року	-	-	27,2	60,7	11,9	0,2	-
[illegible]7	На початок року	-	-	25,9	37,2	14,6	22,3	-
	В середньому за рік	0,9	0,9	9,8	17,8	23,0	41,6	6,5
	На кінець року	1,4	11,1	6,7	4,5	48,4	27,9	-
[illegible]8	На початок року	-	0,77	17,02	5,65	38,95	37,61	-
	В середньому за рік	0,08	0,07	8,26	21,17	19,16	40,88	9,21
	На кінець року	-	-	-	5,64	-	46,22	41,38

Примітка. Матеріали Емісійно-кредитного департаменту НБУ

Аналізуючи строкову структуру боргу у ОВДП не важко помітити, що політика [illegible]ітента щодо пролонгації часового горизонту заборгованості могла [illegible]еалізовуватись виключно у періоди активності нерезидентів (середина 1997 р.) та [illegible]тивності НБУ (кінець 1998 р.). У інші часові періоди реалізація на практиці [illegible]обілізаційної моделі управління внутрішнім боргом мала місце виключно за [illegible]хунок емісії короткострокових ОВДП. Управління строковою структурою боргу у [illegible]ВДП в напрямку пролонгації виявляється не таким успішним як, скажімо, у [illegible]льщі, де строкова структура внутрішнього боргу є більш довгою. Так, на [illegible]роткострокові папери (як правило річні) у Польщі припадає 42% боргу, на [illegible]ередньострокові (2-5 років) — 21%, на довгострокові (10 років) — 30% [200, [illegible] 101]. Водночас, строкова структура боргу у Польщі як країни з транс-[illegible]рмаційною економікою є більш короткою порівняно із США (у США упродовж [illegible]92-1996 рр. на інструменти строковістю 3 місяці-1рік припадало 23,3: ринкового [illegible]ргу, відповідно від 1 року до 10 — 59,9%, від 10 до 30 років — 16,8% [195, А. 27]) [illegible] Великої Британії (у цій країні у 1991 році на короткостроковий борг (до 5 років) [illegible]ипадало 28,0%, середньостроковий (5-15 років) — 45,8%, довгостроковий (більше [illegible] років) — 26,2% [186, С. 128]).

Наведені порівняння ще раз доводять те, що ринковий борг у країнах з перехідною економікою носить закономірно та об'єктивно короткостроковий характер. Вони опосередковано доводять висловлене нами припущення про вчасність попередніх етапів розвитку макроекономічного середовища ринкової трансформації для характерних особливостей протікання процесів боргоутворення в постстабілізаційному періоді (див. розділ 2).

Політика пролонгації ринкової заборгованості як загальний імператив управлінських рішень щодо державного боргу в Україні зокрема та у перехідній економіці взагалі має свої особливості, що пов'язано із такими факторами: строкова структура капіталу і на фінансових ринках, і в портфелях активів інвесторів тільки формується, вивільняючись від гіперінфляційних обмежень на зростання вартості довгострокового капіталу; уявлення інвесторів про ефективність вкладень у довгострокові активи, зокрема у боргові інструменти уряду, також знаходяться на стадії формування; в міру поглиблення трансформації та розвитку інфраструктури фінансових ринків процес їхньої сегментації із тенденцією до викристалізації попиту на довгострокові інструменти матиме більш чітко окреслений характер. Саме тому важливо щоб боргова політика уряду на етапі трансформації полягала у цілеспрямованому формуванні довгострокової структури державного боргу.

В цьому розумінні російські дослідники А. Вавілов та Г. Трофімов висловлюють думку про необхідність відходу у борговій політиці від слідування уявленням ринку про ефективність довгострокових вкладень [24, С. 74]. Тому необхідно простежити на скільки Мінфін України реалізовує політику мінімізації майбутньої вартості обслуговування боргу. Для цього ми пропонуємо проаналізувати динаміку середнього квадратичного відхилення (дисперсії) середньої питомої ваги обсягів розміщення боргових інструментів за строком обігу у загальних обсягах розміщення ОВДП (табл. 3.2.).

Таблиця 3.2.

Дисперсія питомої ваги обсягів розміщення ОВДП за строком обігу у загальних обсягах розміщення державних цінних паперів, %

Роки	28 днів	63 дні	91 день	182 дні	273 дні	364 дні	546 днів
1995	-	-	42,58	21,62	40,44	-	-
1996	-	2,14	23,7	17,85	17,45	14,41	-
1997	3,14	3,19	11,43	10,42	14,58	19,6	11,0
1998	0,93	0,83	9,28	22,57	15,24	11,19	14,8

Примітка. Розрахунки автора за матеріалами Емісійно-кредитного департаменту НБУ

Аналіз табл. 3.1. та 3.2. дозволяє простежити тенденцію до поступового зменшення відхилення питомої ваги розміщення боргових інструментів за строком обігу від середньої за рік питомої ваги кожного інструмента при розміщенні на ринку. Однак спостерігається і негативна тенденція. По інструментах, на які припадає найвищий рівень питомої ваги у середньорічному обчисленні показника розміщення ОВДП, окреслюється і найвищий рівень дисперсії питомої ваги інструментів, що розміщуються, у середньорічному обчисленні. Тоді як по інструментах, через які не здійснювався основний обсяг запозичень, відхилення від середньорічного значення є значно нижчим. Зазначене дозволяє зробити висновок про те, що процес запозичень мав місце у середовищі кон'юнктурних коливань, тобто емітент міг розміщувати інструменти, які забезпечували найбільший їх обсяг, не стільки цілеспрямовано, скільки враховуючи ринковий попит на них. Можна зробити висновок про те, що управління ринковим боргом в напрямку пролонгації строкової структури зобов'язань, в основному, виявилось залежним від кон'юнктури ринку, а значні потреби у запозиченнях на тлі відносно ситуаційного формування "довгого боргу" зумовлювали інтенсифікацію розміщення короткострокових облігацій, що, в результаті, спотворювало структуру ринкової заборгованості та визначало додаткові потреби у її рефінансуванні.

Варто зазначити, що здійснення політики управління строковою структурою боргу не можливе поза управлінням доходністю цінних паперів в розрізі боргових інструментів. Причому, управління доходністю, як чи не найсуттєвішим чинником структуралізації боргу та його абсолютного зростання, в перехідній економіці знаходиться під впливом вже згадуваних об'єктивних факторів, що зумовлюють

високі ставки проценту по внутрішніх позиках. В Україні динаміку ставок доходності на первинному ринку запозичень демонструє табл. 3.3.

Аналізуючи загальну тенденцію в управлінні ставками доходності на первинному ринку, не важко помітити, що процес зниження вартості запозичень, який тривав до четвертого кварталу 1997 р., був визначальною рисою фінансового ринку (на що вплинули як макроекономічна стабілізація та зниження облікової ставки НБУ, так і лібералізація доступу нерезидентів до первинного ринку ОВДП). Однак з кінця 1997 р. тенденція до здешевлення запозичень змінилась на зворотну як до кінця 1998 р. (за рахунок дії перелічених факторів у зворотному напрямі та зростання попиту на гроші з боку уряду). З кінця 1998 р. емітент визначав ставку доходності вже не відштовхуючись від орієнтації на облікову ставку, що, в принципі, можна пояснити втратою ринком ОВДП значущості в процесі управління державним боргом. Викликає інтерес той факт, що Мінфін вдавався до управління строковою структурою боргу у ОВДП з допомогою ставки доходності тільки епізодично, через що диференціація їхнього рівня на первинному ринку визначалась не критерієм строковості боргових інструментів, як це має місце за звичай на розвинутих фінансових ринках [18, С. 186-188], а потребою уряду у фінансових ресурсах.

Таблиця 3.3.

Динаміки доходності по ОВДП на первинному ринку в розрізі строковості інструментів, %

Показники		28 днів	63 дні	91 день	182 дні	273 дні	364 дні	546 днів
1995	На початок року	-	-	254,28	257,54	252,19	-	-
	В середньому за рік	-	-	162,87	165,23	161,95	-	-
	На кінець року	-	-	109,36	110,14	109,98	-	-
1996	На початок року	-	-	105,85	106,98	105,55	103,84	-
	В середньому за рік	-	-	73,59	75,3	71,22	72,78	-
	На кінець року	-	-	48,46	59,36	61,37	61,20	-
1997	На початок року	-	-	29,87	34,51	40,62	44,61	-
	В середньому за рік	41,42	45,74	29,8	28,3	31,5	34,51	31,49
	На кінець року	41,98	50,93	42,40	44,02	44,54	45,39	36,5
1998	На початок року	-	43,61	49,05	43,91	44,56	46,41	-
	В середньому за рік	70,08	-	53,62	49,35	53,24	49,82	54,23
	На кінець року	-	-	-	39,72	-	37,6	36,7

Примітка. Розрахунки автора за матеріалами Емісійно-кредитного департаменту НБУ

Намагаючись не перекладати тягар по обслуговуванню боргу на недалеке майбутнє, емітент зіткнувся з тим, що політика пролонгації боргу почала суперечити політиці мінімізації майбутніх витрат на погашення заборгованості у державних цінних паперах: зростання процентних ставок на ринку робить невигідними більш довгі запозичення, оскільки, в майбутньому, процентні ставки можуть знизитись і емітент змушений буде обслуговувати дорогі довгі запозичення, виплачуючи занадто високі інфляційні премії. Саме тому в момент зростання процентних ставок Мінфін свідомо знижував строковий горизонт боргу в ОВДП, через що опинився у замкненому колі: інтенсивні запозичення на тлі втрати ринком привабливості підвищують доходність облігацій, а зростання доходності унеможливлює пролонгацію боргу (проблема цього також пов'язана із збільшенням ймовірності втрати довгими облігаціями валютної доходності, що власне і трапилось). Вихід із цієї ситуації Мінфін забезпечив через: 1) проведення реструктуризації боргу у ОВДП; 2) орієнтацією на часткове переведення внутрішнього боргу у зовнішній.

Реструктуризація боргу як активне знаряддя боргового менеджменту була застосована щодо зобов'язань за ОВДП з допомогою інструментарію конверсії. Конверсія державних облігацій була проведена, коли: 1) уряд вже втратив можливість підтримувати позитивне сальдо між розміщенням боргу та виплатами; 2) прискорилось виведення капіталу нерезидентів з ринку; 3) дефолт в Росії по внутрішньому боргу загострив кризу боргового та валютного ринку в Україні; 4) податкові надходження в бюджет не перекривали у короткостроковому періоді обсяг виплат по ОВДП. Намагаючись уникнути дефолту по внутрішньому боргу, Мінфін та НБУ розпочали процес примусової пролонгації боргу через конверсію коротких ОВДП у більш довгі. Проведена конверсія дала змогу зменшити виплати за борговими зобов'язаннями уряду у 1998 р. на 1214 млн. грн. та на 659,9 млн. грн. у 1999 р. Згідно умов реструктуризації, 16 комерційних банків конвертували свої ОВДП на суму у 803 млн. грн. за номіналом, що становить 35% вартості облігацій у активах українських банків, строком від року до чотирьох в залежності від

строковості боргових інструментів, якими володіли банки. Що стосується реструктуризації облігаційного боргу перед нерезидентами, то ця проблема була вирішена через конвертацію ОВДП на суму в 1,07 млрд. грн. у 2-річні єврооблігації з гарантованою валютною доходністю у 22% річних [28, С. 23], в результаті чого у 2000 р., згідно даних Мінфіну, необхідно буде сплатити 349644545,8 дол. США основного боргу та 154 093 454,2 нарахованих процентів. Питання конверсії ОВДП, що перебувають у активах НБУ не було врегульовано одразу через розбіжності погляду сторін на цей процес. Однак у першому півріччі 1999 р. ОВДП, придбані Національним банком було реструктуризовано у два види цінних паперів: конверсійні процентні облігації на суму 1,259 млрд. грн. з терміном погашення 3-5 років та щомісячною сплатою доходу; середньо- та довгострокові конверсійні облігації на суму 6 млрд. грн., термін погашення яких коливається від 3 до 6 років, а відсотки сплачуватимуться щоквартально із пільговим періодом у 2,5 років [35, С. 9]. Враховуючи складну ситуацію з обслуговуванням державного боргу, умови реструктуризації облігаційного боргу перед НБУ вважаємо м'якими (проценти, нараховані по ОВДП, що придбані за рахунок емісії мають бути списані, а основна сума боргу — переоформлена у більш довгостроковий та частково списана).

Намагаючись проводити політику диверсифікації боргових інструментів, що пропонувались інвесторам, Мінфін розпочав епізодичну емісію облігацій на певну дату погашення. Ці інструменти асоціювались у торговців ринку з вже існуючими ОВДП і тому суттєвого значення в процесі запозичень не відігравали, при цьому порушуючи чітку строкову структуру ринкового боргу. Друга спроба Мінфіну диверсифікувати борговий інструментарій характеризувалась намаганням розширити коло власників державного боргу через реалізацію на практиці такої моделі управління ним як "демократизація боргу". З цією метою було випущено облігації внутрішньої ощадної позики: дворічні купонні облігації номіналом у 50 грн. (перший річний купон — 17 грн.; другий та третій — піврічні — по 8,5 грн.); загальна вартість емісії — 150 млн. грн. Внаслідок низької активності населення фактично було придбано менше третини випуску [99, С. 78]. Важливо відзначити,

що починаючи з вересня 1999 р., комерційні банки втратили монополію на участь у аукціонах з розміщення державних облігацій. По суті це означає, що емітент робить спробу розширити коло потенційних власників державного боргу через допуск до участі у первинних торгах небанків. Це, в цілому, повинно мати позитивні макроекономічні наслідки (запобігання загострення ефекту витіснення) і позитивні наслідки для управління внутрішнім боргом (підвищення конкуренції на ринку сприятиме мінімізації витрат на його обслуговування).

Україна, не маючи зовнішніх боргів до 1992 р., контрастує із непострадянськими трансформаційними країнами, які ще у дореформений період мали досвід залучення зовнішнього фінансування та управління зовнішньою заборгованістю. Крім того, Україна приєдналась до угоди про "нульовий варіант" розподілу активів та пасивів СРСР. Якби Україна не підписала цю угоду, то її зовнішній борг міг зрости одразу на 10-12 млрд. дол., а виплати по ньому необхідно було робити негайно, тоді як розподіл активів (зокрема низько ліквідних боргових активів СРСР) навряд чи би дав змогу уникнути дефолту. Зважаючи на те, що бюджетний дефіцит не був безпосереднім фактором зростання зовнішнього боргу аж до 1995 р., можна стверджувати, що визначальним чинником управління ним був стан у зовнішньому секторі, а базовим інструментом — укладання угод про відкриття кредитних ліній та списання на зовнішній борг простроченої заборгованості за постачання енергоносіїв.

Що стосується загальних рис управління зовнішнім боргом у країнах з перехідною економікою, що виявились обтяжені ним, то вони характеризуються спрямованістю на списання значної його частини перед офіційними кредиторами із поступовим переоформленням заборгованості перед Паризьким та Лондонським клубами кредиторів (Болгарія, Польща) або пролонгацією зовнішніх зобов'язань (Росія). Український уряд, здійснюючи управління зовнішнім боргом на першому етапі його розвитку (див. розділ 2.2) виходив з того, що: 1) не вдаючись до суттєвих структурних зрушень, накопичення зовнішнього боргу через відкладання у часі оплати поточного споживання переважно у державному секторі є засобом

підтримки підприємств; 2) обслуговувати боргові зобов'язання, які виникали у такий спосіб змоги не було, що й зумовило необхідність їх реструктуризації у більш строкові, однак вже з урахуванням не проведених амортизаційних виплат та прострочених платежів.

У такий спосіб Україна оформила заборгованість перед Росією на суму в 1.5 млрд. дол. США та 206 млн. дол., а кошти, отримані як міждержавний борг перед Росією було реорганізовано за схемою своп-борг/цінний папір в розмірі 1.13 млрд. дол. терміном на 13 років, включаючи 3 роки відстрочки процентних платежів (структура процентної ставки визначалась як LIBOR+2%). У 1994 р. за не сплату поставок газу з Туркменістану вартістю у 670 млн. дол. та прострочку платежів, цю заборгованість було реструктуризовано терміном на 7 років з щорічною і подальшою щоквартальною амортизацією боргу і виплатою процентів вже на загальну суму у 715 млн. грн. (670 млн. дол.+45 млн. дол. нарахованих процентів) [92, С. 64-65].

Іншою важливою реструктуризаційною угодою України на цьому етапі було переоформлення заборгованості перед РАТ "Газпром" за постачання газу в облігації зовнішньої державної позики. Ця перша спроба сек'юретизації державного боргу реалізувалась в рамках напрацьованих світовим досвідом параметрів реорганізації комерційної заборгованості і, в цілому, вписується в практику застосування інструментів плану Брейді. Згідно останнього, якщо країна-рант'є має зацікавлення у продовжені співробітництва з країною-дебітором, то вона погоджується на переоформлення заборгованості у довгострокові зовнішні облігації (які мають вторинний обіг) під проценти, що нижчі за ті, які могли скластись для країни-реципієнта на світовому ринку. Так, під згадану заборгованість було випущено 280000 облігацій зовнішньої державної позики за номіналом 5 тис. дол. США на загальну суму в 1,4 млрд. дол. під 8;5% річних строком на 12 років з 3 річним пільговим періодом, протягом якого сплачуються тільки проценти. Ці облігації було передано кредитору. Амортизація цього боргу проводиться через викуп облігацій згідно графіка.

Аналіз управлінських рішень щодо зовнішньої заборгованості, яка виникла за результатами зовнішньоекономічних зв'язків, в першу чергу з Росією та Туркменістаном, дозволяє констатувати, що:

– проблеми, викликані повільним реформуванням реального сектора в Україні, відображались на швидкому нагромадженні зовнішніх зобов'язань як в абсолютному вимірі, так і відносно ВВП;

– трансформація зовнішніх зобов'язань у зовнішній державний борг через пролонгацію, реорганізацію та нарахування процентів прискорили зростання зовнішньої заборгованості України;

– заходи щодо управління боргом, в той же час, були спрямовані на формування довгострокової структури валових боргових зобов'язань;

– характер заборгованості, яка утворювалась у наведений спосіб, з одного боку дозволяє бути об'єктом врегулювання у політичному діалозі (наприклад: списання частини боргу перед Росією в рахунок оплати за оренду Чорноморського флоту та передачу бомбардувальників), з другого, — формувати пакет ринкових зобов'язань і, як наслідок, — репрезентувати себе на міжнародних ринках приватного капіталу.

У процесі управління структурою зовнішнього боргу Україна як і будь-яка країна з перехідною економікою як суверенний позичальник знаходиться в рамках макроекономічної ситуації, що визначає доступні джерела запозичення. Вихід на стабілізаційну траєкторію трансформації природно розширює можливості у формуванні ринкового боргу, а повільні реформи зумовлюють розвиток здебільшого неринкового боргу перед країнами — торговими контрагентами та міжнародними кредиторами. Водночас, боргові якості кредитів від міжнародних фінансових організацій є найвищими, що проявляється у вартості та строковості позик. Так, позики МВФ надаються під 5,75-6,25% річних (по технічних кредитах НБУ проценти не нараховуються) на термін від 3 до 8 років, що залежить від програми, яка реалізується Фондом. Позики Світового банку надаються під змінну проценту ставку (біля 7%), яка переглядається раз в півроку і базується на витратах банку за власними зобов'язаннями; позики надаються в середньому на 17 років із

п'ятирічною відстрочкою платежів. Кредити ЄБРР надаються під процент, що обчислюється як LIBOR+1% (для приватного сектора) та LIBOR+2% (для державного сектора). Цільовий характер кожного кредиту бреттон-вудських інститутів значно звужує їхній потенціал в управлінні державним боргом а обсяги є, на наш погляд, не спів мірним із обсягом вимог, які висуваються до країни позичальника. Крім того, МВФ, згідно меморандуму, забороняє спрямовувати надходження з джерел Фонду на погашення вже накопичених зовнішніх боргів (*окрім окремих домовленостей в рамках реабілітаційного кредитування*), інакше це був би найлегший спосіб для країни-реципієнта мінімізувати вартість обслуговування боргу, не вдаючись до системних трансформацій, а програма кредитування втратила би свій обумовлений характер. Надходження з джерел Світового банку та ЄБРР пов'язуються із результатами переговорів з МВФ і відносяться до категорії зв'язаних кредитів. В процесі формування структури погашення бюджетного дефіциту запозичення з джерел міжнародних фінансових організацій відіграють мінімальну роль, а тому майже не визначають вартість боргового тягаря для суспільства. Кредити МВФ розглядаються як елемент стабілізаційного механізму трансформації і опосередковано демонструють розподіл суверенного ризику по країнах: чим успішніше здійснюються макростабілізаційні заходи, тим довіра з боку приватних кредиторів зростає.

Саме покращення ситуації у макроекономічному середовищі в Україні впродовж 1997 р. дозволило формувати зовнішній борг на ринковій основі, а виходу на приватні ринки запозичень в процесі боргового менеджменту надавались явні преференції порівняно з іншими джерелами зовнішніх запозичень. Емісії єврооблігацій та облігацій зовнішньої позики почали розглядатись як: 1) джерело погашення бюджетного дефіциту; 2) інструмент трансформації внутрішнього боргу у зовнішній з метою його пролонгації та мінімізації поточної і майбутньої вартості обслуговування; 3) важіль переведення зовнішнього боргу на ринкову основу, *виключаючи залучення обумовлених кредитів з офіційних джерел; 4) спосіб*

покращення дефіцитного поточного рахунка платіжного балансу за рахунок його підсумкового врівноваження.

Можна констатувати, що погашення бюджетного дефіциту за рахунок зовнішніх запозичень з приватних ринків є політично нейтральним, тобто не тягне за собою якихось інших зобов'язань, окрім фінансових, та є мобільнішим у часі, ніж фінансування з офіційних джерел. Покращення платіжного балансу та усунення курсових коливань, принаймні, у короткостроковому періоді мінімізують витрати бюджету на обслуговування валютної складової платежів в рахунок погашення державного боргу. Окрім цього, Мінфін, розширюючи такий структурний компонент зовнішнього боргу як запозичення на міжнародних приватних ринках, сподівався на зниження вартості майбутніх емісій (за інших незмінних умов).

Політика трансформації внутрішнього боргу у зовнішній, як правило, розглядається з точки зору оцінки паритету процентних ставок на вітчизняному фінансовому ринку та міжнародному та перспектив динаміки валютного курсу. Оскільки паритет процентних ставок в Україні відсутній, то вирішення питання мінімізації поточної та майбутньої вартості обслуговування державного боргу знаходиться у площині курсових коливань та потенціалу пролонгації боргу. Зважаючи на те, що оголошений валютний коридор протягом всього 1998 р. був посередкованим засобом підтримки номінального курсу, а також на прийнятний вираз зовнішнього боргу у національній валюті, орієнтація на зовнішні ринки була виправданою. Однак зовнішні ринкові запозичення здійснювались Україною за низького кредитного рейтингу, що позначалось на строковості та доходності інструментів цих позик і не призвело до формування бажаної строкової структури ринкових процентних ставок: ці запозичення здійснювались на строк від 8 місяців до 2 років, ставки коливались від 14,99 до 18%. Незважаючи на це, Мінфін свідомо йшов на переведення внутрішнього боргу у зовнішній (декількома місяцями раніше подібну тактику боргового менеджменту вже обрала Росія). Про це свідчать такі дані: здійснені у 1998 р. зовнішні запозичення на суму 2,2 млрд. грн. були спрямовані на погашення ОВДП в розмірі 800 тис. грн., обслуговування

зовнішнього боргу — 548 млн. грн., соціальні виплати — 277 млн., поточні бюджетні видатки — 450 млн. [12, С. 22]. Заходи з конверсії ОВДП перед нерезидентами також перевели частину внутрішнього боргу у зовнішній, тобто у борг, виражений у іноземній валюті.

Політика формування зовнішнього боргу на ринковій основі мала такі наслідки:

– короткострокові запозичення не призвели до суттєвої пролонгації зобов'язань на стільки, щоб це мало позитивну макроекономічну реакцію;

– переважна частка амортизаційних та процентних платежів по цьому виду зовнішніх зобов'язань України припадає на обмежений відтинок часу протягом 1999 та ряду наступних років;

– значне навантаження на бюджет витрат по обслуговуванню та погашенню цього компонента боргу на тлі неможливості його пролонгації через закритість ринків для України, що відображає вразливість боргової політики до будь-яких кон'юнктурних коливань на вітчизняних та міжнародних ринках;

– розміщення частини позик у активах НБУ, яке говорить про те, що залучення ресурсів з приватних ринків проводилось, зокрема, і для фінансування втечі капіталу, через що їхній вплив на розвиток сукупного попиту практично мінімізувався;

– потенціал реструктуризації та переоформлення цієї заборгованості є об'єктивно низьким, що звужує можливості маневру при управлінні процесом обслуговування зовнішніх зобов'язань.

Оскільки макродестабілізація в державі та конверсія внутрішнього боргу унеможливили запозичення з приватних ринків, то уряд знову змушений перейти до орієнтації на запозичення з джерел МВФ та Світового банку, а реальна девальвація гривні у 1998-1999 рр. різко погіршила макроекономічну позицію зовнішнього боргу та посилила процентне навантаження на бюджет.

Враховуючи те, що: а) Україна опинилась у стані тліючої кризи платіжного балансу другого покоління, коли загальних надходжень з-за кордону та валютних активів центрального банку не вистачає для фінансування платежів в рахунок

погашення зовнішніх зобов'язань; б) процентні платежі є непосильними для бюджету, видатки якого набули "соціально-боргового" характеру, використання інструментів управління державним боргом має бути спрямоване на зниження боргового тягаря як для бюджету, так і для платіжного балансу.

Врегулювання зовнішнього боргу, в той же час, з точки зору кредиторів, пов'язане із обсягом потенційного трансфера, тобто тої частки надходжень бюджету, яка може бути капіталізованої ними. Для України як для дебітора, рішення щодо зменшення боргового тягаря і як наслідок — мінімізація потенційного трансфера, — мають відображатись на макроекономічній позиції зовнішнього боргу; без цього, розв'язання проблеми його обслуговування теоретично буде відкладатись за рахунок пролонгації строкової структури зобов'язань. Так, згідно теорії "боргового навісу" слідує: 1) якщо існує повна визначеність із майбутнім обсягом потенційного трансфера, якого недостатньо для погашення боргу, кредиторам слід списати частину боргу; 2) якщо існує невизначеність із майбутнім обсягом потенційного трансфера і якщо країна-дебітор хоче залишити за собою високу репутацію як позичальника, а кредитори на це погодяться, то держава та кредитори можуть йти шляхом пролонгації боргу, або шляхом його реструктуризації [23, С. 81-82]. Україна знаходиться у тій ситуації, коли обсяг трансферу відомий приблизно (в тому розумінні, що Парламент та Уряд по різному бачать проблему визначення частки бюджету, що може бути спрямована кредиторам), а єдиними потенційними позичальниками залишились міжнародні організації, кредити яких не розв'язують проблему державного боргу. Враховуючи практику врегулювання зовнішньої заборгованості в контексті реалізації макроекономічної політики, МВФ змінив своє ставлення до країн-боржників, пропонуючи останнім шукати шляхи реструктуризації боргу перед нерезидентами. Що стосується України, то позитивне ставлення Фонду до намагань полегшити борговий тягар, пов'язано з впливом таких факторів: 1) зміною загальної стратегії міжнародних офіційних кредиторів до країн, що намагаються проводити стабілізаційну політику, але при цьому — обтяжені боргом; 2) виконанням

овнішніх зобов'язань Україною навіть в неповному обсязі, яке призведе до виходу ідьового показника нижнього рівня міжнародних активів НБУ за межі, визначені у Меморандумі; 3) падінням покриття грошової бази резервами, яке може призвести о зриву реалізації програми та макродестабілізації тощо.

З відомих світовій практиці схем полегшення боргового тягаря основними є такі як викуп боргу, його списання, реструктуризація (з основним акцентом або на зменшення боргу, або на його пролонгації) та обмін боргу на облігації і/чи акції.

Викуп Україною боргу на вторинному ринку не можливий (як і для будь-якої постсоціалістичної країни), оскільки її зобов'язання там не обертаються і не вважаються мало ліквідними чи безнадійними.

Списання боргу як шлях полегшення тягаря за впливом на імідж країни ранжується між дефолтом та реструктуризацією. Однак, Україна як країна, що відчуває труднощі з обслуговуванням боргу, не може претендувати на такий крок з боку кредиторів з причин, серед яких можна виділити формальні та інституційні. Формальною причиною є те, що ні один індикатор обтяжливості країни державним боргом (окрім видатків бюджету на його обслуговування) не перетнув межу, за якою та чи інша країна вважається сильно обтяженою фінансовими зобов'язаннями перед закордоном.[1] Інституційні обмеження на списання боргу пов'язуються нами із характером структурних складових зовнішнього боргу як зобов'язань. Так, заборгувавши найбільше міжнародним фінансовим організаціям, Україна не може розраховувати на списання цього боргу, оскільки, згідно статуту цих інституцій, борг перед ними не може виступати як об'єкт переговорів про списання чи реструктуризацію, а видатки на його обслуговування незначні. Потенціал врегулювання боргу з Росією практично вичерпався. Окрім цього, ця країна сама обтяжена зовнішнім боргом і зацікавлена у обслуговуванні зобов'язань перед нею у грошовій формі. Списання боргу за облігаційними позиками неможливе як і з точки зору того, що оголошено пріоритет в обслуговуванні цих боргів, так із точки зору

---

[1] Для постановки питання про списання боргу необхідно, щоб рівень хоча б трьох індикаторів з чотирьох (борг/ВВП, борг/експорт, валові платежі/експорт, процентні платежі, експорт) був вищим за прийнятний.

того, що Україна орієнтуватиметься на це джерело запозичень у довгостроковій перспективі. Інші структурні складові зовнішнього боргу є не настільки значними окрім заборгованості за офіційними кредитними лініями), щоб можна було б ставити питання про їх списання.

Реструктуризація та обмін боргу на облігації, як інструменти зменшення боргового тягаря, також обмежені в застосуванні через дію вищезгаданих факторів. Україна, однак, вдалась до цього способу при врегулюванні заборгованості по облігаціях зовнішньої позики перед банком ING Baring: 20% позики на суму у 163 млн. дол. США, наданої під 17% річних, виплачується згідно графіку, а решта конвертується у нові облігації [114, С. 4]. Цей успіх України є епізодичний, але розроблену Урядом під керівництвом В.Ющенка програму реструктуризації комерційних боргів в рамках Лондонського клубу було схвалено, незважаючи на моральний ризик, який взяли на себе кредитори, погоджуючись пролонгувати облігаційні борги держави. Ми допускаємо, що за сприяння МВФ та під егідою Паризького клубу можна поставити питання про консолідацію заборгованості перед офіційними кредиторами. На суму консолідації емітувати облігації з подальшим розподілом між кредиторами пропорційно до їхньої частки у її вартості, а дилему — дисконт боргу + ринкові проценти чи пролонгація боргу + знижені проценти розв'язати через вибір першого варіанту. Механізм видачі гарантій уряду за офіційними кредитними лініями має бути гранично жорстким, а прострочені платежі мікроодиниць — стягнуті у примусовому порядку. В процесі реорганізації боргу за позиками інвестиційних банків доцільно розглянути перспективи обміну облігаційного боргу на акції підприємств, що приватизуються, або на облігації, що дають право зараховувати їхню вартість як ціну придбання об'єктів приватизації на аукціонах.

Як бачимо, структурна дивергенція зовнішніх зобов'язань України та дія формально-інституційних факторів обмежують потенціал зменшення вартості боргового тягаря з допомогою реструктуризаційних заходів. Можна констатувати, що Україна потрапила у так звану боргову пастку трансформації, коли навіть

незначна за світовими мірками обтяженість країни державним боргом, призводить до неможливості його обслуговування у повному обсязі, що є результатом перебування економіки на низькому рівні макрорівноваги на тлі повільних структурних реформ. Забезпечення первинного профіциту бюджету, сприяючи капіталізації податків кредиторами та порушуючи умови фіскального оптимуму при обміні податків на суспільні блага, дозволить зменшити державний борг у абсолютному вимірі. Як показують дослідження [69, С. 14-15], потенціал раціоналізації бюджетних видатків та покращення бюджетного планування не є вичерпаними остаточно. Запровадження нових податків, на наш погляд, є неможливим, а емісія на покриття боргу може розв'язати проблему внутрішнього боргу у короткостроковому періоді, а щодо зовнішнього, то такий шлях тільки погіршить боргову ситуацію. Крім того, проблеми управління державним боргом в Україні багато в чому зумовлюються особливостями трансформаційного переходу, а тому залежність боргового менеджменту від реформо орієнтованих рішень влади є актуальною. В цьому розумінні, важливо простежити взаємозв'язок боргової політики в Україні з макроекономічними заходами, які визначають модель управління державним боргом.

3.2. Взаємозв'язок боргової політики з макроекономічною політикою в Україні

Макроекономічні заходи у трансформаційній економіці мають ряд характерних ознак, що демонструють особливості як переходу до ринку, так і розвитку якісно нової моделі державного втручання у сферу економіки. Це пов'язано з тим, що:

1) процес переходу до макроекономічного регулювання здійснюється у системно-інституційному вакуумі, який заповнюється когерентно із розвитком трансформації;

2) реформування різних секторів та сфер економіки здійснюється з різною швидкістю, що пов'язано з: а) об'єктивними чинниками (різні компоненти економічної системи зазнають реформування з різною інтенсивністю через їхні функціональні, відтворювальні, технологічні особливості); б) суб'єктивними (трансформаційний процес певною мірою носить селективний характер, що

лов'язано як з етичним фактором ринкових перетворень, так і з соціальною доктриною трансформації);

3) макроекономічні заходи, в основному, мають особливості у достабілізаційній фазі трансформації (експансивна політика) та у стабілізаційній і постстабілізаційній фазі (рестриктивна та помірно стимулююча політика);

4) використання інструментів макрорегулювання владними інститутами відбувається дещо швидше, ніж вибудовується система передачі імпульсів політико-економічних рішень на сферу відтворення — кінцевий об'єкт регулювання;

5) формування каналів передачі імпульсів макрорішень відбувається з різною інтенсивністю упродовж трансформації. В залежності від особливостей галузево-відтворювальної структури та характеру ринкових перетворень, ефективність макрорегулятивних інструментів, зокрема важелів дефіцитного фінансування, буде диференційованою в міру розбудови згаданої системи передачі імпульсів.

Складові макрополітики — фіскальна, монетарна, відтворювально-інвестиційна, розділені за функціональними ознаками, є системно поєднаними, здійснюються у взаємопов'язаності з борговою політикою (яка, в принципі, є складовою фіскальної). Зміст взаємозв'язку між борговою та іншими видами макрополітики може проявлятись у таких його якісних формах: у формі безпосереднього зв'язку, коли ті чи інші рішення щодо державного боргу можна віднести безпосередньо до інструментів певного виду макрополітики; у формі непрямого (опосередкованого) зв'язку, коли макрорішення, що призводять або не призводять до змін якісних та кількісних параметрів державного боргу, реалізуються з допомогою використання боргових інструментів. Протягом процесу ринкових перетворень, форми взаємозв'язку взаємотрансформуються. Взаємозв'язок між борговою та загальною макроекономічною політикою є стійким та постійним, а також такий, що зумовлює існування поля дії взаємної детермінації, напруження у якому посилюється в міру макродестабілізації та послаблюється, коли макросистема знаходиться у відносно врівноваженішому стані.

Загальний вектор макроекономічної політики в процесі ринкових перетворень, в цілому, можна диференціювати за етапами трансформації (перший етап — лібералізація; другий — макростабілізація; третій — системні коректування [146, С. 54-63]), відповідно, спостерігатиметься тісний зв'язок між змістом макрорішень та напрямком реалізації боргової політики. Так, в Україні підтримання перманентного структурного дефіциту та збереження системи м'яких бюджетних обмежень у достабілізаційному періоді на тлі зростання цін розцінюється нами як намагання проводити експансійну макроекономічну політику. Інтенсивне дефіцитне фінансування, спрямоване на підтримку попиту в державному секторі та прийняття державою на себе боргових зобов'язань мікроодиниць з метою підтримки попиту у державному виробничому секторі відображають спробу запобігти трансформаційному спаду, не виходячи за рамки існуючої моделі системної організації відтворення та уникаючи глибокої лібералізації економічної діяльності. За таких обставин, коли, по-перше, канали передачі імпульсів макрорегулювання ще не розбудовані, по-друге, мікрорівень, перебуваючи у стані збурення пристосування до ринкового оточення, не спроможний реагувати еластичністю пропозиції на потужні сигнали з боку попиту, по-третє, реалізація потенціалу попиту відбувається за ірраціональної системної організації бюджетних видатків та розміщення ресурсів, монетизація бюджетного дефіциту, відображаючись на зростанні цін, практично залишила сферу пропозиції інертною до інтеграції стимулів пожвавлення. Зростання попиту у державному секторі в рамках активних фіскальних та монетарних заходів, що об'єднувались у системі дефіцитного фінансування, дозволяло підтримувати нераціональні господарські рішення за рахунок перекладання інфляційно-податкового тягаря на суспільство.

Підпорядковані експансійній макрополітиці процеси боргоутворення об'єднували у собі фіскальні та монетарні заходи. Це пов'язано із тим, що розширення внутрішніх активів НБУ компенсувало податкові недонадходження (емісія на покриття дефіциту), та тим, що інші патерналістські заходи фінансувались за рахунок емісії, яка списувалась на державний борг. У результаті,

намагаючись пожвавити ситуацію у реальному секторі, уряд проводив експансивну фіскальну та монетарну політику, через що інфляційний вибух посилив тенденції до розбалансування бюджету (ефект Олівера-Танзі), а, отже, дефіцитне фінансування перейшло на само відтворювальну основу.

Враховуючи вищесказане, у достабілізаційній фазі трансформації боргова політика перебувала у безпосередньому зв'язку з фіскальною та монетарною та виступила чи не головним знаряддям, з допомогою якого матеріалізовувались експансивні заходи з макрорегулювання.

Необхідність переводу макроекономічної політики у режим стабілізації зумовив перегляд ролі боргової політики у системі регулюючих заходів уряду. Однак цей процес має свої особливості:

1) у стабілізаційному періоді була здійснена спроба суттєво обмежити дефіцит бюджету з антиінфляційною метою. Однак фіскальну політику у цей період не можна визнати рестриктивною, оскільки монетизація дефіциту продовжувалась аж до 1997 р.;

2) важелі монетарного регулювання були підпорядковані цілям дефіцитного фінансування в тому розумінні, в якому фіскальний дисбаланс та структура покриття дефіциту правили за імператив грошової пропозиції центрального банку, який, водночас, застосовуючи наявні монетарні інструменти, проводив яскраво виражену рестриктивну політику;

3) інструментарій макростабілізації, враховуючи досвід реалізації подібних програм з бреттон-вудськими інститутами, в цілому, базується не стільки на рішеннях щодо державного боргу, скільки підпорядковує боргову політику завданням стабілізації, що в решті решт визначає тенденції у сфері державної заборгованості;

4) реалізація простабілізаційної політики якісно оновила систему взаємозв'язку між фіскальною і монетарною політикою з одного боку і з борговою політикою — з другого. Це пов'язано із тим, що окремі чинники боргоутворення (зокрема формування стабілізаційного валютного фонду та підтримка платіжного балансу) є

безпосередньо підпорядкованими завданням стабілізації, а інші — пов'язані із розвитком боргових інструментів у ринковому напрямі, — виявили себе як непрямі засоби проведення макроекономічної політики. Саме цим обумовлюється те, що, починаючи зі стадії стабілізації, в процесі трансформації заходи боргової політики, в міру розвитку ринково орієнтованих процесів (здебільшого у фінансовому секторі), з одного боку — зберегли свій безпосередній зв'язок з макроекономічними рішеннями, з другого — створили передумови для матеріалізації непрямого зв'язку з макрополітикою.

У світовій практиці відомі програми макростабілізації, в яких за номінальний якір обирається валютний курс (Польща, Естонія, Болгарія 1996 р.) або обсяг грошової маси (Україна, Росія, Латвія, Румунія) [15, С.27]. Можна вважати, що у системі макростабілізації, в якій грошова влада за орієнтир вбачає рівень валютного курсу, для підтримки його цільового значення необхідні значні міжнародні резерви для запобігання спекулятивним атакам. Як правило ці резерви формуються за рахунок накопичення зовнішнього боргу. Реалізація програм, в яких за орієнтир обирається грошова маса обумовлює ситуацію, коли, валютний курс, водночас, відіграє роль стримувача інфляції через свої сигнальні властивості. В цьому розумінні, накопичення міжнародних активів за рахунок позик в МВФ розглядається як важлива складова стабілізаційних програм. Крім того, вимоги з боку МВФ щодо обмежень на коливання нижньої межі валютних резервів центрального банку передбачають обмеження розширення резервних грошей, не покритих валютними активами. Тобто проекспансивні рішення грошової влади обмежені у реалізації рішеннями боргової політики щодо зовнішніх запозичень за умов, що інші цільові показники (валютний курс, інфляція) не мають вийти з під контролю.

В Україні при здійсненні програми макростабілізації за номінальний якір було обрано грошову масу, однак саме з допомогою кредитного співробітництва з МВФ, НБУ розпочав формувати значні активи та пасиви у валюті. Так, протягом 1992-1994 рр. у сукупності валютні активи, будучи незначними, перевищували зовнішні

пасиви на 300,5 млн. грн. Відповідно активи у валюті за цей період склали 738 млн. грн., а пасиви — 437,5 млн. грн. Починаючи з 1995 р. ситуація радикально змінилась: по-перше, у цей період спостерігається швидке накопичення активів та пасивів у валюті; по-друге, зовнішні зобов'язання НБУ дотепер хронічно перевищують міжнародні активи. Так, у 1995 р. вимоги до закордону в активах НБУ склали 2027,1 млн. грн., у 1996, відповідно, 3729,0, у 1997 — 4479,4, а динаміка пасивів у валюті має такий вигляд: 2805,9 млн. грн. у 1995 р, 4342,8 — у 1996, 4640,6 — у 1997 р. Покриття грошової бази резервами, як показник забезпечення сталості валютного курсу в рамках макроекономічних рішень, також зазнало змін в процесі реалізації стабілізаційної програми. Становлячи у 1993 р. 10,6%, цей показник у 1994 р. (початок програми стабілізаційної програми) зріс до 46,6%, у 1995 — до 56,9%, а у 1996 р. досяг найвищої позначки за весь час — 74,9% [199, С. 728].

Опосередкований зв'язок боргової політики із заходами щодо макроекономічної стабілізації матеріалізувався у трансформації структури покриття бюджетного дефіциту. В результаті, створення та емісія ринкових боргових інструментів передбачала заміну емісійних кредитів НБУ та формування державного внутрішнього боргу на якісно новій основі. Однак: по-перше, фіскальний дисбаланс уряду підтримувався протягом етапу стабілізації на рівні, що значно нижчий, ніж на попередньому етапі, але вищий, ніж у тих транзитних економіках, де стабілізація та реформи були радикальнішими; по-друге, з переходом до формування структури покриття дефіциту за рахунок розміщення боргу на фінансовому ринку, в уряду з'явились реальні зобов'язання перед власниками боргу; по-третє, протягом 1995 р. уряд фактично був нетто-кредитором власників державних цінних паперів. Отже, можна припустити, що реалізація простабілізаційної боргової стратегії (за рахунок переходу до емісії ОВДП) мала не стільки фіскальне, скільки загально макроекономічне значення.

Здійснення макростабілізації, відображаючись на поглибленні реформ на мікрорівні, позначилось на уповільненні темпів безоплатного споживання

енергоносіїв сектором державних підприємств за рахунок накопичення зовнішнього боргу. Зважаючи на те, що підтримання попиту у цьому секторі призводить до накопичення пасивного боргу, процеси маркеталізації діяльності мікрорівня послабили дію економічних передумов пристосування боргоутворення до патерналістських заходів достабілізаційної макрополітики.

Якщо у достабілізаційний період та на етапі стабілізації простежується домінування безпосереднього зв'язку боргової політики з макроекономічними заходами, то у постстабілізаційному періоді інструменти державних позик все більше починають непрямо застосовуватись у регулюванні макропроцесів при одночасному збережені пануючої ролі запозичень держави за проведення фіскальної політики.

З огляду на реалізацію простабілізаційної доктрини трансформації, фіскальна політика мала би носити стримуючий сукупний попит характер. Водночас, фіскальні рішення уряду у постстабілізаційній фазі реформ зіткнулись з дією такої закономірності переходу до ринку, як повторна дестабілізація фінансової системи (описаної М. Домбровським), що і визначило пануючу роль дефіцитного фінансування у цій політиці. По-перше, аналізуючи вплив повторної фінансової дестабілізації на боргову політику, не важко помітити, що податкові недонадходження та посилення тенденцій до згортання активності у офіційному секторі, як результат постгіперінфляційного збурення (його зміст полягає у негативних реакціях мікроодиниць на радикальні дезінфляційні заходи), відобразились на інтенсифікації дефіцитного фінансування потреб держави, які ще не зазнали радикального зменшення. По-друге, не зважаючи на постстабілізаційний шок мікрорівня, первинний дефіцит бюджету, як індикатор м'якої фіскальної політики та передумова боргової експансії протягом 1995-1997 рр., в був значним (див. розділ 2.1), в результаті чого стимулюючі фіскальні заходи, в основному, реалізовувались з допомогою інструментарію державних витрат. По-третє, підтримання високих податкових ставок на етапі стабілізації з антиінфляційною метою було перенесено і на постстабілізаційний період, у якому вони виявились

непосильними для мікроодиниць, позбавлених інфляційних премій. Через це, формально, розширення видатків держави за рахунок позик не було альтернативою зниженню податкового тягаря. Саме тому пригнічення сукупного попиту з допомогою значних фіскальних вилучень уряд намагався компенсувати його стимулюванням за рахунок дефіцитного фінансування, що і призвело до протиріч у процесах фіскального регулювання з допомогою інструментів державних доходів та витрат. Отже, в цьому розумінні, боргова політика носила безпосередній зв'язок із фіскальними рішеннями уряду на макроекономічному рівні. Намагання підвищити сукупний попит у перехідній економіці з допомогою дефіцитного фінансування, не вдаючись до фіскальної рестрикції у постстабілізаційному періоді, наражаються на структурно-інституційні бар'єри. А. Зіденберг та Л. Хоффманн зауважують: "... як зазначив Корнаї (1994)... кейнсіанські ефекти будуть актуалізованими лише після того, як остаточно утвориться суворе бюджетне оточення: доки ж "соціалістичний" ухил урядових витрат у бік менш продуктивних секторів продовжуватиметься, такий ефект буде негативним" [63, С. 29]. Проведення м'якої фіскальної політики, що базується на борговій експансії, безвідносно до системних заходів, які би мали позитивні макро- і мікроекономічні наслідки, посилюватиме розбалансованість процесів відтворення. В результаті цього канали передачі імпульсів з боку рішень, що приймаються в рамках стимулюючої фіскальної політики, не тільки не зазнають становлення, а, навпаки, посилюються тенденції їхньої дезінтеграції. Прояв ефекту витіснення, посилений відносно жорсткою монетарною політикою, відображається на відриві реального сектора від грошового та бюджетного (як ми це показали у 2.3).

Боргова криза в Україні, поступове зниження рівня первинного дефіциту та необхідність забезпечення первинного профіциту бюджету з метою призупинення зростання державного боргу накладає об'єктивні межі на експансивність фіскальної політики. Перерозподіл податків на користь кредиторів та погашення державного боргу нівелюють стимулювання попиту навіть у короткостроковому періоді. В результаті мультиплікатор, дія якого викликається державними витратами, у

кількісному виразі буде мінімізуватись. Причому, потреба в обмеженні експансивних рішень фіскальної політики, актуалізуючись когерентно із інтенсивністю формування первинного профіциту, матиме необхідний характер саме тоді, коли, в міру поглиблення трансформації, економіка гіпотетично буде позитивніше реагувати на стимулюючі імпульси з боку розширення та реорганізації видатків державного сектора. Проблема реорганізації бюджетних видатків також тісно пов'язана із трансформацією прямих субсидій економічним агентам у непрямі. Як показано у деяких дослідженнях [63, С. 118-131], в міру становлення жорсткіших бюджетних обмежень на макрорівні у постстабілізаційному періоді, за відсутності системних зрушень, бюджетні обмеження на мікрорівні пом'якшуються. Тобто обмежувальні фіскальні заходи на макрорівні втрачають свою дієвість, оскільки попит у непродуктивних секторах економіки підвищується. На наш погляд, об'єктивною межею в проведенні такої політики є потенціал нагромадження державного боргу. Враховуючи його вичерпання та необхідність забезпечення первинного профіциту бюджету і певного рівня соціальних трансфертів у структурі видатків бюджету, боргова рестрикція має позитивно відобразитись на поглибленні реформ у бюджетній системі та підвищенні транспарентності витрачання державних коштів. В цьому розумінні, обмеження неефективного попиту у державному секторі компенсуватиметься зростанням граничної корисності при споживанні суспільних благ.

Монетарна політика, як складова макроекономічного регулювання, у міру посилення стабілізаційних тенденцій та поглиблення реформ вивільняється від безпосереднього зв'язку із борговою політикою. Перехід до фінансування дефіциту бюджету за рахунок позик на ринку, послаблюючи емісійну активність НБУ, якісно оновив взаємозалежність між приростом грошової маси та інфляцією, що має фундаментальне значення для монетарного регулювання макропроцесів. Так, якщо у період з 1992 р. до першої половини 1995 р., коли мало місце фінансування дефіциту за рахунок кредитів НБУ, лаг між приростом грошового агрегату М3 та інфляцією становив 3 місяці із кореляцією 0,701, то у період з кінця 1994 р. до

початку 1996 р. цей лаг подовжився до 4 місяців (кореляція склала 0,715). А дослідження зв'язку між приростом грошової маси та інфляцією з середини 1995 р. по 1997 р. показують, що із кореляцією 0,750, лаг подвоївся [65, С. 31]. На зростання лагу між експансивними рішеннями грошової влади та інфляцією, в основному, позитивно вплинуло два фактори: по-перше, якщо тенденція до зниження рівня останньої знаходиться у площині стабілізаційних процесів, то це автоматично підвищує лаг, в результаті грошова пропозиція може гнучкіше реагувати на процеси формування реального попиту на гроші; по-друге, перехід до боргового фінансування дефіциту виявився потужним поштовхом для розвитку фінансового ринку, в результаті чого частина грошової пропозиції реалізувала себе для обслуговування фінансових трансакцій, а не у формуванні "інфляційного навісу".

Розвиток ринку державних цінних паперів в рамках наближення боргової політики до ринкових стандартів якісно оновив інструментальний апарат монетарної політики.

В цьому аспекті взаємозв'язку боргової політики із монетарною можна виділити наступні тенденції:

по-перше, Національний банк отримав можливість реорганізувати систему рефінансування комерційних банків, запроваджуючи у практику монетарного регулювання операції РЕПО та ломбардне кредитування;

по-друге, в процесі розвитку вторинного ринку державного боргу НБУ отримав можливість проводити операції відкритого ринку, опосередковано впливаючи на динаміку процентних ставок та динаміку грошової маси. Як показують деякі дослідження [206, С. 365-378], саме операції відкритого ринку в системі регулюючих заходів центральних банків у трансформаційних економіках Центральної Європи справляють найвідчутніший вплив на поведінку банків;

по-третє, створення ринку державних цінних паперів дало можливість НБУ контролювати банківську ліквідність, мінімізуючи надлишкові резерви, через що обмежувався доступ спекулятивного капіталу на валютний ринок, а дозвіл банкам

формувати частину обов'язкових резервів за рахунок активів, розміщених у ОВДП, з одного боку збільшив привабливість останніх, з другого — полегшував банкам тягар по резервуванню;

по-четверте, динаміка ставок доходності на ринку державного боргу стала визначальним індикатором стану грошового сектора, позбавляючи цих властивостей облікову ставку НБУ, на яку, однак, вона орієнтувалась практично до часу зміни боргової політики щодо внутрішніх запозичень на при кінці 1998 р.;

по-п'яте, лібералізація доступу нерезидентів до торгів на первинному та вторинному ринку ОВДП дозволила НБУ розширювати міжнародні активи та покривати суттєву частину дефіциту поточного рахунку платіжного балансу;

по-шосте, формування резервів за рахунок запозичень Мінфіну давало можливість органам грошової влади в Україні послабити залежність від стабілізаційних кредитів МВФ, принаймні у короткостроковому періоді.

Незважаючи на розширення операційних можливостей монетарного регулювання з допомогою операцій на ринку державних запозичень, боргова експансія призвела не тільки до суперечностей між монетарною та фіскальною політикою, але й до суперечностей у системі грошово-кредитного регулювання на макроекономічному рівні. Зазначене є закономірністю практично більшості країн з перехідною економікою, в яких спостерігається реальна ревальвація на тлі дефіцитів у державному секторі, що супроводжується пом'якшенням грошово-кредитної політики [133, С. 100-121]. Однак інтенсивність прояву згаданих суперечностей корелює із інтенсивністю державних запозичень.

По-перше, незважаючи на м'яку фіскальну політику у постстабілізаційному періоді, яка тягнула за собою тою чи іншою мірою розширення грошової бази центрального банку, політика валютного курсу носила здебільшого стабілізаційний характер. Це пояснюється з одного боку тим, що вищому рівню доларизації внутрішніх розрахунків притаманна прив'язка ціноутворення до курсу валюти, а з другого тим, що саме динаміка валютного курсу є більш транспарентною в оцінці

стабілізаційної політики зокрема, та макроекономічної політики взагалі, незалежно від того, чи був валютний курс офіційно зафіксований, чи залишився плаваючим.

По-друге, як правило, у перехідній економіці та особливо в країнах, де мала місце стабілізація, в якій за номінальний якір обирався приріст грошової маси, центральні банки за операційну процедуру (вибір тактичних цілей монетарної політики) обирають безпосередньо грошову базу та валютний курс, а при таргетуванні грошової маси як проміжного орієнтира враховують динаміку грошової бази та рівень грошового мультиплікатора. В цьому розумінні, теоретично, виникає конфлікт цілей монетарної політики: приріст грошової бази, розміщуваний у внутрішніх або у зовнішніх активах центрального банку, автоматично ставить у залежність динаміку грошової маси від монетарних ефектів платіжного балансу, враховуючи те, що валютний курс є екзогенною макрозмінною. Так, коли спостерігатиметься приплив капіталу, центральний банк, запобігаючи ревальвації, буде розширювати грошову базу за рахунок збільшення зовнішніх активів, що і посилить інфляційні тенденції. З другого боку, відплив капіталу, зумовлюючи появу знижувальних тенденцій в динаміці валютного курсу, змусить центральний банк зменшити грошову базу на обсяг інтервенцій, помножений на номінальний валютний курс. Через це грошова пропозиція на внутрішньому ринку знизиться і ставка проценту зросте, а це викликатиме знов приплив капіталу з-за кордону у відповідності до дії ефекту паритету процентних ставок.

Враховуючи те, що вкладення у державні цінні папери практично безризикові і ставки доходності по них у перехідній економіці вищі за світові, саме боргова експансія уряду є тим фактором, який приводить у дію механізм переливу спекулятивного капіталу. Україна не одна країна, яка з цим зіткнулась, і прояв цього явища відбувається в міру посилення інтеграції фінансових ринків трансформаційних систем у світові.[2]

---

[2] Що стосується дослідження цього феномену, то випадок України описаний у [109,С.82-90], Росії — [45,С.13-33], Польщі — [209,С.357-364]

Так, в Україні інтенсивна пропозиція ОВДП на ринку, підштовхуючи процентні ставки, привабила капітал нерезидентів. Це, в свою чергу, збільшувало попит на гривню і унеможливлювало проведення політики помірної номінальної девальвації з метою підтримки зовнішньої рівноваги. При цьому, навіть за зниження процентних ставок на ринку, іноземний капітал був приваблений стабільним валютним курсом, що забезпечувало високу доходність ОВДП у валюті. Підтримка стабільного, по-суті фіксованого, валютного курсу з боку НБУ при запровадженні гривні носила неформальний характер і мала пропогандистське значення; при оголошенні валютного коридору, трохи похилого донизу, НБУ офіційно зобов'язувався підтримувати стабільність номінального валютного курсу. Тому приплив капіталу на ринок ОВДП призводив до зайвої його ревальвації, а намагаючись послабити цей процес, НБУ розширював грошову базу за рахунок формування зовнішніх активів, що дуже добре ілюструє табл. 3.4.

Таблиця 3.4.

Деякі монетарні показники України у постстабілізаційному періоді трансформації

Показники	**1996**	**1997**				**1998**			
		3.97	6.97	9.97	12.97	3.98	6.98	9.98	12.9
Грошова база, млн. грн.	4882	5199	6121	7155	7058	7095	7269	7534	8604
Приріст грошової бази за рік, %	-	-	-	-	144,6	-	-	-	121,
Грошова маса, млн. грн.	9364	9725	11102	12320	12541	12960	13458	14327	1572
Приріст грошової маси за рік, %	-	-	-	-	133,9	-	-	-	125,
Чисті внутрішні активи, млн. грн.	5380	5543	6011	6694	7092	7112	8794	10731	1407
Приріст чистих внутрішніх активів за рік, %	-	-	-	-	131,8	-	-	-	198,
Чисті міжнародні резерви, млн. грн.	-490	-344	110	461	-33	-17	-1524	-3197	-547
Приріст чистих міжнародних резервів за рік, %	-	-	-	-	1512,1	-	-	-	16578
Чисті міжнародні резерви, млн. дол.	-270	-191	61	256	-18	-9	-762	-1549	-159
Валові міжнародні резерви, млн. дол.	1941	2028	2285	2452	2340	2400	1771	880	685
Грошова бази / резерви, %	75	72	69	64	63	69	50	40	38

Примітка: [126, С. 84]

За припливу капіталу на ринок ОВДП, НБУ не намагався стерилізувати розширення зовнішніх активів. Це підтверджують дані табл. 3.4.: приріст чистих міжнародних резервів значно перевищував приріст грошової бази, грошової маси та чистих внутрішніх активів, однак покриття резервних грошей валовими валютними активами зменшувалось. Експансивні рішення НБУ на цьому етапі також пов'язуються із

зниженням норми резервних вимог та зниження процентної ставки навіть на тлі зростання дефіциту бюджету.

Відплив капіталу з ринку ОВДП при збереженні за рівнем валютного курсу як тактичної, так і проміжної цілі монетарної політики автоматично ретранслювалось на необхідності переведення її у режим рестрикції. Однак підвищення процентної ставки та доходності на ринку державного боргу не могли протистояти відпливу капіталу. Намагаючись підтримати курс на заданому рівні, НБУ покриваючи репатріацію капіталу, стерилізував активне придбання ОВДП на вторинному ринку з метою недопущення різкого падіння ставок, та на первинному, — з метою кредитування уряду за рахунок втрати резервів. Ці процеси відображає табл. 3.4: приріст внутрішніх активів з кінця 1997 і весь 1998 р. перевищував приріст як грошової бази, так і грошової маси, а покриття грошової бази різко знижувалось. Втрачаючи валютні резерви та застосовуючи наявний апарат рестрикції кредиту, НБУ вдалось обмежити приріст грошової маси (хоча інфляційні тенденції посилились) за рахунок стискання сукупного попиту та девальвації (при одночасному пониженні валютного коридору.

Вищезазначене підтверджує думку про те, що за інтенсивної боргової експансії, як це мало місце в Україні, загострюються суперечності між фіскальними та монетарними заходами на макрорівні. Намагання грошової влади контролювати одразу два показники: грошову масу та валютний курс, при одночасному прирості швидкими темпами внутрішнього боргу у довгостроковому періоді є неможливим, а у короткостроковому — обмежується спроможністю держави запозичувати ззовні (зокрема фінансувати втечу капіталу). Останнє посилює залежність монетарної політики у підтримці валютного курсу від стабілізаційних кредитів МВФ в рамках програми EFF, що і відбилось на тенденціях структуралізації зовнішнього боргу України.

Враховуючи те, що домінування у структурі зовнішнього боргу частки кредитів з джерел міжнародних організацій пов'язується успіхом макроекономічних заходів та глибиною трансформації, рішення монетарної влади більшою мірою приймаються у безпосередньому зв'язку із вектором боргової політики при посиленні коливань

По-друге, частка інвестицій у оборотний капітал також зазнає звуження за трансформації, що пояснюється відходом від практики формування наднормативних запасів сировини і комплектуючих та лібералізацією діяльності мікрорівня.

По-третє, частка споживання у перехідній економіці зростає, вивільняючись від обмежень, породжених екстенсивним ростом на попередньому етапі, та інтегруючи стандарти "сервісної економіки". Наведені тенденції тою чи іншою мірою характерні і для України, що демонструють дані табл. 3.5.

Формальний аналіз взаємозв'язку боргової політики з відтворювальною дозволяє стверджувати, він матиме безпосередній характер за адекватної моделі управлінням розміщенням мобілізованих у позику ресурсів, у всіх інших випадках — непрямий.

У цьому розумінні, *перший випадок демонструє корелятивність* зв'язку між приростом державного боргу, як наслідку дефіциту, та пропозицією суспільних благ або споживчого, або капітального характеру. В Україні зростання державного боргу не опосередковувало зростання обсягів продуктивних інвестицій. Споживання державного сектора, що каталізувалось з допомогою інструментів дефіцитного фінансування, носило виключно поточний характер, оскільки капітальні видатки є набагато меншими за обсяг дефіциту. Так, згідно підрахунків МВФ, у 1992 р. питома вага бюджетного дефіциту у ВВП на 27,1% перевищувала державні капіталовкладення у % ВВП, у 1993 р., відповідно, на 8%, у 1994 — 4,4%, у 1995 — 2,3%, 1996 — 1,9%, у 1997 — 5% [63, С. 84], при цьому частка кінцевих споживчих витрат сектора загальнодержавного управління у ВВП має тенденцію до зростання. "Золоте правило" державних фінансів (приріст державного боргу має кореспондувати з приростом інвестицій) в українській економіці не дотримується. Крім того, капітальні видатки уряду: по-перше, здійснюються більшою мірою у відповідності до пріоритетів патерналістського характеру, ніж у відповідності із критеріями стимулювання росту на основі якісно нового поєднання технології та виробничих факторів у "сферах прориву"; по-друге, механізм прийняття рішень про державне інвестування продовжує функціонувати в рамках політико-інституційної системи бюджетного фінансування, що не зазнало глибокої трансформації; по-третє, здійснювані капітальні видатки не є високопродуктивними інвестиціями у західному

розумінні, що якщо і не призводить до стискання новоствореної вартості, відображається на слабкому мультиплікативному ефекті; по-четверте, вітчизняна методика обрахунку витрат на капітальні та виробничі інвестиції базується на затратному підході, що спотворює транспарентність рішень фіскальної влади у цій сфері на макроекономічному рівні (фактичні видатки бюджету за відповідними статтями хронічно перевищують обсяги запланованого фінансування). Перелічені особливості інвестиційної активності уряду є чинниками зниження граничної корисності капітального споживання держави для суспільства та консервації ситуації, пов'язаної із перебуванням економічної системи на низькому рівні макрорівноваги.

Активного впливу держави на формування тенденцій у відтворювальній площині трансформації з допомогою боргових важелів, на наш погляд, можна досягнути через перехід від існуючої моделі організації бюджету, до моделі функціонального розділення його структурної композиції на поточну та інвестиційні складові та адекватну цим процесам диференціацію позикових інструментів. Інструменти запозичень мають бути чітко розділені на ті, з допомогою яких емітент покриватиме касові розриви бюджету (казначейські векселі) та ті, з допомогою яких формуватиметься бюджет розвитку; бюджет поточних видатків має бути збалансованим, а бюджет розвитку — мати незначний дефіцит у довгостроковому періоді (не більше 2% ВВП). Це, на наш погляд, дасть можливість підпорядкувати боргову політику не тільки завданням фінансової стабілізації на макрорівні, але й виробничій стабілізації із відповідним перенесенням акцентів стимулювання пожвавлення кон'юнктури у сектор пропозиції.

– Однак, при виборі сфер інвестування необхідно врахувати наступні тенденції:

дефіцит фінансових ресурсів у трансформаційній системі, що перебуває на низькому рівноважному рівні, зумовлює необхідність державного інвестування не на основі кількісних критеріїв, а на основі якісних. Це дозволить піднести технологічний рівень об'єктів прикладання капіталу на радикально вищий щабель, відповідно, оновлюючи виробничо-господарські системи у напрямку забезпечення інтенсивного росту;

– витрати бюджету розвитку мають спрямовуватись на забезпечення виробництва тих суспільних благ, пропозиція яких приватним сектором є не можливою в силу слабкого фінансового потенціалу останнього. Ці видатки повинні виступити важелями поглиблення трансформації та не антагонізувати із становленням ринково орієнтованої системи розміщення ресурсів;

– здійснення капітальних видатків має ґрунтуватись не на основі стандартів індустріального суспільства, згідно яких, при борговому фінансуванні потреб держави, суспільство не збіднюється тільки за рахунок приросту фіксованих активів економіки), а на основі тенденцій становлення постіндустріальної цивілізації. Це, як показано у дослідженні В. Андрущенка [2,С.66-70], вимагає оновлення методології визначення інвестиційних витрат на основі віднесення до них видатків на НДДКР та фундаментальні дослідження, інвестицій у "людський капітал" тощо, корисність яких буде споживатись і теперішнім, і майбутнім поколіннями. Враховуючи вищесказане, здійснення боргової політики на макрорівні має щільніше детермінувати реструктуризацію мікрорівня, стимулюючи роль інноваційних аспектів розвитку в процесі трансформації.

Боргова політика, підпорядковуючись макроекономічній доктрині та справляючи вплив на ряд макрозмінних, виступає як додатковий канал ретрансляції імпульсів заходів уряду на відтворювальні тенденції. Передача імпульсів, причому здебільшого, носить прихований характер, оскільки процеси відтворення зазнають непрямого впливу з боку трендів макропараметрів, на які заходи дефіцитного фінансування справляють як прямий, так і непрямий вплив. В даному випадку, інтенсивність непрямого впливу з боку політики щодо державних запозичень на формування відтворювальних пропорцій буде визначатись ступенем їхньої чутливості до динаміки макроекономічних змінних, тренд яких викристалізовується (або формується) з допомогою боргових заходів. Аналізуючи зв'язок між формуванням відтворювальних пропорцій (в першу чергу — нагромадження, споживання, чистий імпорт) та їхньою динамікою, слід врахувати, що вони (державні видатки, валютний курс, процентна ставка) є макроекономічними інструментами, з допомогою яких досягається наближення до стану внутрішньої та зовнішньої рівноваги. У її полі дії доцентрових сил і визначається вектор динаміки складових

відтворювального процесу, що відображає внутрішній зміст потенціалу економічної системи, її здатність виходити на новий рівноважний рівень. Саме відтворювальний процес є своєрідною зв'язною ланкою між чутливістю рівноважного стану макроекономічної системи та чутливістю до боргової експансії утворення відтворювальних пропорцій, які формуються під впливом наближення до внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Видатки держави, знаходячись із запозиченнями уряду у системному зв'язку, безпосередньо впливають на той чи інший тренд споживання та нагромадження в залежності від структури бюджетних витрат та розміщення, мобілізованих у борг, ресурсів. Однак, державні видатки, стимульовані запозиченнями уряду, окрім своєї яскраво вираженої зорієнтованості на поточне споживання є чинником, який більшою мірою, як показано в дослідженні І. Радіонової, впливає на стан зовнішньої рівноваги, ніж на стан внутрішньої [137, С. 10-15]. В даному випадку, розширення споживання у державному секторі призводить до посилення розбалансованості поточного рахунку платіжного балансу, чому сприяє випереджаюче зростання внутрішніх цін над темпами девальвації. Це пов'язано із тим, що розширення споживання державного сектора також опосередковує зростання попиту населення. А споживча експансія домогосподарств на тлі низької конкурентоспроможності вітчизняних мікроодиниць реалізовує себе у збільшенні імпорту, сприяючи накопиченню девальваційного потенціалу. Так, враховуючи дані табл. 3.5, можна простежити когерентне зростання частки кінцевих витрат сектору загальнодержавного управління, домогосподарств та чистого імпорту у структурі ВВП за категоріями використання.

Підтримання номінального валютного курсу із стабілізаційною та антиінфляційною метою теоретично само собою виступає в якості чинника, що стимулює споживання. Тобто, державні запозичення, здійснювані для підтримки платіжного балансу, імпліцитно виступають в ролі елемента, що визначає споживчо орієнтовані пропорції відтворення. На формальному рівні ці процеси можна представити у вигляді рис. 3.1.

Окрім того, що валютний курс є фактором впливу на домінування споживання у відтворювальних пропорціях, необхідно врахувати те, що він є суттєвим елементом в системі зв'язку вітчизняної продуктивності факторів та рівня цін з міжнародними. Як

показують деякі дослідження [107, С. 68-77], на початку трансформації в Україні реакцією на низький рівень продуктивності праці, вираженої обсягом ВВП на душу населення, та цін, відносно аналогічних показників у США, природно компенсувався заниженим валютним курсом. У постстабілізаційній фазі трансформації ціни в Україні перевищили 50% рівня США (за рахунок реальної ревальвації) за одночасного падіння середньодушового ВВП в 2 рази, а відносно США — у 3 рази. За таких обставин експортні галузі України зіткнулись з проблемою конкурентоспроможності, яку вдавалось підтримувати за рахунок зниження прибутку при одночасному зниженні продуктивності. За триваючого спаду та падіння продуктивності валютний курс буде завжди під загрозою обвалу, в силу вищепоказаних відтворювальних чинників, а підтримка його номінального рівня — обмежена потенціалом зовнішніх запозичень.

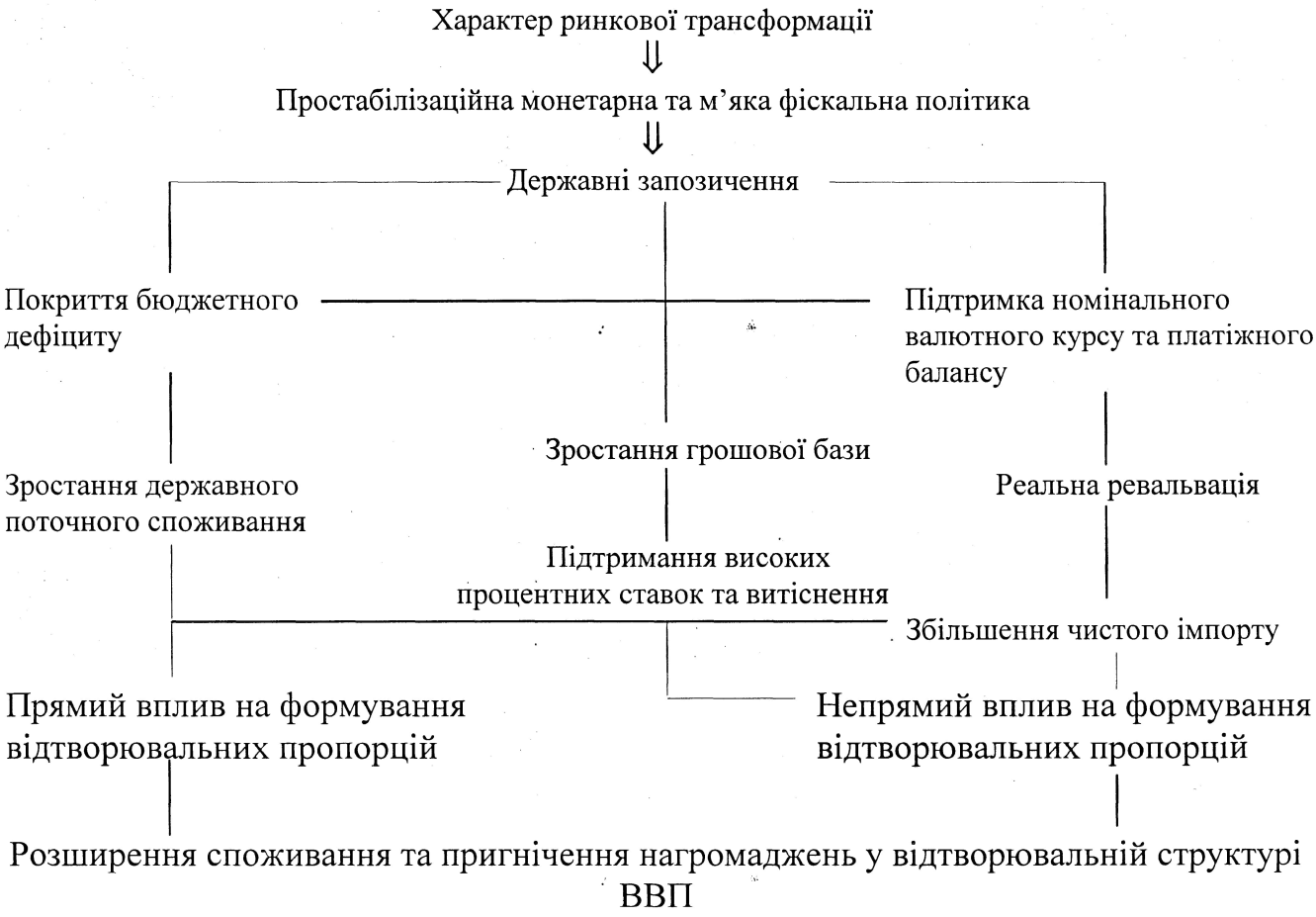

Рисунок 3.1. Вплив державних запозичень на відтворювальні процеси: макроекономічний аспект

Якщо поглянути на проблему формування тенденцій у відтворенні за одночасного збереження попередньої політики валютного курсу, то можна вважати, що підтримка його відносно високого рівня слугуватиме тим важелем, який забезпечить структурну трансформацію в напрямку адаптації ринкових витоків самоорганізації на мікрорівні і опосередковано запобігатиме тим неефективним рішенням, які на макрорівні будуть компенсуватись знижувально-пристосувальною динамікою валютного курсу. А зважаючи на гіпертрофовану питому вагу експорту-імпорту у ВВП та непридатність експортоорієнтованої політики зростання для України, подібне пасивне зниження курсу (як сам по собі стимулюючий експорт крок) для збереження прибутку у ряді неефективних секторів не матиме позитивних наслідків на відтворювальному рівні та для цінової стабільності в країні.

Проведення глибоких структурних трансформацій об'єктивно вимагатиме підвищення частки валових нагромаджень у ВВП. Поза як державні видатки зорієнтовані на сферу поточного споживання, а зв'язок між приростом інвестицій на макрорівні практично відсутній, необхідне більш інтенсивне використання процентної ставки для стимулювання нагромаджень. Оскільки вона використовується здебільшого як важіль кредитної рестрикції, що, зокрема, передбачає запобігання девальвації, на макрорівні виникатиме конфлікт цілей.

По-перше, якщо валютний курс у якості стабілізаційного якоря перебуватиме на рівноважному рівні за відносно високих процентних ставок, підтримуваних центральним банком, то їхнє зниження (враховуючи, що у стандартних кейнсіанських моделях інвестиції є оберненою функцією процента) призводитиме до його коливання у більш широкому діапазоні, ніж за умов відведення йому виключно стабілізаційної ролі. В результаті проценті ставки тяжітимуть до зростання.

По-друге, розширення інвестиційної складової загальних витрат та підтримка курсу як дві цільові змінні макрополітики потребуватимуть спрямування державних запозичень: а) на підтримку курсу на цільовому рівні із зниженням норми проценту, тим самим стимулюючи нагромадження; б) на внутрішні інвестиції (зокрема і через

відповідний вплив на грошовий ринок), завдяки чому частково задоволений попит на гроші дозволятиме підтримувати більш динамічну рівновагу на валютному ринку за більш низьких процентних ставок. В обох випадках боргова політика виступатиме в якості активної зв'язної ланки між макрополітикою та відтворювальними заходами. Однак це передбачає інтенсифікацію запозичень, на що Україні у короткостроковому періоді розраховувати не доводиться.

Зважаючи на те, що природа інвестиційної рецесії має фіскально-інституційний характер, розв'язання проблеми стимулювання нагромаджень знаходиться у площині зниження бюджетного та адміністративного навантаження на економіку. Крім того, це впливатиме на призупинення непродуктивного споживання та ріст чистого імпорту, що, відповідно, обмежуватиме розширення потенціалу боргової залежності у підтримці цільового рівня курсового співвідношення. Боргова політика, як активний елемент мароекономічного регулювання, у довгостроковій перспективі має виступити в ролі засобу стимулювання трансформаційних (системно-інституційних) зрушень, що відображатиметься на підвищенні ефективності відтворювальних заходів уряду без дестабілізації цін та грошово-валютних ринків. Відтворювальні пропорції, як внутрішнє відображення рівноважного стану макроекономіки, зазнають позитивних зрушень, зокрема в напрямку збільшення нагромаджень, викликаного ефективнішим рівнем використання виробничих факторів. Отже, відтворювальні пропорції, будучи об'єктом впливу багатьох чинників, мають зазнати безпосереднього впливу з боку боргової політики (створення бюджету розвитку). Вона повинна реалізовуватись у такий спосіб, щоб непрямий вплив (через динаміку макрозмінних, які є чинниками врівноваження макросистеми: процентні ставки, валютний курс) доповнював безпосередній, а не антагонізував з ним, в результаті чого економіка виходитиме зі стану низького рівня рівноваги та стагфляційної пастки.

Висновки до розділу 3

Управління державним боргом як складова системи макрорегулювання є своєрідною похідною вектору макрорішень, які, в Україні реалізуються у площині дезінтеграції із системно-структурним аспектом трансформації. Це передбачає підпорядкування боргової політики досягненню само заперечної мети — стимулювання попиту у державному секторі за умов здійснення мобілізаційної тактики запозичень та макростабілізація, глибина реалізації якої базується на борговому потенціалі країни, якщо не вдаватись до структурних реформ, націлених на зростання.

Становлення системи управління державним боргом має свої особливості на кожній фазі трансформації. Визначальними її рисами у достабілізаційному періоді є: використання неринкових інструментів (списання на державний борг, кредити НБУ тощо); здійснення запозичень безвідносно до оптимізації структури державного боргу та контролю за його позицією відносно ВВП. Використання ринкових інструментів стало можливим виключно на фазі стабілізації та у постстабілізаційному періоді. Однак, в Україні, пролонгація строкового горизонту боргу у ОВДП досягалась за рахунок активності нерезидентів та НБУ, причому проведений дисперсійний аналіз дозволяє констатувати ситуативність розміщення довгострокових паперів. Ставки на ринку є спадаючими за критерієм строковості ОВДП, і їхній рівень не дозволяє ефективно пролонговувати борг. Зовнішні ринкові запозичення не справили позитивного макроефекту, а структура зовнішнього боргу дивергована на стільки, що реструктуризація, як спосіб полегшення боргового тягаря, не матиме макроекономічних наслідків та суттєво не зменшить навантаження процентних платежів на бюджет.

Визначальне спрямування мобілізованих у борг ресурсів у сферу поточного споживання та рефінансування накопиченого боргу, підпорядковуючись макроекономічній доктрині трансформації, суперечить протіканню структурних реформ на відтворювальному рівні. В результаті, за вичерпання потенціалу державних запозичень, макросистема увійшла у стан повторної дестабілізації.

Взаємозв'язок між позиковою політикою та вектором макроекономічних заходів є стійким впродовж трансформації. При цьому:

– у достабілізаційній фазі боргова політика інтегрує у собі експансіонізм фіскальної та монетарної політики, а зв'язок між ними є безпосереднім;

– у фазі стабілізації взаємозв'язок між фіскальними і монетарними рішеннями та борговою політикою все більше набуває непрямого характеру, однак залишається безпосереднім у площині орієнтації системи запозичень на стабілізаційні кредити МВФ;

– у постабілізаційному періоді боргова політика віддзеркалює: по-перше, суперечності між експансивною фіскальною та відносно рестриктивною монетарною політикою; по-друге, посилення за інтенсивних запозичень суперечностей в системі як фіскальної (стримуюча політика щодо доходів та протилежна — щодо видатків бюджету), так і монетарної (намагання грошової влади контролювати одразу рівень грошової маси та валютний курс, яке обмежується потенціалом зовнішніх запозичень та практично руйнується за інтенсивних внутрішніх); по-третє, поглиблення кризи на відтворювальному рівні, через що економіка перебуває на низькому рівні макрорівноваги, що є результатом реалізації боргової політики за для підтримки валютного курсу і стимулювання державного споживання.

Отже, вихід із ситуації знаходиться в першу чергу у площині поглиблення системно-структурних реформ, а використання боргової політики з цією метою у довгостроковому періоді має опосередкувати посилення інноваційних аспектів мікроекономічної адаптації та реструктуризації.

ВИСНОВКИ

Теоретичний та емпіричний аналіз розвитку державного боргу у трансформаційний період дозволяє зробити наступні основні висновки.

1. У дисертації наведене теоретичне узагальнення і нове вирішення проблеми теоретичних підходів дослідження державного боргу за ринкової трансформації, що виявляється у розробці загальнотеоретичних положень, в яких обґрунтовується необхідність та закономірність його розвитку на етапі ринкових реформ на основі виявлених автором основних сутнісних ознак боргоутворення впродовж посттоталітарних перетворень. Такий підхід дав можливість не тільки сформулювати низку принципових висновків щодо теоретичних узагальнень стосовно феномену державного боргу у трансформаційній економіці, але й запропонувати положення, що можуть бути використанні в процесі формулювання концепції боргової політики, та напрями вдосконалення боргових заходів у системі макроекономічного регулювання у перехідний до ринку період.

2. Бюджетний дефіцит, перебуваючи у скритій формі у командній економіці, як наслідок м'яких бюджетних обмежень на макро- та мікрорівні, трансформується у відкриту форму. Інерційність його відтворення та макродиспропорцій у зовнішньому секторі визначає необхідні передумови для розвитку державного боргу. Однак останній виконує комплексну функцію:

– пом'якшуючи процес розвалу командної та становлення ринкової системи, виступає як інструмент Парето-вдосконалення при вирівнюванні корисності при споживанні суспільних благ, що пов'язані із розбудовою нової суспільно-економічної та підтримкою старих елементів господарської системи;

– оплата споживання такого блага як створення нової, ефективнішої, економічної системи буде оптимально розподілятись між поколіннями, за умов, що кошти, мобілізовані у борг, спрямовуватимуться на каталізацію реформ. У

результаті кожне з поколінь прийме участь у фінансуванні видатків на трансформацію;

– перехід від монетизації дефіциту до боргового способу його фінансування та нагромадження державного боргу із стабілізаційною метою є альтернативою інфляційному оподаткуванню. Однак державний борг буде еквівалентним (за Рікардо) інфляційним податкам за появи боргових криз у випадку, коли запозичення (навіть із простабілізаційною метою) здійснюються безвідносно до системно-структурних реформ;

– технологічний занепад, інвестиційна напруженість та необхідність якісного оновлення відтворювальної системи перехідної економіки є визначальними чинниками формування попиту на державний борг.

3. Незважаючи на необхідність державного боргу у трансформаційній системі, закономірність його прояву полягає у низькій ефективності дефіцитного фінансування, що здійснюється для стимулювання попиту у державному секторі безвідносно до глибокої системно-структурної трансформації. Це пов'язано із наступними чинниками:

– мікрорівень, перебуваючи у стані збурення пристосування до ринкового оточення, реагує на імпульси з боку попиту нееластичністю пропозиції. Посилюються інфляційні тенденції, породжені монетизацією державного боргу, та зовнішній дисбаланс;

– інфляційне розширення початку трансформації створює специфічну сферу постгіперінфляційної дезорієнтації фінансового посередництва: процентні ставки не опускаються до рівня світових навіть за співставних рівнів інфляції. Визначальною рисою ринкової структури капіталу є її короткостроковість, через що зростання державного боргу визначається не стільки обсягами дефіциту, скільки вартістю та строковістю запозичень уряду;

– ефект витіснення у трансформаційній економіці носить більш гострий характер, ніж у розвинутій ринковій системі, оскільки державні запозичення здійснюються на тлі низького рівня монетизації, що є постгіперінфляційним феноменом, та високих процентних ставок. Останнє, зокрема, зумовлюється: відносно обмежувальною монетарною політикою; підтриманням банками значних надлишкових резервів, незадоволеним попитом на гроші у тих секторах, що виникли в процесі реформ; інвестиційною напруженістю, через що, процент на стадії спаду не опускається до найнижчої позначки, так як це мало би бути згідно класичних уявлень про діловий цикл.

4. Аналіз державного боргу у трансформаційній економіці України дозволяє виділити наступні закономірності та особливості цього процесу:

– визначальним чинником боргоутворення, формування складу та структури державного боргу є макроекономічне середовище, пануючі риси якого визначаються характером трансформації, на кожній з фаз якої розвиток державного боргу та управління ним має свої особливості;

– у достабілізаційний період розвиток внутрішнього боргу підпорядковується експансивній макроекономічній доктрині, що реалізовувалась через монетизацію бюджетного дефіциту, та патерналістським заходам. Розвиток зовнішнього боргу на цьому етапі є похідною диспропорцій, що виникли у зовнішньому секторі за збереження системи м'яких бюджетних обмежень для імпортерів. Характерною рисою боргових інструментів на цьому етапі є їхня неринковість;

– у фазі стабілізації, підпорядковуючи, певною мірою, боргову політику відповідній макродоктрині, розвиток внутрішнього боргу, переведений на ринкову основу, визначається станом фінансового ринку на попередньому етапі. Через це обсяги внутрішніх запозичень зростають швидше, ніж обсяги дефіциту, а структура зовнішнього боргу змінюється під впливом співробітництва з бреттон-вудськими інститутами, кредити яких спрямовуються у сферу стабілізації. Позиція державного

боргу відносно ВВП, за рахунок реальної ревальвації, врівноважується навіть на тлі швидкого нагромадження боргових зобов'язань держави;

– у постстабілізаційному періоді, боргова експансія за відсутності виробничої стабілізації зумовлюється не стільки обсягом первинного дефіциту, який зазнає зниження, скільки потребами у рефінансуванні та оптимізації структурних параметрів державного боргу. Однак, повне переведення внутрішніх та частково зовнішніх запозичень на ринкову основу не розв'язало цю проблему, а, навпаки, в умовах недовіри ринків до хиткого курсу реформ, є джерелом посилення макроекономічних коливань. В результаті, реальна девальвація одразу погіршує позицію державного боргу відносно ВВП, а визначальним чинником формування видатків бюджету стають видатки на його обслуговування;

– інтенсивні запозичення держави спотворюють розвиток грошового сектора. При цьому грошова пропозиція НБУ практично повністю поглинається урядом, обсяги кредитування держави з боку банківської системи перевищують вкладення у приватний сектор. Циркуляція грошової маси відбувається всередині бюджетного та грошового сектора, що пов'язані функціонуванням ринку державного боргу, занепад якого не покращив ситуацію із спрямуванням грошової пропозиції у приватний сектор, а, навпаки, погіршив її;

– формування структури власників державного боргу безпосередньо пов'язано із рівнем сталості у сфері макроекономіки: в міру погіршення макроекономічної ситуації практично єдиними кредиторами українського уряду залишились НБУ та міжнародні фінансові організації.

5. Взаємозв'язок між борговою політикою та заходами з макрорегулюваня впродовж трансформації має стійкий та постійний характер, а використання тих чи інших інструментів управління державним боргом з одного боку є можливим виключно за певного спрямування макрополітики, з другого — вони є елементами в системі заходів з її реалізації. У достабілізаційній фазі трансформації боргова

політика синтезує у собі експансивні рішення грошової та фіскальної влади, а безпосередній зв'язок між ними опосередковує розширення попиту у державному секторі та збереження м'яких бюджетних обмежень для мікроодиниць; у стабілізаційній фазі взаємозв'язок між фіскальною і монетарною та борговою політикою набуває все більше непрямого характеру, однак є безпосереднім у тій частині цілей запозичень, що підпорядковані створенню макростабілізаційного механізму трансформації; у постстабілізаційному періоді роль непрямого взаємозв'язку боргових заходів з фіскальними та монетарними рішеннями посилюється, однак відсутність глибокої мікрореструктуризації та глибоких системно-структурних реформ зумовлюють погіршення макроекономічого стану системи, через що вектор державних запозичень знову тяжіє до сфери формування механізму стабілізації. У постстабілізаційний період особливо гостро проявляються суперечності: по-перше, між експансивною фіскальною та відносно стриманою монетарною політикою, через що підтримання валютного курсу та інфляції на рівноважному рівні має місце за більш високих процентних ставок; по-друге, посилюються суперечності всередині системи фіскальної політики (обмежувальна податкова політика та стимулююча видаткова) та монетарної (за інтенсивних внутрішніх запозичень та обмеженого доступу до зовнішніх ринків намагання підтримувати на цільовому рівні грошову масу та валютний курс виявляється неможливим та призводить до посилення рестрикції кредиту). Одним з наслідків такої ситуації є формування споживчо-орієнтованих відтворювальних пропорцій ВВП.

6. Враховуючи вищесказане та спираючись на окреслені напрями вдосконалення боргової політики в системі макрорегулювання вважаємо, що:

– у короткостроковому періоді боргові заходи уряду мають бути спрямовані на зменшення боргового тягаря для бюджету через проведення масштабних реструктуризаційних операцій, вдосконалення процесу бюджетування, розширення діапазону курсових коливань, що дозволить зменшити потребу в зовнішньому

фінансуванні для підтримання платіжного балансу та знизити процентні ставки з метою стимулювання інвестиційної активності;

– у довгостроковому періоді, коли утвориться більш ринкове мікросередовище, фінансові ринки висловлять довіру до реформ, а видатки бюджету будуть більш транспарентними, система дефіцитного фінансування має забезпечити інвестиційне підкріплення всебічної структурної перебудови та мікроекономічної реструктуризації. Інституціональним механізмом цього має виступити створення бюджету розвитку, функціонування якого має підпорядковуватись критеріям становлення постіндустріального типу виробничо-господарських систем.

ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітична записка до Проекту Закону України "Про державний внутрішній борг України на 1996–1997 рік". — К., 1998. — 16 с.

2. Андрущенко В. Західні технології диверсифікації та інтенсифікації інвестицій // Матеріали Четвертої міжнародної конференції "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти". Ялта—Форос. 1999. — Тернопіль: ТАНГ, 1999. — С. 66–70.

3. Андрущенко В. Л. Західна фінансова думка про природу державних фінансів // Фінанси України. — 1996. — №9. — С. 21—25.

4. Аткинсон Э. Б., Стиглиц Дж. Э. Лекции по экономической теории государственного сектора: Учебник / Пер. с англ. под. ред. Л. Л. Любимова. — М.: Аспект Пресс, 1995. — 832 с.

5. Афонцев С. Внешняя задолженность Росси // МЭиМО. — 1998. — №7. — С. 5–18.

6. Баланс зведеного бюджету та фінансування дефіциту бюджету // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С.58.

7. Бакун О. Ціна надмірного державного споживання // Вісник НБУ.— 1998. — №10. — С. 49—51.

8. Бакун О. 60 днів антикризової програми // Вісник НБУ. — 1998. — №12. — С. 12—13.

9. Барановський О. Боргова безпека // Банківська справа. — 1998. — №4. — С. 60—64.

10.Барановський О. Боргова безпека // Банківська справа. — 1999. — №1. — С. 28—32.

11.Барановський О. Державний борг України в системі економічної безпеки // Вісник НБУ. — 1997. — №4. — С. 42—45.

12.Береславская Е. Обзор рынка ОВГЗ // Финансовые риски. Аналитический обзор. — 1998. — №2. — С.17—22.

13.Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. — М.: Дело Лтд, 1994. — 720 с.

14.Бондарук Т. Г. Зовнішній державний борг України та механізм його обслуговування // Фінанси України. — 1999. — №5. — С.94—102.

15.Бофингер П., Флассбек Г., Хоффманн Л. Экономика ортодоксальной монетарной стабилизации: пример России, Украины и Казахстана // Вопросы экономики. — 1995. — №12. — С. 26—44.

16.Браун С. Іноземна допомога на практиці // Пер. з англ. О. Матвієнко. — К.: Основи, 1994. — 185 с.

17.Брегель Э. Налоги, займы и инфляция на службе империализма. — М.: Госфиниздат, 1953. — 359 с.

18.Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. — Київ: Молодь, 1997. — 1000 с.

19.Бузгалин А. В. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономии. — М.: Таурус; Просперус, 1994. — 472 с.

20.Бурда М., Виплош Ч. Макроэкономика: Учебник. — 2-е изд. / Пер. с англ. Г.В. Борисова, И.В. Розманнского, А.А. Фофонова, К.А. Холодилина. Под ред. к. э. н. Лукашевича, К.А. Холодилина — Спб.: Судостроение: 1998. — 544 с.

21.Бьюкенен Дж. Политическая экономия государства благосостояния // МЭиМО. — 1996. — №5. — С. 46—52.

22.Бюджет // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С.5.

23.Вавилов А., Ковалишин Е. Проблемы реструктуризации внешнего долга России // Вопросы экономики. — 1999. — №5. — С.71—77.

24.Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России // Вопросы экономики. — 1997. — №12. — С. 62—81.

25.Вавилов Ю. Я. Государственный кредит: прошлое и настоящее. — М.: Финансы и статистика, 1992. — 96 с.

26.Василик О. Д. Держані фінанси України. — К.: Вища школа, 1997. — 383 с.

27.Вахненко Т. Державний борг: Ситуація в Україні та досвід інших країн // Банківська справа. — 1997. — №6. — С. 27—30.

28.Вахненко Т. Державні запозичення в Україні: підсумки 1998 року // Банківська справа. — 1999. — №2. — С. 21—24.

29.Вахненко Т. Моделювання впливу внутрішніх державних позик на макроекономічну ситуацію в Україні // Економіст. — 1998. — №11. — С.26—41.

30.Вахненко Т. Тягар державного боргу: теоретичний аспект // Економіка України. — 1998. — №3. — С. 21—30.

31.Вахненко Т. Проблема обслуговування державного боргу України та шляхи її розв'язання // Банківська справа. — 1999. — №6. — С.10—13.

32.Вахненко Т. Фінансова стійкість держави // Економіст. — 1999. — №7. — С. 22—29.

33.Видатки бюджетів України, 1995—1999 роки // Квартальні передбачення. Дослідження економіки України. — 1999. — №1. — С. 83.

34.Видатки зведеного бюджету // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С.56.

35.Виконання бюджету та обслуговування державного боргу у 1 півріччі 1999 року: чи є зміни на краще? // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1999. — №7. — С.4—11.

36.Владова Н. Три фазы развития постсоциалистической экономики // МЭиМО. — 1996. — №5. — С. 5—20.

37.Внешняя торговля в новых независимых государствах / Под ред. К. Михалополуса и Д.Г. Тарра. Всемирный банк. Вашингтон. Округ Колумбия. — 1995. — 261с.

38.Гайгер Л. Макроэкономическая теория и переходная экономика: Пер. с англ. — М.: ИНФРА—М, 1996. — 560с.

39.Гайдар Е. Детские болезни постсоциализма.(О природе налогово-бюджетных кризисов этапа трансформации) // Вопросы экономики.—1997.—№4. — С.4—25.

40.Гапонюк М.А., Буряченко А.Є. Особливості розвитку ринку ОВДП // Фінанси України. — 1998. — №9. — С.68—77.

41.Гезліт Г. Економіка в одній лекції / Пер. з англ. — Львів.: Сейбр-Світло, 1995.—166 с.

42.Геєць В. Про політику економічного зростання в Україні // Банківська справа. — 1999. — №2. — С. 3–8.

43.Гладких Д. Державний борг як фактор інфляції // Вісник НБУ.—1998.— №7.—С. 26–28.

44.Государственные финансы: Учеб. пособие / В.М. Федосов, Л.Д. Буряк, Д. Д. Бутаков и др.; под ред. В. Л. Федосова, С. Я. Огородника и В. Н. Суторминой. — К.: Лыбидь, 1991. — 276 с.

45.Гранвилл Б. Проблемы стабилизации денежного обращения в России // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 13–32.

46.Гребеник Н. Грошово-кредитний ринок України за дев'ять місяців 1999 року // Вісник НБУ. — 1999. — №11. — С. 3–5.

47.Грей С. Управление государственным долгом // Банк Англии. Центр по изучению деятельности центральных банков. — Лондон, 1995. — 27 с.

48.Григорьев Л.В. В поисках пути к экономическому росту // Вопросы экономики. — 1998. — №8. — С. 35–55.

49.Грошові показники // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1999. — №1. — С.20.

50.Грошово-кредитна та банківська статистика // Бюлетень НБУ. — 1999. — №2. — С. 90–91.

51.Деякі попереджаючі індикатори фінансових криз // Огляд економіки та фінансів 1997–1998 // НБУ. — 1998. — №31. — 100 с.

52.Доповідь на пленарному засіданні Верховної Ради України Голови Національного банку України В.А. Ющенка // Вісник НБУ. — 1998. — №12. — С. 3–5.

53.Дорнбуш Р., Фішер С. Макраекономіка / Пер. з англ. В. Мусієнко та В. Овсієнко. — К.: Основи, 1996. — 814 с.

54.Дробозина Л.А. Финансы. Денежное обращение. Кредит — М.: Финансы, 1997. — 465 с.

55.Дюшен Ж., Сєкарєв О., Балакін Р., Папафіліппу А., Главіна В. Бюджетні обмеження та проблеми обслуговування зовнішнього боргу України // Економіст. — 1999. — №2. — С.50—56.

56.Економічна теорія: Макро- та мікроекономіка: Навч. посібник / За ред. З. Г. Ватаманюка та С.М. Панчишина. — 2-ге вид., доп. — Львів: Інтереко, 1998. — 708 с.

57.Евстегнеев В. Россия и кредитная политика МВФ и МБРР // МЭиМО. — 1996. — №5. — С. 5–16.

58.Жуков П. Долги по ГКО—ОФЗ надо возвращать // Финансы. — 1998. — №10. — С. 3–8.

59.Жукровска К. Преобразования переходного периода: теория и практика // МЭиМО. — 1995. — №6. — С. 114–120.

60.Загальноекономічна ситуація // Бюлетень НБУ. — 1999. — №1. — С. 3–6.

61.Заруба О.Д. Моделювання взаємозв'язку дефіциту бюджету, державного боргу та економічної динаміки // Фінанси України.—1997.—№12. — С. 5–18.

62.Заруба О.Д. Новий бюджетний дефіцит із старими проблемами// Фінанси України.—1996.—№6. — С. 5–23.

63.Зіденберг А., Хоффманн Л. Україна на роздоріжжі . Уроки з міжнародного досвіду економічних реформ – К.: Фенікс, 1998. — 477 с.

64.Зовнішня торгівля // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С. 74.

65.Зростання грошової пропозиції та інфляція в Україні у 1992–1997 роках // Огляд економіки та фінансів 1997–1998. — 1998. — №36. — 100 с.

66.Зухба Д. Парадокси державних короткострокових зобов'язань на інвестиційному ринку України // Банківська справа. — 1997. — №5. — С. 70–71.

67.Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис // Вопросы экономики.—1998. — №11. — С.20–35.

68.Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис // Вопросы экономики.—1998. — №12. — С. 12–31.

69.Іванік Н., Бастун Л, Чепурнова Н. Розвиток зовнішнього сектора економіки України у 1997 році // Вісник НБУ. — 1998. — №6. — С. 15–24.

70.Історія економічної думки: Навчальний посібник / Л.Я. Корнійчук, Н.О.Татаренко та ін. — К.: Фенікс, 1996. — 416 с.

71.Калдерн Л. Планирование и реализация стратегии управления долгом.— Семинары МВФ. — Б.м., 1995. — 15 с.

72.Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. — 1994. — №3. — С. 83–95.

73. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег . — М.: Прогресс, 1978. — 494 с.

74.Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 1: Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998. — 416 с.

75.Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998.—488 с.

76.Климко Г. Н. Альтернативні можливості залучення іноземних кредитів в Україну // Фінанси України. — 1998. — №10. — С. 11–22.

77.Козюк В. В. Проблема державного боргу в перехідній економіці України // Фінанси України. — 1999. — №5. — С. 85–94.

78.Козюк В. В. Центральний банк і грошово-кредитно політика. — Тернопіль: Джура, 1999. — 260 с.

79.Концепція економічної безпеки України // Економіст. — 1998. — №7–9. — С. 63—82.

80.Корнаи Я. Дефицит / Пер. с венгер. — М.: Наука, 1990.—607 с.

81.Корнаи Я. Трансформационный спад // Вопросы экономики. — 1994. — №3. — С. 4–17.

82. Корнєєв В. Єврогоризонти облігаційних позик: міжнародна практика й український досвід // Банківська справа. — 1999. — №6. — С. 36—40.

83.Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика // Вопросы экономики.—1998. — №11. — С. 36–64.

84.Круль О. Проблема вибору режиму валютного курсу в умовах становлення ринкової економіки // Вісник НБУ. — 1998. — №11. — С. 14–18.

85.Кузнецов В. С. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. — М.: Финансы и статистика, 1990. — 144 с.

86.Курс переходной экономики: Учебник для вузов / Под ред. акад. Л. И. Абалкина. — М.: ЗАО "Финстат Информ", 1997. — 640 с.

87.Кутідзе Л. С., Коваленко Н. М. Роль довгострокового кредитування в антикризовій інвестиційній політиці. Зб. наук. праць. — Луцьк: Ред.-вид. від. "Вежа" Волин. держ. ун-ту ім. Лесі Українки, 1999. — С. 68–72.

88.Лисенко О. А ти виконав умови Світового банку? // Галицькі контракти.— 1997.—№51.—С. 18–22.

89.Лисицький В. Тенденції внутрішньої стабілізації державних фінансів України // Економічний часопис. — 1998.— №4. — С. 16–18.

90.Лисицький В. І. Фінансові пріоритети України // Фінанси України. 1996. — №9. — С. 52–62.

91.Луцишин З., Бортнік А. Економіко-математична модель управління державним боргом // Вісник НБУ. — 1998. — №7. — С. 23–25.

92.Луцишин З. О. Зовнішня заборгованість і можливість її скорочення // Фінанси України. — 1996. — №9. — С. 63–67.

93.Луцишин З. О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія та реалії української економіки. — Тернопіль: Збруч, 1997. — 449 с.

94.Лушин. С. О. О финансовой стабилизации // Финансы. — 1998. — №16. — С. 8–13.

95.Льовочкін С. В. Проблема державного боргу (на прикладі США) // Фінанси України. — 1997. — №4. — С. 46–52.

96.Льовочкін С.В. Теоретичне обґрунтування державного боргу // Фінанси України. — 1997. — №1. — С. 65-70.

97.Лэктон Д. Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. — Б.м.—1996.—16 с.

98.Любенцова Т. Пролонгирование государственной задолженности — не роскошь, а необходимость // Рынок ценных бумаг. — 1997. — №9. — С. 24–28.

99.Лютий І. О. Ринок державних цінних паперів в Україні // Роль фінансово—кредитної системи у стимулюванні економічного зростання в Україні: Зб. наук. праць. — Луцьк: Ред.-вид. від. "Вежа" Волин. держ. ун-ту імені Лесі Українки, 1999. — С. 74–78.

100.Макконахи Р. Первичные дилеры на рынках государственных ценных бумаг. Банк Англии. Центр по изучению деятельности центральных банков. — Лондон, 1995. — 24 с.

101.Макконелл Р., Брю С. Макроекономіка. Пер. з англ. С. Панчишина та З. Ватаманюка / Львів: Просвіта, 1997. — 671 с.

102.Макконел Р., Брю С. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. 11-го изд. Т1. — М.: Республика, 1992. — 399 с.

103.Маркс К. Капитал. Т.3 // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. — К.: Політвидав, 1963. — Т.25., Ч.2. — 511 с.

104.Мау В. Политическая природа и уроки финансового кризиса // Вопросы экономики.—1998. — №11. — С. 4–19.

105.Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 592 с.

106.Меламед М. Заощадження та інвестиції української економіки в інституційних координатах // Вісник НБУ. — 1999. — №11. — С. 6–15.

107.Меламед М. Структурно ценовые пропорции и проблемы экономического роста в Украине: аспекты анализа // Финансовые риски. Аналитический обзор. — 1998. — №2. — С. 68–77.

108.Мельникова О. І. Здобути авторитет надійного фінансового партнера, або дещо про стан зовнішньої довгострокової заборгованості України // Вісник НБУ.— 1995.—№4. — С. 29–32.

109.Мізюк Б. М., Шевчук В. О. Зовнішні запозичення: вплив на економічну політику // Фінанси України. — 1998. — №9. — С. 82–90.

110.Мітюков І. О., Шаповалова М. М. Проблеми взаємодії бюджетної та монетарної політики в Україні // Фінанси України. — 1999. — №10. — С. 3–16.

111.Модернизация государственных долговых инструментов Франции. — Вашингтон: МВФ. Управление по денежно-кредитным и валютным операциям, 1996. — 18 с.

112.Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С.123–135.

113.Монетарні показники, що публікуються у збірнику МВФ "Міжнародна фінансова статистика" // Бюлетень НБУ. — 1998. — №11. — С. 130–132.

114.Моніторинг обслуговування зовнішнього боргу України: чи позаду найтяжче // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1999. — №4. — С. 4–5.

115.Морозов В. Анатомия кризиса — политика "отстроченной инфляции" // Вопросы экономики.—1998. — №9. — С. 26–32.

116.Надмірні державні витрати та реальне економічне зростання. Досвід транзитних економік // Огляд економіки та фінансів 1997–1998. — НБУ. — 1998. — №36. — С. 70–73.

117.Налогово-бюджетные проблемы переходного периода: достигнутые успехи и нерешённые задачи: Спец. выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. — Б.м., 1996. — 47 с.

118.Науменко В. Активніше працювати на зовнішньому ринку// Вісник НБУ.— 1998. — №7. — С.44–45.

119.Науменкова С. В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. — К.: Наукова думка, 1997. — 56 с.

120.Нікбахт Е., Гроппелі А. Фінанси / Пер. з англ. В. Я. Мусієнка. — К.: Основи, 1993. — 383 с.

121.Окремі монетарні показники України 1996—1998 рр. // Квартальні передбачення. Дослідження української економіки. — 1999. — №1. — С. 84.

122.Олійник О. Сучасний стан господарського механізму КНР // Економіст. — 1998. — №11. — С. 64–69.

123.Организованный рынок государственных ценных бумаг. — М.: Междунар. центр финансово-экономического развития, 1997. — 318 с.

124.Орешкин В. С. О состоянии внешнего долга России // Деньги и кредит. — 1999. — №2. — С.49–50.

125.Ослунд А. Уроки экономических преобразований в странах Восточной Европы // Вопросы экономики. — 1994. — №1. — С.97–106.

126.Основні показники монетарної політики України. 1996—1998 роки // Квартальні передбачення. Дослідження економіки України. — 1998. — №1. — С.84.

127.Основы банковского дела / Под ред. А.Н. Мороза. — К.: Либра МП, 1994.— 330 с.

128.Основы теории переходной экономики / вводный курс: Учеб. Пособие. — Киров: Кировск. обл. типография, 1996.—320 с.

129.Остапчук Я., Петрик О. Надмірні державні витрати і реальне економічне зростання// Вісник НБУ. — 1998. — №11. — С. 8–10.

130.Пичугин Б. Внешний долг России. Первая часть // МЭиМО. — 1995. — №6. — С. 21–31.

131.Пичугин Б. Внешний долг России. Вторая часть // МЭиМО. — 1995. — №7. — С. 65–75.

132.Поляков В. П., Московкина Л. А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА—М, 1996.—192 с.

133.Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других станах // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 100–122.

134.Порівняльний аналіз деяких макроекономічних показників України та інших країн з перехідною економікою // Огляд економіки та фінансів 1997–1998. — 1998. — №31. — 100 с.

135.Про основні параметри економічного та соціального розвитку України на 1998 рік. Протокольне рішення Кабінету Міністрів України. — Київ, 1997. — 34 с.

136.Радіонова І. Ф., Бурлай Т. В. Модель дефіциту бюджету України // Фінанси України. —1998. — №9. — С. 9–15.

137.Радіонова І. Ф. Макроекономічні засади розподілу ролей між Міністерством фінансів і Національним банком // Фінанси України. — 1999. — №2. — С. 10–15.

138.Раймент П. Трудный путь к рыночной экономике // МЭиМО. — 1996. — №5. — С. 64–77.

139.Редькін О.С., Какшаров О.В. Деякі оцінки практики обслуговування державного боргу України // Фінанси України. — 1997. — №5. — С.15—35.

140.Ринок облігацій внутрішньої державної позики // Українсько-європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1999. — №1. — С. 16.

141.Рогожин А. Облигации внутреннего государственного займа // Рынок ценных бумаг.—1997.—№7.

142.Розпутенко І. Управління державними видатками в перехідних економіках. К.: Основи, 1994. — 233 с.

143.Роккаса М., Мастропаскуа К. Лекции о деятельности центральных банков. — Рим: Банк Италии, 1996. — 262 с.

144.Рыбников А., Жемчугов А. Еврооблигации — катализатор экономического роста?// Рынок ценных бумаг. — 1997. — №23. — С. 5—9.

145.Савлук М. Грошово-кредитна політика та оцінка її ефективності // Вісник НБУ. — 1999. — №1. — С. 3–7.

146.Сакс Дж., Пивоварський О. Економіка перехідного періоду. Уроки для України. — К.: Основи, 1996.—345 с.

147.Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия: Пер. с англ. / ВВСМРМ. — М.: Экономика, 1994. — 331 с.

148.Сакс Дж.Д., Ларрен Ф.Б. Макроэкономика. Глобальный подход. — М.: Дело. — 1996. — 848 с.

149.Самуэльсон П. А., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. — М.: "Изд-во БИНОМ", 1997. — 800с.

150.Саркисянц А. Россия в системе мирового долга // Вопросы экономики. — 1999. — №5. — С. 94–108.

151.Сениченко Д. Світовий банк та Україна // Вісник НБУ.—1998.—№10.— С. 20–23.

152.Семенов В. Внешняя задолженность России и Латиноамериканский опыт // МЭиМО. — 1994. — №5. — С. 30–34.

153.Семюелсон Пол А., Нордгауз Вільям Д. Макроекономіка / Пер. з англ. — К.: Основи, 1995. — 544 с.

154.Сиденко В. Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К.: АО ОКО, 1998. —305 с.

155.Симоненко Л. Структурні зрушення в економіці України як фактор економічного зростання // Економіст. — 1998. — №7—9. — С. 42–45.

156.Симонов В., Кухарев А. Перспективы развития рынка внутреннего долга // Вопросы экономики.—1998. — №11. — С. 65–77.

157.Сіденко В. Пастки посткомуністичних економічних перетворень // Політична думка. — 1997. — №4. — С. 61–76.

158.Соболев Е. Минфин осуществит заем в немецких марках // Киевские ведомости.—1998.—№12. — С. 5.

159.Сорока О. Вихід України на ринки міжнародних облігацій: проблеми та перспективи // Банківська справа. — 1997. — №6. — С. 32–37.

160.Сорос Дж. Утвердження демократії / Перекл. з англ. О. Коваленка. — К.: Основи, 1994. — 224 с.

161.Сотрудничество МВФ со странами бывшего СССР и Восточной Европы // Бизнес и Банки. — 1994. — №30. — С. 7.

162.Степаненко В.О., Бондарук Т.Г. Проблеми утворення та обслуговування державного внутрішнього боргу // Фінанси України. — 1998. — №4. — С. 5–10.

163.Стиглиц Дж. Многообразнее инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу // Вопросы экономики.—1998. — №8. — С.4—34.

164.Стігліц Дж.Е. Економіка державного сектора / Пер. з англ. А Олійник, Р. Скільський. — К.: Основи, 1998. — 854с.

165.США: экономика, дефициты, задолженность / А. З. Астанович, Л. М. Григорьев, Э. В. Кириченко и др. — М.: Наука, 1991. — 236с.

166.Теория переходной экономики. Т. 2. Учеб. пособ. / Под ред. к. э. н. Е. В. Красниковой. — М.: ТЕКС, 1998. — 231с.

167.Титков В. Проблемы управления российским внешним долгом// Вопросы экономики.—1997.—№11. — С.78—85.

168.Трофимов Г. Был ли российский государственный долг "финансовой пирамидой" // Вопросы экономики.—1999. — №5. — С.109—119.

169.Україна потребує жорсткіших бюджетних обмежень // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С.5—15.

170.Управление внешним долгом. — Вашингтон: Всемирный банк. Сер. тех. изд., 1994. — 126с.

171.Уроки реформ: За матеріалами міжнар. конф. / Пер. з англ. — К.: Основи, 1995. — 219 с.

172.Усоскин В. М. "Денежный мир" Милтона Фридмена. — М.: Мысль. — 1989. — 173 с.

173.Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посібник / В.М. Сутормiна, В. М. Федосов, Н.С. Рязонова; за ред. В.М. Федосова. — К.: Либідь, 1993.—247 с.

174.Харахандюк Г. Ещё раз о кредитах: кому, когда и сколько// Аргументы и факты. Украина.—1997.—№13. — С.14.

175.Хакамада И. Государственный долг: структура и управление // Вопросы экономики.— 1997.—№5. — С. 67—79.

176.Хансен Дж. Украина: дефицит бюджета и экономический кризис // Финансовые риски. Аналитический обзор. — 1998. — №2. — С.77—84.

177.Шаталов С. И. Долги и развитие: африканская дилема. — М.: Наука. Гл. ред. восточной литературы, 1990. — 132 с.

178.Швабій К. Політику уряду щодо ринку ОВДП переглянуто // Вісник НБУ. — 1999. — №1. — С.20—21.

179.Шніцер М. Порівняння економічних систем / Пер. з англ. — К.: Основи, 1997.—519с.

180.Юрчишин В. Долги, которые мы выбираем // Финансовые риски. Аналитический обзор. — 1998. — №2. — С. 65—68.

181.Ющенко В., Лисицький В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із перехідною економікою // Вісник НБУ. — 1997. — №7. — С.3—9.

182.Ющенко В., Лисицький В. Надмірне державне споживання як головний фактор фінансової нестабільності України // Українсько—Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №6. — С.84—92.

183.Ющенко В. Проблема ремонетизації економіки України // Вісник НБУ.— 1997.—№6. — С. 3—19.

184.Японская экономика в преддверии 21 века. — М.: Наука. Главная редакция восточной литературы, 1991. — 406с.

185. Ясин Е., Гавриленков Е. Проблемы реструктуризации внешнего долга России // Вопросы экономики.—1999. — №5.— С.71—77.

186.Annual Abstract of Statistics. CSJ. A Publication of the Government Statistical Services, 1991. №127. — p.359.

187.Barro R. Are government bonds net wealth? "Political Economy".—1974.—82. pp.1095—1117.

188.British Inciclopedy. CD-rom Multeamedia. — 1997.

189.Brownrigg M. Understanding the Economy // Addison-Wesley Publishing Company Inc. — 1990. — P.202—204.

190.Buchanan J. Public Princeples of Public Debt. — Irwin: Homewood, IL, 1958. — 300 p.

191.Economic Commission for Europe. Economic Bulletin for Europe.—1997.— v 49.—348p.

192.Economic Survey of Europe in 1995—1996. Secretariat of economic commission for Europe. Geneva.—1996. — 190p.

193.Ekstain O. Public Finance. — New Jersy: Prentice-Hall Inc. — Englewood Clitts. — 1979. — P. 92—93.

194.Europe Bank for Reconstruction and Development. Transition report — 1997., 1997. — 244 p.

195.Federal Reserve Bulletin, Jan. 1997. — Ad. 23—27.

196.IMF. Annual Report. Washington.—1996. — 204p.

197.IMF Annual Report. Washington.—1997. — 196p.

198.IMF. World Economic Outlook. Washington.—1997. — 216p.

199.International Financial Statistics. IMF. 1998. — 780 p.

200.Gajda M.. Problem stabilizacij dlugu publicznego w Polsce. Zeszyty naukowie. Tarnow. 1999. — S.91—104.

201.Global Development Finance. Analysis and Summary Tables / The Wold Bank .— 1999. — 219 p.

202. htt: www. bank. gov. ua/r.

203.Lerner A. P. Consumer's Surplus and Micro-Macro // Jornal of Political Economy. — 1963. — February. — P.59—73.

204.Lindholm R.W. Public Finance and Fiscal Policy. — 1992. — P.156—174.

205.Musgrave R.A., Musgrave P.B. Public Finance in Theory and Practice. — McGraw—Hill Book Company, 1973. — 750p.

206.Piotrowska M. The Role of Polish Banks in Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking. Poland, Krakow. — 1998. — 401p.

207.Przestrzen Europy Srodkonej — Przyklady transformacij. Centrum Studiow Europejsich / Polska Academia Nauk. — Warszawa, 1998. — 315s.

208. Ricardo D. The Principes of Political Economy and Taxtion // www. cs. cmu .edu.

209.Slawinski A. The Development of the Forex Market in Poland and its Influence on the NBP Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking. Poland, Krakow. — 1998. — 401p.

210. Smith A. An Inqiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations // www. cs. cmu. edu.

211.Stand—by, EFF, ESAF.// IMF survey.—1998.—№4.—P.27

212.Statistical Yearbook of the Republic of Poland. 1998. / Central Statistical Office. — 1998. — 691p.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1.

Бюджетний дефіцит в деяких країнах з перехідною економікою та в Україні у 1990-1996 рр., % ВВП

Країна	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Албанія	15,0	31,0	22,0	16,0	13,0	10,5	-
Болгарія	-	-	13,0	10,9	5,8	5,7	-
Чехія	-0,1	2,0	3,3	-0,8	-0,9	-0,4	-
Угорщина	-0,4	2,2	5,5	6,8	8,2	6,5	-
Румунія	-3,1	6,5	6,6	2,9	2,0	2,6	-
Словаччина	-0,1	2,0	11,9	7,1	1,!	3,2	-
Словенія	0,3	2,6	-0,3	-0,3	0,2	0	-
Польща**	-0,4	3,8	6	2,8	2,4	2,7	2,5
Естонія	-	-	0,3	0,7	-1,3	0,8	-
Латвія	-	-	0,8	-0,6	4,0	3,3	-
Литва	-	-	-0,8	3,1	4,2	3,3	-
Росія	-	-	16,1	8,0	-	5,8	7,7
Вірменія	-	-	37,2	48,2	16,1	8,7	8,0
Азербайджан	-	-	-2,8	13,0	14,8	7,0	-
Грузія	-	-	37,0	26,0	7,4	4,8	-
Казахстан	-	-	7,3	1,2	6,8	2,3	4,0
Киргизія	-	-	16,9	13,6	7,8	12,5	5,5
Молдова	-	-	23,4	6,8	9,0	5,5	4,0
Україна***	-	13,6	29,3	9,7	7,8	4,8	3,2

Примітки:

1.Джерело: [39,С.11, С.12, С.13].

2. Мінус "-" — означає профіцит

3.** Дані по Польщі за [200,С.93]

4. *** Дані по Україні за [63,С.84]

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1.

Розвиток ринку державних цінних паперів, млн. грн.

Рік	Квартал	Залучено коштів	Виплати основного боргу і процентів	Залишки заборгованості	Річна ефективна ставка доходу, %
1995	Перший	0,3	-	0	244,9
	Другий	5,0	62	7	101,1
	Третій	11,7	114	21	85,0
	Четвертий	13,5	117	26	142,0
1996	Перший	35,4	242	48	148,6
	Другий	529,4	401	741	125,4
	Третій	881,6	623	1408	69,1
	Четвертий	1141,4	604	2219	64,7
1997	Перший	1946,8	798	3883	42,9
	Другий	2414,0	1447	5485	25,4
	Третій	2318,3	1169	7195	25,7
	Четвертий	1259,7	1174	7628	40,6
1998	Перший	2095,4	2469	8416	51,1
	Другий	2412,0	2670	9039	65,0
	Третій	2901,1	2325	13297	60,6
	Четвертий	940,4	1366	12636	41,1
1999	січень	227,3		12674	33

Примітка: [140, С.16]

Таблиця Б.2.

Динаміка валового зовнішнього боргу деяких країн з перехідною економікою, млн. дол. США

Країна	1992	1993	1994	1995	1996	1997, млрд. дол.
Албанія	769	877	960	667	753	-
Вірменія	-	-	176	371	613	-
Азейрбаджан	-	-	89	420	560	-
Беларусь	-	1014	1251	1513	947	-
Болгарія	12548	13890	11411	10229	9880	9,7
Чехія, млрд. дол.	7,1	8,5	10,7	17,2	20,7	22,0
Естонія	-	161	194	273	344	0,4
Грузія	-	-	987	1223	1373	-
Угорщина, млрд. дол.	21,4	24,6	28,5	37,7	27,6	23,7
Казахстан, млрд. дол.	1,48	1,85	2,72	3,43	3,89	-
Киргизстан	-	290	414	543	746	-
Латвія	43	225	359	423	444	0,4
Литва	59	325	529	845	1189	1,4
Молдова	16	254	506	671	824	-
Польща, млрд. дол.	47,6	47,2	42,2	43,9	40,4	38,0
Румунія	3240	4249	5509	6720	8480	8,2
Росія, млрд. дол.	107,7	112,7	110,7	120,4	125,0	130,8
Словакія, млрд. дол.	-	3,34	4,66	5,68	7,84	10,7
Туркменістан	-	168	418	550	668	-
Узбекістан	65	948	1101	1782	2331	-
Україна, млрд. дол.	0,5	3,7	7,2	8,1	9,2	10,2

Примітка: [191, С. 350; 207, С. 298]

Таблиця Б.3.

Групування країн за рівнем дефіциту та обтяжливості зовнішнім боргом

Рівень обтяжливості	Дефіцит поточного рахунка/ВВП,%	Дефіцит бюджету/ВВП,%	Валовий борг/експорт,%	Чистий зовнішній борг/ВВП,%
низький	до 2%	до 2%	до100%	До 30%
	Росія, Болгарія, Словенія,	Беларусь, Хорватія, Чехія, Естонія, Латвія, Словакія, Словенія,	Беларусь, Хорватія, Чехія, Естонія, Казахстан, Латвія, Литва, Словакія, Словенія, Україна	Беларусь, Вірменія, Хорватія, Чехія, Естонія, Грузія, Казахстан, Латвія, Литва, Молдова, Польща, Румунія, Росія, Словакія, Словенія,
середній	від 2% до 7%	від 2% до 5%	від 100% до 200%	від 30% до 50%
	Беларусь, Грузія, Угорщина, Казахстан, Литва, Румунія, Україна	Грузія, Угорщина, Казахстан, Литва, Польща, Румунія, Україна	Угорщина, Молдова, Польща, Румунія, Росія, Таджикістан	Угорщина
високий	від 7%	від 5%	від 200%	від 50%
	Вірменія, Хорватія, Чехія, Естнія, Латвія, Молдова, Словакія, Таджикістан	Вірменія, Болгарія, Молдова, Росія, Таджикістан	Вірменія, Болгарія, Грузія	Болгарія, Таджикистан

Примітка: [194, С. 128]

Таблиця Б.4.

Відносні показники рівня зовнішньої заборгованості деяких країн перехідного періоду, %

Країна	Борг / експорт				Борг / ВВП				Платежі / експорт		
	1990	1995	1996	1997	1990	1995	1996	1997	1994	1995	1996
Албанія	87	179	165	277	16	27	37	45	23	6	6,4
Болгарія	154	148	150	148	55	79	103	89	12,9	14,8	19,5
Хорватія	56	50	59	58	10	20	25	28	-	-	-
Чехія	50	59	68	67	14	34	38	38	13,8	10,3	12,8
Угорщина	243	178	157	106	60	72	62	52	54,8	47,3	50,4
Польща	380	162	139	117	82	37	31	26	14,3	6,7	7,6
Румунія	28	68	84	81	3	18	23	27	8,4	11,5	14,8
Словаччина	110	52	70	79	13	33	41	46	8,7	9,3	10,8
Словенія	32	28	37	37	11	16	21	21	-	-	-
Естонія	-	10	9	7	-	7	7	7	0,4	0,5	0,8
Латвія	-	19	15	14	-	9	8	7	5	3	5
Литва	-	25	29	22	-	14	16	13	2,2	2,9	6,7
Бєларусь	-	39	22	18	-	19	10	10	4,3	3,4	2,5
Молдова	-	70	73	96	-	37	49	54	-	10	6
Росія	78	124	115	121	-	34	28	26	4,7	6,7	4,3
Україна	-	46	43	44	-	22	25	20	11,0	8,8	6,4

Примітка: [191, С. 158]

ДОДАТОК В

Таблиця В.1.

Структура внутрішнього кредиту в деяких транзитних економіках

Країна	Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Україна	Внутрішній кредит, млн. грн.	41,9	453,7	2908,5	8459,8	12041,1	15949,6
	Вимоги до уряду,%	35,8	42,6	31,6	47,1	49,6	50,8
	Вимоги до нефінансових державних установ,%	60,9	85,9	49,2	43,3	40,9	34,8
	Вимоги до приватного сектора,%	4	4,7	19,2	9,5	9,4	14,4
	Вимоги до фінансових установ,%	-	-	-	0,05	0,1	-
Росія	Внутрішній кредит, млрд. руб.	-	44449	193640	363671	539297	669444
	Вимоги до уряду,%	-	19,0	36,7	45,8	57,8	56,6
	Вимоги до нефінансових державних установ,%	-	35,5	25,0	17,2	12,9	9,6
	Вимоги до приватного сектора,%	-	45,5	38,3	36,9	29,3	33,8
	Вимоги до фінансових установ,%	-	-	-	0,1	0,01	0,01
Польща	Внутрішній кредит, млн. зл.	43904	63330	82410	98951	130008	164368
	Вимоги до уряду,%	43,3	47,4	49,1	42,3	37,1	33,6
	Вимоги до нефінансових державних установ,%	26,8	22,5	20,3	20,7	18,6	17,5
	Вимоги до приватного сектора,%	29,9	30,1	30,6	37	44,3	48,9
Естонія	Внутрішній кредит, млн. крон.	1489,8	2321,2	3251,2	5301,4	10506,1	19252,8
	Вимоги до уряду,%	-9,8	-25	-40,2	-32,2	-31,6	-14,1
	Вимоги до нефінансових державних установ,%	43,6	20,7	11,1	6,3	4	1,7
	Вимоги до приватного сектора,%	66,2	104	128,7	114,2	90,3	86,5
	Вимоги до фінансових установ,%	-	0,3	0,4	11,7	19,3	25,9

Примітка: [199, С. 282, 584, 598, 728]