

Василь КАЛИТЧУК

## **ФІНАНСОВА КРИЗА ТА ЗАВДАННЯ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ**

---

*Окреслено основні причини та наслідки розгортання кризових явищ у світі та в Україні. Обґрунтовано роль державних запозичень за умов значного недоотримання доходів бюджету. Визначено основні завдання політики державних запозичень та проблеми щодо їх залучення. Окреслено дії уряду, спрямовані на виконання цих завдань.*

---

Загальноприйнятим постулатом стало те, що корінь фінансової кризи криється на ринках іпотечного кредитування США. Наслідком “м’якої” монетарної політики Федеральної Резервної Системи стало здешевлення фінансових ресурсів, що сприяло галопуючому розвитку кредитних відносин. Низькі відсоткові ставки стимулювали споживання в набагато швидших темпах, ніж виробництво. Це закономірно призвело до розкручування інфляційної спіралі та формування “фінансових бульбашок” не лише на фінансових ринках, але й на ринках нерухомості.

Згодом з метою подолання інфляції Федеральна Резервна Система підвищила облікову ставку. У зв’язку з тим, що значна частка кредитів видавалася банківськими установами під плаваючу відсоткову ставку, прив’язану до облікової, багато позичальників виявилися неплатоспроможними. Рівень кредитних ризиків в економіці став надто високим, що проявлялося у наданні фінансовими установами позик нижчої якості (позичальника з недостатнім чи неперевіраним рівнем платоспроможності). З огляду на зазначене, банки-кредитори поступово втрачали шанси на повернення інвестованих коштів, а тому вони захопилися різного роду

механізмами та інструментами хеджування своїх кредитних ризиків. Система хеджування кредитних ризиків полягала в тому, що фінансові установи – безпосередні кредитори – за допомогою кредитних деривативів передавали свої ризики третій стороні – таким самим фінансовим установам. Багато з них нагромадили значну частку таких активів у своєму капіталі. Така система хеджування кредитного ризику є ефективною на випадок неплатоспроможності окремих позичальників з причин, інших ніж розгортання кризових явищ. Однак у фінансовому секторі США склалася ситуація реалізації системного ризику, коли неплатоспроможність більшості позичальників спричинила неспроможність фінансових інститутів повернути вкладений капітал. Це обумовило ланцюгову реакцію звуження ліквідності на ринках капіталу, зростання відсоткових ставок та припинення кредитування економіки, що призвело до світової рецесії та, в тому числі, звуження попиту на сировину і матеріали. Через те, що сировина і матеріали є основною складовою українського експорту, який, в свою чергу, складає близько 50-60% валового внутрішнього продукту України, зменшення світового попиту та цін на український експорт стало

основною причиною економічної рецесії в нашій країні (рис. 1).

Окрім цього, однією з причин кризових явищ в Україні став бум довгострокового споживчого кредитування, що забезпечувався короткостроковими зовнішніми запозиченнями банківських установ, а не внутрішніми заощадженнями. Це означало прийняття на себе значних ризиків і, зокрема, валютного ризику (оскільки залучення коштів фінансовими посеред-

никами відбувалося в іноземній валюті, а надання їх у кредит – в національній) та ризику рефінансування (через те, що зовнішні запозичення здійснювалися на короткі терміни, а кредити видавалися довгострокові). За умов значної девальвації національної валюти, неплатоспроможності українських позичальників внаслідок цього і відсутності доступу до світових ринків капіталу, ці ризики реалізувалися в повній мірі. Погіршенню ситуації сприяли

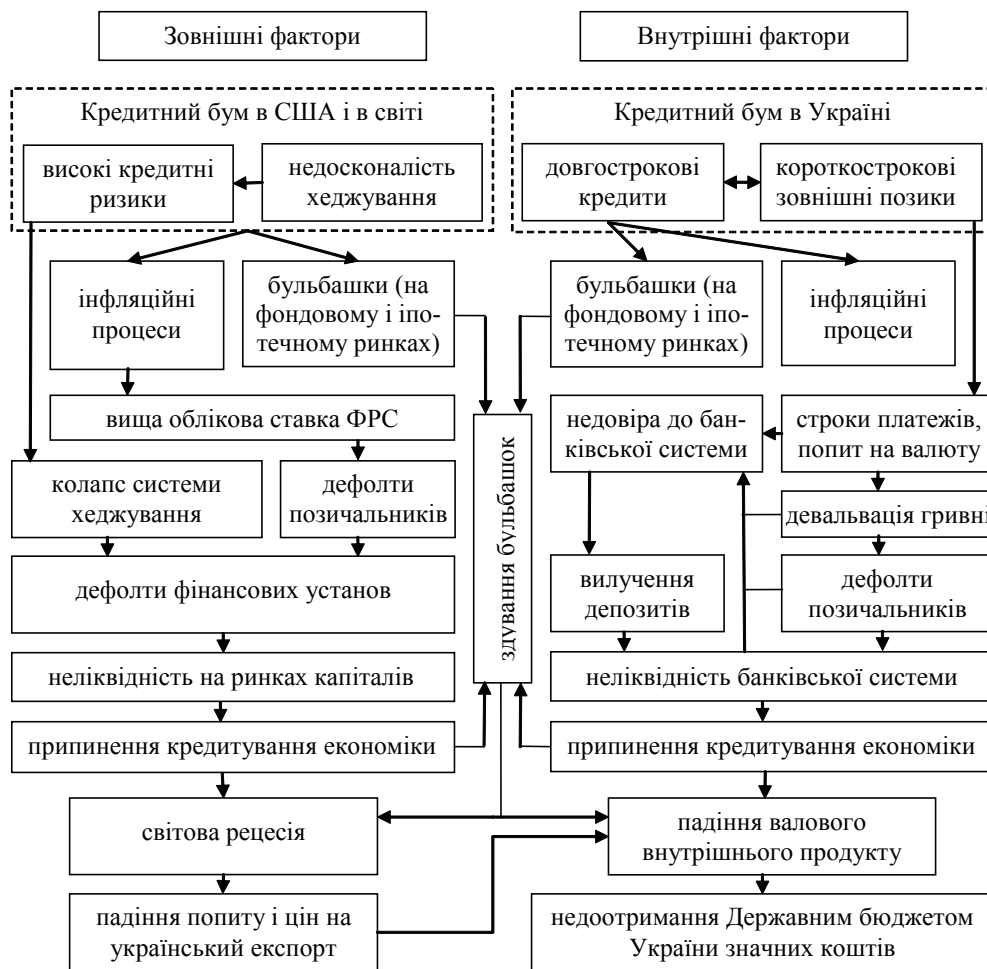


Рис. 1. Фактори та наслідки розгортання кризових явищ в економіці України \*

\* Систематизовано автором.

не тільки відсутність можливостей додаткової акумуляції внутрішніх заощаджень, а й масове вилучення з банківської системи депозитів населення та юридичних осіб. Кредитування української економіки (що є одним з визначальних факторів економічного зростання), по суті, припинилося (мова іде як про кредитування підприємств, які виробляють внутрішній продукт, так і про кредитування населення, яке створює на нього попит).

Слід також зазначити, що серед причин як світової рецесії, так і рецесії в Україні було “здування фінансових бульбашок” на фондових ринках та ринках нерухомості, які утворилися через масові спекулятивні операції, забезпечені кредитними ресурсами.

Таким чином, фактори падіння валового внутрішнього продукту в Україні можна поділити на дві основні групи: зниження цін і попиту на український експорт та припинення кредитування української економіки (див. рис. 1).

Негативні наслідки розгортання кризових явищ в Україні і світі (як видно з рис. 1) проявилися в зменшенні податкових та інших доходів державного бюджету через економічну рецесію. Зокрема, за результатами першого півріччя 2009 р. Державний бюджет України не отримав із запланованих надходжень близько 30,0 млрд. грн. (що становить 12,5 % від загальної суми доходів у 2009 р., передбачених законом [1]). Таким чином, назріла об’єктивна потреба держави у пошуку джерел фінансових ресурсів як для виконання нею своїх “звичайних” функцій, так і для подолання негативних наслідків фінансової кризи. З огляду на зазначене, суттєво зросла роль державних запозичень і необхідність визначення основних завдань боргової політики за умов, які склалися.

Таким чином, метою даного дослідження є визначення основних особливостей

здійснення державних внутрішніх і зовнішніх запозичень, узагальнених напрямів використання залучених коштів відповідно до потреб держави та окреслення завдань політики залучення державою кредитних коштів. Основу написання статті складають статистична інформація Міністерства фінансів України щодо стану державного боргу, здійснених державних запозичень, плану здійснення запозичень у майбутньому, законодавчі і нормативно-правові документи Верховної Ради України і Кабінету Міністрів України, а також власні дослідження автора.

Як зазначалося вище, недонадходження до державного бюджету податкових та інших доходів внаслідок падіння валового внутрішнього продукту при необхідності виконання видаткової частини державного бюджету та подолання негативних наслідків фінансової кризи стимулюють пошук інших джерел фінансування, основними серед яких є емісія державного боргу (здійснення державних запозичень).

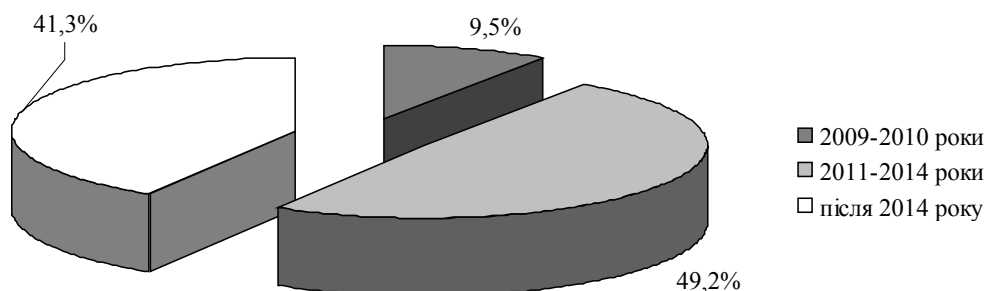
Однак здійснення державних запозичень внаслідок розгортання фінансової кризи утруднюється з огляду на певні об’єктивні та суб’єктивні чинники. Зокрема, недонадходження до державного бюджету (окрім податкових надходжень) також мають місце внаслідок подорожчання кредитних ресурсів на світових ринках капіталу. Це пов’язано з неможливістю залучення у достатніх обсягах зовнішніх державних запозичень на прийнятних умовах.

Нові державні запозичення, окрім покриття дефіциту бюджету, спрямовуються також на погашення основної суми існуючого державного боргу (який виник внаслідок раніше здійснених державних запозичень). З огляду на це, гіпотетична неможливість залучити державні позики матиме своїм наслідком не тільки непокриття дефіциту державного бюджету, а й

незабезпечення джерел для погашення основної суми існуючого державного боргу (тобто джерел для рефінансування). Здійснення ж запозичень на умовах, що диктуються світовими ринками капіталу, є фактором зростання витрат державного бюджету на обслуговування боргових зобов'язань. За таких умов матиме місце реалізація ризику рефінансування державного боргу, який "... полягає у вірогідності підвищення вартості знову залучених кредитних ресурсів для спрямування їх на виконання існуючих боргових зобов'язань або у можливій неспроможності здійснити рефінансування взагалі" [2, 40]. Показником рівня ризику рефінансування є частка боргових зобов'язань з погашення основної суми державного боргу, термін виконання яких настає протягом визначеного періоду. Україні ж у 2009–2010 рр. слід погасити 9,5% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу, а в 2011–2014 рр. – 49,2% (рис. 2).

В умовах розгортання кризових явищ загострюються ризики управління державним боргом, що є наслідком понесення витрат державним бюджетом на погашення і обслуговування державного боргу через знецінення національної валюти

відносно валют деномінації зобов'язань. Зокрема, протягом 2008–2009 рр. борг України в національній валюті суттєво зріс. Якщо на початок 2008 р. державний та гарантований державою борг складав близько 88,8 млрд. грн. (що становило 9,3% від валового внутрішнього продукту у 2008 р. – розраховано автором на основі даних Міністерства фінансів України [3] і Національного банку України [4]), то вже на початок червня 2009 р. він знаходився на рівні 201,8 млрд. грн. [5]. За умови неперевищення у 2009 р. державним боргом рівня 193,0 млрд. грн. (що визначено Законом України "Про Державний бюджет України на 2009 р." [1]), його відношення до валового внутрішнього продукту у 2009 р. складатиме близько 18,4% (при незначних відхиленнях фактичного валового внутрішнього продукту від прогнозованого його значення, визначеного постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2008 № 799 [6]). Значну роль у такому зростанні державного боргу відіграла саме девальвація національної валюти через значну частку боргу в іноземній валюті, а також через здійснення нових зовнішніх державних запозичень у цей період. По суті, мала місце реалізація валютного ризику, який



**Рис. 2. Структура державного та гарантованого державою боргу у розрізі строків виконання зобов'язань \***

\* Побудовано авторами на основі даних Міністерства фінансів України.

розглядають як можливість "... коливання курсів валют державного запозичення" [7, 44], що призводить до зростання витрат на погашення і обслуговування державного боргу. Показником валютного ризику є частка зобов'язань, виконання яких має здійснюватися в іноземній валюті. Станом на початок червня 2009 р. державний та гарантований державою борг в іноземній валюті складав близько 75,8% від загальної суми боргу (рис. 3).

Як зазначалося вище, державні запозичення в особливо великих обсягах за сучасних умов є необхідними для покриття дефіциту державного бюджету, а відтак для забезпечення фінансування видатків бюджету на виконання функцій держави та для забезпечення виконання зобов'язань з погашення основної суми державного боргу (рефінансування). Окрім цього, запозичення держави є також джерелом для наповнення Стабілізаційного фонду, який створено відповідно до Закону України "Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України" [9]. Більше того, за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної позики передбачається здій-

снювати також рекапіталізацію банків (рис. 4) [9; 10; 11].

Загалом Законом України "Про Державний бюджет України на 2009 р." передбачено здійснення державних запозичень на суму 88,9 млрд. грн., з них:

- на 18,8 млрд. грн. за рахунок зовнішніх запозичень (в тому числі, 9,4 млрд. грн. від Світового банку і 9,4 млрд. грн. - від випуску облігацій зовнішньої державної позики);

- на 70,1 млрд. грн. внутрішніх запозичень (в тому числі, 21,3 млрд. грн. шляхом запозичень на внутрішньому ринку державних цінних паперів для фінансування видатків державного бюджету в рамках його дефіциту; 4,8 млрд. грн. на формування Стабілізаційного фонду і 44,0 млрд. грн. - на рекапіталізацію банків (рис. 5).

Законом України "Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України", постановою Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку участі держави у капіталізації банків", Указом Президента України "Про додаткові заходи щодо подолання фінансової кризи в Україні" передбачено механізм рекапіталізації

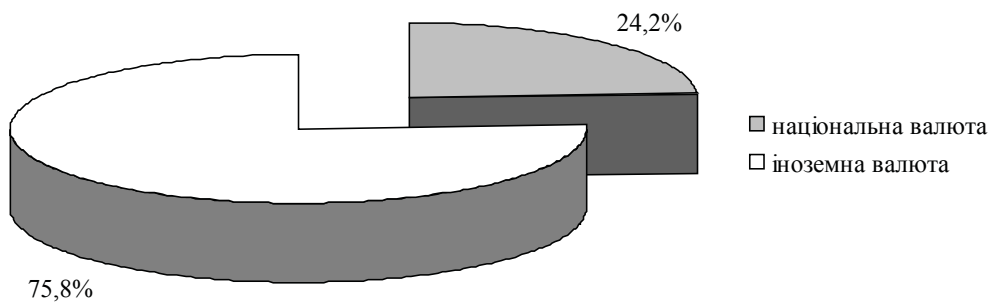


Рис. 3. Валютна структура державного та гарантованого державою боргу \*

\* Побудовано автором на основі даних Міністерства фінансів України [8].

ПОГЛЯД НА ПРОБЛЕМУ

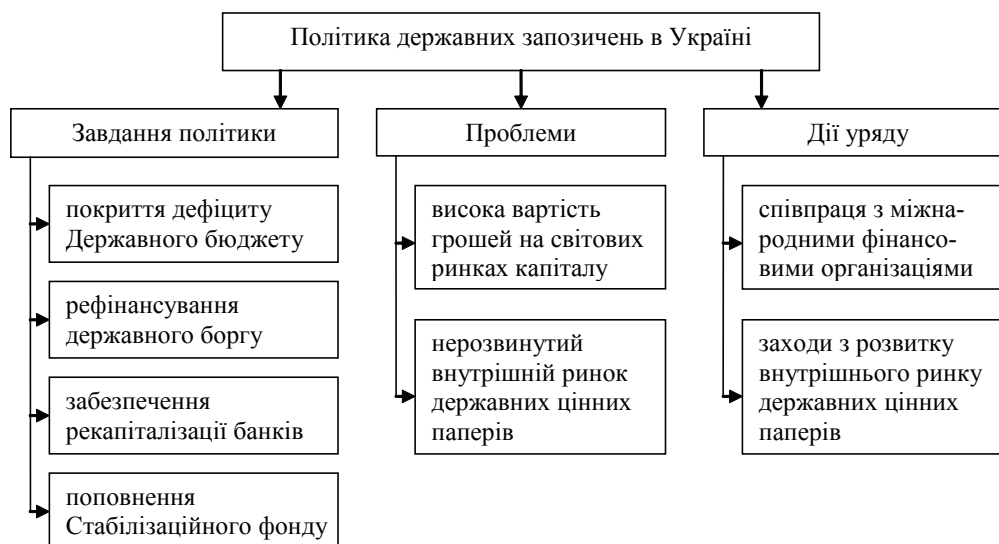


Рис. 4. Основні завдання, проблеми та дії уряду щодо політики державних запозичень \*

\* Систематизовано і побудовано автором.

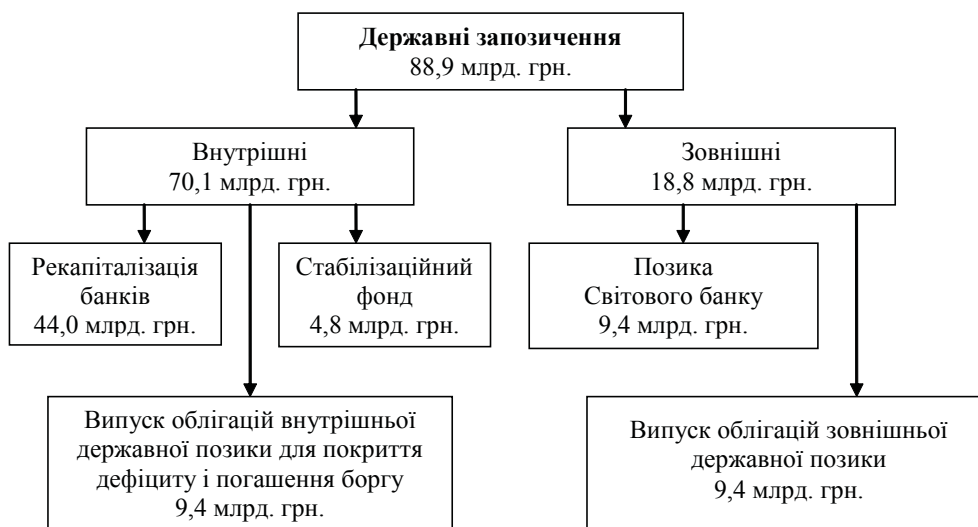


Рис. 5. Джерела державних запозичень у 2009 р.\*

\* Побудовано автором на основі Закону України "Про Державний бюджет України на 2009 рік" [1].

банків шляхом обміну випущених облігацій внутрішньої державної позики на акції цих банків. Такі облігації, знаходячись на балансі банків, які рекапіталізуються, викупуватимуться, в свою чергу, Національним банком України за рахунок власних коштів (в тому числі, емісійних). За перше півріччя 2009 р. Міністерством фінансів України з метою збільшення статутних капіталів банківських установ випущено облігацій внутрішньої державної позики на загальну суму 28,0 млрд. грн. із заплачених 44,0 млрд. грн., в тому числі:

- 12,8 млрд. грн. для збільшення статутного капіталу ВАТ “Ощадний банк України” (на основі відповідних рішень уряду [12; 13]);

- 5,7 млрд. грн. для збільшення статутного капіталу ВАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України” (на основі відповідних рішень уряду [12; 14; 15]);

- 3,6 млрд. грн. для збільшення статутного капіталу АКБ “Київ” (на основі відповідного рішення уряду [16]);

- 3,1 млрд. грн. для збільшення статутного капіталу ВАТ АБ “Укргазбанк” (на основі відповідного рішення уряду [17]);

- 2,8 млрд. грн. для збільшення статутного капіталу ВАТ “Родовід Банк” (на основі відповідного рішення уряду [18]).

ВАТ “Укрексімбанк” і ВАТ “Ощадбанк” є державними (100 % акцій знаходяться у власності держави), а АКБ “Київ”, ВАТ АБ “Укргазбанк” і ВАТ “Родовід Банк” за результатами капіталізації перейшли в державну власність (державі цими банками передано пакети акцій на 99,96 %, 81,58 % і 99,97 % відповідно [19]).

Негативним наслідком викупу Національним банком України розміщених облігацій внутрішньої державної позики може стати посилення інфляційних тенденцій в економіці, оскільки цей процес, по-суті, є прихованою монетизацією дефіциту дер-

жавного бюджету. Разом з тим, такі дії уряду, окрім покращення стану банківської системи та відновлення кредитування економіки, також можуть мати позитивні наслідки у майбутньому для розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів. Зокрема, випущені для рекапіталізації банків облігації внутрішньої державної позики мають довгий строк та відсоткову ставку, яка є нижчою за ринкову вартість грошей в економіці. У зв'язку з цим, продаж Національним банком України цих облігацій на вторинному ринку за ринковою вартістю дозволить уряду та іншим учасникам кредитних відносин отримати орієнтир для ціноутворення на державні за-позичення та запозичення інших суб'єктів з відповідним строком. Для держави це полегшує вибір моменту виходу на ринок з первинними розміщеннями державних цінних паперів та дає орієнтири для планування витрат на обслуговування державного боргу. Наразі ж при проведенні аукціонів купонна ставка випуску, яка формується на основі пропозицій учасників аукціонів – інвесторів у державні цінні папери (тобто, формується ринком), є невизначеною, що створює труднощі при визначенні оголошеної Міністерством фінансів величини залучення коштів на певному аукціоні та при плануванні витрат на обслуговування державного боргу.

Як зазначалося вище, здійснення державних запозичень стикається з труднощами, основними з яких є висока вартість позикових ресурсів на світових ринках капіталу (рис. 4). Ці проблеми стосуються, звичайно, зовнішніх державних запозичень. Показником, який є орієнтиром для вартості зовнішніх державних запозичень на певний строк, є рівень ринкової доходності раніше випущених єврооблігацій із співставним строком погашення передбачуваного випуску. Слід зазначити, що така

дохідність складається з безризикової для кредиторів ставки кредитування (дорівнює дохідності найменш ризикових (еталонних) цінних паперів, що обертаються на ринку; як правило, до уваги приймаються дохідності цінних паперів Державного Казначейства США), та премії за ризик. Остання відповідає різниці між поточною дохідністю державних цінних паперів і поточною дохідністю еталонних цінних паперів. Премія за ризик є відображенням рівня кредитного ризику, який притаманний певній країні порівняно з наданням позик найменш ризиковому позичальнику (зокрема, Державному Казначейству США). Величина премії за ризик залежить від певних зовнішніх (ліквідність світових ринків капіталу) і внутрішніх (рівень економічного розвитку та стан фінансової системи, внутрішня політична ситуація) факторів. На перших етапах розгортання кризових явищ рівень дохідності за українськими єврооблігаціями суттєво зростає, однак, починаючи з березня 2009 р., він зменшується. Зокрема, станом на 10.07.2009 р. цей показник щодо єврооблігацій 2007 р. випуску з погашенням у 2017 р. (купон 6,75% річних) складає 13,0% річних, в той час, як ще 11.03.2009 р. цей показник знаходився на рівні 27,2% річних. Спред (різниця, маржа) до котирувань еталонних інструментів (цінних паперів Державного Казначейства США) складає +1007,3 базисних пунктів (близько 10,1% річних). Слід зазначити, що такий рівень вартості державних запозичень залишається неприйнятним для уряду, оскільки передбачає здійснення значних витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу.

У зв'язку з такими обставинами уряд активізував роботу щодо залучення офіційних позик у міжнародних фінансових організацій та в інших країн (рис. 4). Зокрема, велися переговори з урядами інших

країн про можливість надання кредитних коштів Україні для фінансування державного бюджету. Однак результативна співпраця наразі ведеться тільки з міжнародними фінансовими організаціями. Наприкінці 2008 р. року укладено угоду з Міжнародним валютним фондом щодо залучення кредиту в розмірі 16,4 млрд. дол. США для подолання негативних наслідків фінансової кризи. Крім того, для фінансування дефіциту державного бюджету у 2008 р. залучено 0,5 млрд. дол. США від Світового банку, а у 2009 р. передбачається залучити у нього 1,25 млрд. дол. США. Частина коштів від траншів кредиту Міжнародного валютного фонду планується спрямувати на покриття дефіциту державного бюджету. Основною причиною активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями є їхня низька вартість та довші строки кредитування порівняно із залученням кредитних ресурсів на ринках капіталу.

Залучення внутрішніх державних запозичень також має ряд суттєвих перешкод, які об'єднуються в низькому рівні розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів (рис. 4). Недостатній розвиток цього ринку проявляється у недостатньому рівні його ємності та характеризуються відсутністю належної бази інвесторів в державні цінні папери, недостатньою ліквідністю банківської системи України. Покупцями державних цінних паперів в основному є лише банківські установи. Попит на державні цінні папери є недостатнім, відсоткові ставки за облігаціями внутрішньої державної позики – високими, а терміни залучення коштів до державного бюджету через внутрішні запозичення – короткими.

У першому півріччі 2009 р. уряд розмістив облігації внутрішньої державної позики на внутрішньому ринку на суму 10,4 млрд. грн., що становить близько 39,8% від запланованого. Середня відсо-



ткова ставка за розміщеними державними цінними паперами складає близько 15,6% річних, а середній строк до погашення – 2,4 року.

Перевагою здійснення внутрішніх державних запозичень поряд із зовнішніми є відсутність валютного ризику. Крім того, розвинутий внутрішній ринок державних цінних паперів є основою для зростання приватного сектора фінансового ринку та національної економіки загалом. Це, поміж іншим, пов'язано з тим, що при добре функціонуючому та високоліквідному внутрішньому ринку державних цінних паперів можна побудувати криву дохідності, на основі якої здійснюватиметься ціноутворення на всі інші запозичення в національній економіці. Також розвинутий ринок дає більше можливостей для управління ліквідністю фінансових установ, хеджування їхніх ризиків, диверсифікації інвестицій, передбачає існування інструментарію для інвестування широким колом інвесторів з різними інтересами (включаючи, окрім банків, страхові компанії, пенсійні фонди, інститути спільного інвестування тощо).

Для забезпечення розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів уряд здійснив низку заходів. Зокрема, в березні 2009 р. Кабінет Міністрів України розпорядженням від 25.03.09 № 316-р схвалив Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів на 2009–2013 рр. Концепція передбачає здійснення таких важливих кроків:

- запровадження ринкового ціноутворення при розміщенні внутрішніх державних облігацій;
- розширення спектра інструментів державної позики;
- створення системи первинних дилерів державних цінних паперів;
- підвищення прозорості здійснення державних запозичень;

- розміщення коштів єдиного казначейського рахунку;
- управління ризиками, які пов'язані з державним боргом [23].

З 14.05.2009 р. Міністерство фінансів розпочало практику первинного розміщення державних цінних паперів на ринкових засадах. Такі засади передбачають здійснення аукціонів з розміщення в один етап, при цьому Міністерством фінансів оголошується обсяг кредитних коштів, які має намір залучити держава, без попереднього визначення будь-якої максимальної відсоткової ставки, яка може пропонуватися учасниками аукціонів. За таких умов уряд зобов'язаний розмістити увесь оголошений обсяг за будь-якою величиною пропонованої фінансовими установами дохідності. Хоча протягом першого часу відсоткові ставки, звичайно, є дуже високими, однак, у зв'язку з розгортанням конкуренції між фінансовими установами щодо інвестування коштів, вартість державних запозичень, на нашу думку, поступово буде зменшуватися.

На виконання Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів прийнято постанову Кабінету Міністрів України "Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів" від 14.04.09 р. № 363. Основними функціями первинних дилерів, виконання яких сприятиме підвищенню ліквідності ринку державних цінних паперів, визначено наступні: постійна участь у первинних розміщеннях облігацій державою, торгівля облігаціями на вторинному ринку обсягом, не меншим від визначеного, надання постійних пропозицій щодо купівлі-продажу державних цінних паперів на вторинному ринку тощо [24].

З метою залучення коштів населення урядом також схвалено постанову "Про випуск казначейських зобов'язань" від 14.04.09 р. № 362, яка передбачає ви-

пуск цінних паперів номіналом по 500 грн. різними серіями по 500,0 млн. грн. з розміщенням їх серед фізичних осіб. Дохід за ними виплачуватиметься державою кожних три місяці в розмірі 20,0 грн., що відповідає річній ставці дохідності в розмірі 16,0% річних [25]. Такий рівень доходу є нижчим від ставок, які пропонуються банківськими установами за розміщення грошей на депозитах. Однак для населення інвестування заощаджень в казначейські зобов'язання є набагато надійнішим порівняно з розміщенням коштів на депозиті з огляду на теперішню нестабільність та недовіру до банківської системи. Слід зазначити, що зазвичай в розвинутих країнах кошти населення складають дуже малу частку у структурі джерел коштів, які залучаються державою для фінансування дефіциту. Проте в Україні мало місце вилучення з банківської системи великого обсягу депозитів, через що у населення знаходиться близько 47,0 млрд. грн. у вигляді готівки [26].

З метою розміщення коштів єдиного казначейського рахунку прийнято також постанову Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку купівлі у 2009 р. облігацій внутрішньої державної позики" від 10.06.09 р. № 568. Вона передбачає розміщення тимчасово вільних грошових коштів державного бюджету шляхом купівлі Міністерством фінансів облігацій внутрішньої державної позики в учасників фінансового ринку з одночасним зобов'язанням їх продати через певний період [27]. При цьому, державний бюджет отримає дохід від здійснення такої операції в розмірі, який дорівнює різниці між цінами купівлі облігацій і цінами їх зворотного продажу. По суті, такі операції є операціями зворотного РЕПО з використанням державних цінних паперів. Вони носять кредитний характер, оскільки гроші

державою надаються у тимчасове користування фінансовим установам із забезпеченням державними цінними паперами та під відсоткову ставку, яка є річним процентним еквівалентом доходу державного бюджету від здійснення такої операції. Для держави є вигідним здійснення таких операцій з огляду на можливість економії витрат державного бюджету на виконання зобов'язань з обслуговування державного боргу. Крім того, позитивним аспектом розміщення коштів єдиного казначейського рахунку є забезпечення збереження державою реальної вартості грошей, які під впливом інфляції можуть знецінюватися. Слід зазначити, що підтримка рівня залишку коштів на єдиному казначейському рахунку, за інших рівних умов, сприятиме уникненню розгортання інфляційних процесів, що мають місце через значні коливання цих залишків. Адже зазвичай протягом перших місяців року відбувається нагромадження значного обсягу коштів на єдиному казначейському рахунку, а наприкінці року ці гроші швидко витрачаються [28, 58-59]. Через це мають місце значні коливання грошової маси, величина якої і є одним із факторів інфляції.

Для держави основним мотивом проведення операцій зворотного РЕПО з використанням державних цінних паперів є збільшення попиту на них з боку учасників ринку. Потребуючи додаткової ліквідності, вони задовольнятимуть свої потреби у фінансових ресурсах шляхом залучення коштів єдиного казначейського рахунку. Зростання попиту на державні цінні папери означає, за інших рівних умов, зменшення вартості державних запозичень, що сприяє розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, полегшенню доступу держави до внутрішнього ринку капіталу та зменшенню витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу.

Міністерством фінансів також розглядалися питання про випуск внутрішніх державних цінних паперів, прив'язаних до валютного курсу або до індексу споживчих цін. Це пов'язано зі зростаючими ризиками, високою вартістю грошей та недовірою у фінансовій системі через невизначеність щодо майбутньої динаміки валютного курсу й інфляції. Вважається, що такі індексовані інструменти користуватимуться попитом серед інвесторів, які не бажають приймати на себе значні інфляційні та валютні ризики. Проте при емісії таких цінних паперів інфляційні та валютні ризики приймає на себе держава, однак, з іншого боку, державі це дозволить акумулювати необхідний обсяг фінансових ресурсів.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень:

1. Розгортання кризових явищ в Україні мало своїм наслідком падіння виробництва валового внутрішнього продукту. Це сталося з двох основних причин:

- звуження попиту і зменшення цін на український експорт;
- припинення банківськими установами кредитування національної економіки через кризу банківської системи.

2. Факторами кризи банківської системи стали реалізація валютного ризику і ризику рефінансування поряд із масовим вилученням депозитів населенням та неплатоспроможністю позичальників.

3. В умовах кризових явищ державний бюджет недоотримує значний обсяг грошових коштів. Пошук джерел інших, ніж податкові надходження, наразі є дуже актуальним. З огляду на це значно зросла роль державних запозичень.

4. Основними завданнями політики держави щодо здійснення запозичень в умовах фінансової кризи є:

- покриття дефіциту державного бюджету;

- акумулювання ресурсів для погашення основної суми державного боргу (рефінансування державного боргу);

- фінансове забезпечення рекапіталізації банків

- державна підтримка важливих галузей економіки за рахунок Стабілізаційного фонду.

5. Здійснення державних запозичень в умовах кризи утруднене такими чинниками:

- високою вартістю запозичень на світових ринках капіталу;

- недостатнім рівнем розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

З огляду на вищезазначене, Україна активно співпрацює з міжнародними фінансовими організаціями стосовно залучення кредитних коштів та здійснює заходи з розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

#### Література

1. Закон України "Про Державний бюджет України на 2009 рік" від 26.12.2008 № 835-IV // Урядовий кур'єр. – 2008. – № 246.

2. Калитчук В. М. Інструменти управління ризиками державних боргових зобов'язань // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 3(82). – С. 37-42.

3. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу на 31.12.2008 [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=199965&cat\\_id=103274](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=199965&cat_id=103274). – Назва з екрану.

4. Валовий внутрішній продукт [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Statist/Macro/GDP\\_u.xls](http://www.bank.gov.ua/Statist/Macro/GDP_u.xls). – Назва з екрану.

5. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу на 31.05.2009 [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=220101&cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=220101&cat_id=198378). – Назва з екрану.

6. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про схвалення основних прогностичних макроекономічних і соціального розвитку України на 2009 рік”* від 10.09.2008 № 799 // Урядовий кур’єр. – 2008. – № 171.
7. *Висоцький В., Драчук Ю., Калитчук В., Котович Т. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні* // Світ фінансів. – 2008. – № 1(14). – С. 41–48.
8. *Статистичні матеріали по стану державного боргу на 31.05.09* [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/file/link/220105/file/Інфо%20на%20наказ%20\(31.05.2009\).pdf](http://www.minfin.gov.ua/file/link/220105/file/Інфо%20на%20наказ%20(31.05.2009).pdf). – Назва з екрану.
9. *Закон України “Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України”* від 31.10.2008 № 639-VI // *Голос України*. – 2008. – № 211.
10. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку участі держави у капіталізації банків”* від 04.11.08 № 960 // *Офіційний вісник України*. – 2008. – № 85.
11. *Указ Президента України “Про додаткові заходи щодо подолання фінансової кризи в Україні”* від 17.11.2008 № 1046/2008 // *Офіційний вісник Президента України*. – 2008. – № 46.
12. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про збільшення статутного капіталу відкритих акціонерних товариств “Державний експортно-імпортний банк України” та “Державний ощадний банк України”* від 26.11.08 № 1031 // *Офіційний вісник України*. – 2008. – № 92.
13. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства “Державний ощадний банк України”* від 27.12.08 № 1119 // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 100.
14. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства “Державний експортно-імпортний банк України”* від 17.12.08 № 1116 // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 100.
15. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про збільшення статутного капіталу публічного акціонерного товариства “Державний експортно-імпортний банк України” та внесення змін до його Статуту”* від 06.05.09 № 432 // Урядовий кур’єр. – 2009. – № 81.
16. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про капіталізацію акціонерного комерційного банку “Київ”* від 10.06.09 № 566 // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 43.
17. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про капіталізацію публічного акціонерного товариства акціонерний банк “Укргазбанк”* від 10.06.09 № 567 // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 43.
18. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про капіталізацію публічного акціонерного товариства “Родовід Банк”* від 10.06.09 № 580 // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 43.
19. *Довідка щодо капіталізації банків за участі держави* [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=220870&cat\\_id=53608](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=220870&cat_id=53608). – Назва з екрану.
20. *Бюджетний кодекс України* від 21.06.2001 № 2542-III // *Відомості Верховної Ради України*. – 2001. – № 37.
21. *Господарський кодекс України* від 16.01.2003 № 436-IV // *Відомості Верховної Ради України*. – 2003. – № 18.
22. *Залишок коштів на кореспондентських та транзитних рахунках банків (оперативні дані за станом на початок дня) 2009 рік* [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/STATIST/DAILY/2009/SALDO\\_2009.htm](http://bank.gov.ua/STATIST/DAILY/2009/SALDO_2009.htm). – Назва з екрану.
23. *Розпорядження Кабінету Міністрів України “Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009-2013 роки”* від 25.03.09

№ 316-р // *Офіційний вісник України*. – 2009. – № 24.

24. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів” від 14.04.09 № 363 // Офіційний вісник України*. – 2009. – № 29.

25. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про випуск казначейських зобов’язань” від 14.04.09 № 362 // Офіційний вісник України*. – 2009. – № 29.

26. НБУ скасував мораторій на дострокову видачу депозитів [Електрон. ресурс]. – Ре-

жим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~1/20/all/2009/05/18/160754>. - Назва з екрану.

27. *Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку купівлі у 2009 році облігацій внутрішньої державної позики” від 10.06.2009 № 568 // Офіційний вісник України*. – 2009. – № 43.

28. Висоцький В., Калитчук В., Ставицька А. Вдосконалення управління грошовими активами єдиного казначейського рахунку в Україні // *Світ фінансів*. – 2008. – № 3(16). – С. 58–63.