



УДК 336.276

Шпенюк О.Є., головний економіст

Інституту економіки та прогнозування НАН України

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ ПОСИЛЕННЯ ЗОВНІШНІХ РИЗИКІВ

Розглянуто міжнародні тенденції нагромадження зовнішньої заборгованості; з'ясовано основні причини та фактори зовнішньоборгової експансії в Україні; запропоновано напрями управління державним боргом в умовах посилення зовнішніх ризиків; обґрунтовано необхідність розроблення і введення нових інструментів для підвищення диверсифікації та ліквідності внутрішнього ринку капіталів, зокрема, ощадних облігацій, облігацій з плаваючою відсотковою ставкою, індексованих облігацій, які у перспективі дозволять знизити валютні ризики та ризики рефінансування державного боргу України.

К л ю ч о в і с л о в а: валовий зовнішній борг, внутрішній державний борг, боргова політика, ОВДП, ощадні облігації, облігації з плаваючою відсотковою ставкою, індексовані облігації.

Зовнішні запозичення активно використовуються як інструмент впливу на національну економіку, який позитивно впливає на її розвиток до досягнення ним певного – критичного рівня. В економічній літературі існує думка про те, що високий рівень зовнішнього боргу може "підірвати" економічні показники країни, стаючи так званим податком на майбутні інвестиційні проекти і тим самим стримуючи фінансування цих проектів [1, 2]. З огляду на це положення учені запропонували концепцію "боргового нависання", суть якої полягає в тому, що при високому зовнішньоборговому навантаженні відбувається пригнічення інвестиційної діяльності країни; крім того, таке навантаження не стимулює уряд проводити раціональну економічну політику [2]. Внаслідок зменшення регулювання фінансової сфери у 1990-х роках значно активізувався потік капіталу з розвинених країн до країн, що розвиваються, в результаті чого багато країн, і серед них навіть ті, що багаті на сировинну базу, зіткнулися з проблемою "боргового нависання" і кредитори були змушені систематично вживати заходів для скорочення заборгованості найбільш вразливих країн [3].

Залучення коштів та зростання зовнішнього боргу до прийняттого рівня є благом для економіки, якщо воно здійснюється під реальне економічне зростання в майбутньому, тому ключовим питанням є доцільність залучення та ефективність використання позичкового капіталу. Якщо держава використовує запозичені кошти для фінансування поточних витрат, на споживчі цілі, то фактично відбувається "розбазарювання" коштів, а майбутнім поколінням доведеться розраховуватися із цією заборгованістю, включаючи наростаючі виплати за нею і скорочуючи при цьому свої доходи.



Нагромадження зовнішніх боргів виступає позитивним фактором економічного розвитку, якщо воно використовується для фінансування капітальних державних затрат – великих інвестиційних проектів, що принесе у майбутньому прибутки (тобто доходність проектів перевищить рівень відсоткових ставок за позиками), за рахунок чого буде можливо не лише покрити основну суму боргу і відсотки за ним, а й збільшити внутрішні доходи держави. Саме тому нагромадження зовнішніх позик вважається допустимим тоді, коли вони використовуються для фінансування базових галузей економіки, і особливо експортоорієнтованих, оскільки саме останні слугують джерелом валютного виторгу для погашення зовнішнього боргу і "механізмом" структурної перебудови національної економіки.

Неефективне використання запозичених коштів і нераціональна структура зовнішніх запозичень чинять на економіку переважно негативний вплив. Значні запозичення при стрімкому зростанні короткострокового спекулятивного капіталу у більшості країн згодом призводили до дестабілізації національного фондового і валютного ринків. Активне залучення країнами, що розвиваються, зовнішніх запозичень призвело до формування гігантського масиву боргових зобов'язань, платежі за якими важким тягарем лягли на економіку країн-позичальників.

Світова фінансово-економічна криза засвідчила високий рівень залежності різних сегментів світової господарської системи, їхню взаємопов'язаність і необхідність гармонійного поєднання для підтримання фінансової стабільності, а також продемонструвала слабку стійкість національних ринків до зовнішніх шоків та недостатню підготовленість міжнародних фінансових інститутів до стрімкого розгортання кризових явищ. Суттєвим дестабілізуючим чинником при цьому стало масове залучення зовнішніх позик, що призвело до нарощення гігантських розмірів зовнішньої заборгованості (табл. 1), яка й надалі збільшується, що в кінцевому результаті ставить під сумнів утримання боргової стійкості деяких країн, їхнього економічного розвитку і дає підстави думати про виникнення чергової хвилі фінансової кризи та поширення каскаду боргових криз.

При цьому, якщо у попередні десятиріччя боргові кризи в основному охоплювали країни, що розвиваються, то сьогодні з проблемою надмірної заборгованості зіткнулися і розвинені країни-лідери, які дотепер вважалися фінансово стабільними та платоспроможними, мали високі кредитні рейтинги і були активними кредиторами. Тому, незважаючи на численні спроби Європейського Союзу врятувати своїх провідних країн-членів, виділяючи їм мільярдні пакети допомоги, створюючи фонди спасіння EFSF і ESM, ухвалюючи програми скорочення бюджетних витрат, розміри заборгованості країн єврозони продовжують зростати, сягнувши в середньому 117,1% ВВП [4].

Істотне зростання рівня зовнішнього боргу актуалізує проблему боргової безпеки окремих країн, оскільки, по-перше, вони підпадають під дію "ефектів зараження"; по-друге, характеризуються значними фінансово-економічними



ризиками, які посилюють уразливість національної економіки до дії зовнішніх шоків; і, по-третє, платою за залучення ресурсів іззовні в умовах високих ризиків стає подорожчання боргового обслуговування. Понад те, чим глибшим у країнах було кризове падіння економіки, тим більшою була їхня зорієнтованість на боргові залучення [5].

Таблиця 1

Валовий зовнішній борг, % ВВП

	Країна	2010	2011	Станом на 01.07.2012
1	Велика Британія	413,1	424,8	415,1
2	Швеція	190,9	194,0	198,4
3	Румунія	75,8	73,7	75,1
4	Польща	66,4	71,9	71,8
5	Угорщина	144,1	146,2	132,1
6	Литва	83,2	77,8	77,9
7	Латвія	164,8	145,0	144,1
8	Данія	190,4	183,1	191,5
9	Чехія	56,5	58,4	60,7
10	Болгарія	102,7	93,1	93,8
11	Греція	174	181,02	207,3
12	Німеччина	142	147,7	170,2
13	Італія	108	117,81	119,0
14	Іспанія	154	166,34	170,0
15	США	98,6	98,2	н/д
16	Японія	44,1	51,9	н/д
17	Малайзія	33,22	31,95	н/д
18	Таїланд	30,42	30,66	н/д
19	Індонезія	28,23	26,58	н/д
20	Україна	85,77	76,25	74,1

Джерело: складено автором на основі даних: The Quarterly External Debt Statistics (QEDS) [Електронний ресурс] / The World Bank. – Доступний з : <<http://www.worldbank.org/wbsite/external/datastatistics/extdecqeds>>; The Statistics Pocket Book [Електронний ресурс] / European Central Bank. – December 2012. – 54 р. – Доступний з : <<http://www.ecb.int/pub/pdf/stapobo/spb201301en.pdf>>; World Economic Outlook Databases. October 2012 [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>>.

Боргова ситуація України також є небезпечною і набуває дедалі загрозливішого характеру, оскільки впродовж 2008–2011 рр. відбувалося стрімке нарощування валового зовнішнього боргу (табл. 2), розмір якого на 01.10.2012 р. досягнув 132,45 млрд дол. США, що становить 75,3% ВВП за 2011 р.

Інтенсивне нагромадження зовнішнього боргу було зумовлене зростанням як державної зовнішньої заборгованості, так і корпоративної. Так, у складі сумарного зовнішнього боргу на борг органів державного управління припадає 26,78 млрд дол. США, на борг банків – 28,2 млрд дол. США, на борг нефінансових підприємств – 68,54 млрд дол. США (рис. 1).



Таблиця 2

Структура валового зовнішнього боргу України за секторами

Показник	01.01.2007		01.01.2008		01.01.2009		01.01.2010		01.01.2011		01.01.2012		01.10.2012	
	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%	млрд дол. США	%
Сектор загального державного управління	10924	20,04	11884	14,86	11959	11,76	17806	17,22	24982	21,29	25874	20,50	26784	20,22
Органи грошово-кредитного регулювання	880	1,61	462	0,58	4725	4,65	6210	6,01	7509	6,40	7487	5,93	5617	4,24
Банки	14089	25,85	30949	38,71	39471	38,83	30861	29,85	28119	23,96	25198	19,96	22594	17,06
Інші сектори	26676	48,94	33581	42,00	41255	40,58	43441	42,01	50843	43,33	60557	47,97	68535	51,75
Валовий зовнішній борг	54512	100,00	79955	100,00	101659	100,00	103396	100,00	117346	100,00	126236	100,00	132446	100,00

Джерело: складено і розраховано автором на основі даних Національного банку України: Зовнішній борг України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua>>.

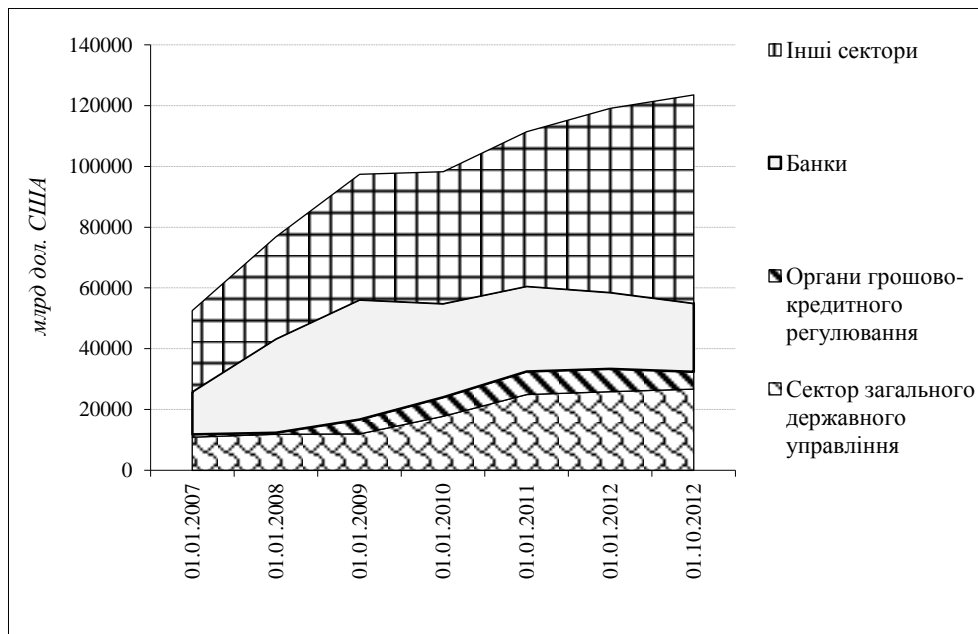


Рис. 1. Динаміка валового зовнішнього боргу України за секторами протягом 2007 – III кв. 2012 рр., млрд дол. США

При цьому боргова експансія в Україні суттєво перевищує темпи іноземного інвестування національної економіки – приріст державного боргу в 2009–2010 рр. приблизно на 20% перевищував приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Слід підкреслити, що хоча в усьому світі боргові ресурси переважають прямі інвестиції, проте для "слабких" економік (подібних до української), які потребують прискорення трансформаційних процесів, відсутність інтересів до прямих інвестицій на користь боргових інструментів може призвести не до економічного розвитку країни, а до його гальмування, оскільки відволікатиме значні ресурси від продуктивного використання всередині країни і унеможливить спрямування коштів бюджету на структурне реформування економіки та інноваційні проекти.

Внаслідок впливу світової фінансово-економічної кризи та нерозважливої боргової політики попередніх років Україна обтяжила себе катастрофічними боргами, в результаті чого перебуває на межі боргової стійкості [6], тому на сьогодні ключовими напрямками оптимізації боргової політики України є зважене управління зовнішнім державним боргом та регулювання зовнішнього корпоративного боргу.

В частині управління зовнішнім державним боргом основну увагу слід приділити мінімізації зовнішніх запозичень, переорієнтувавшись на внутрішні, оскільки в структурі державного боргу спостерігається чітке переважання його зовнішньої складової. Так, за підсумками листопада 2012 р. зовнішній державний та гарантований державою борг становив 58,15% від загальної суми державного боргу, відповідно 41,85% боргу становив внутрішній державний та гарантований державою борг (рис. 2).

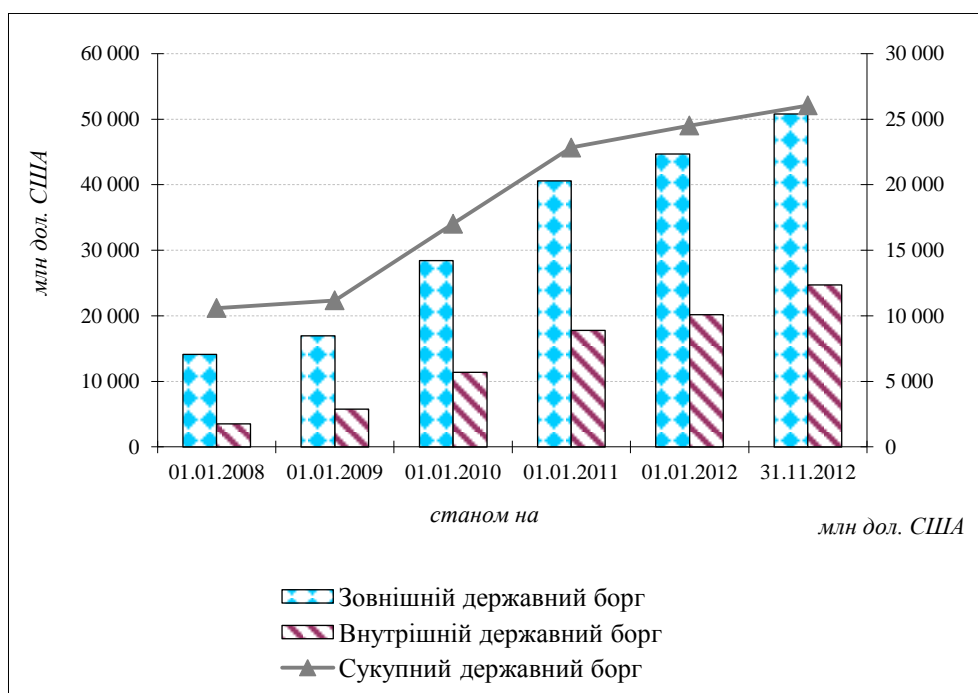


Рис. 2. Динаміка державного боргу України за зовнішньою і внутрішньою складовими, млн дол. США

Така ситуація обумовлена тим, що в Україні уряд значною мірою покладається на зовнішнє фінансування дефіциту бюджету, недооцінюючи роль внутрішніх джерел, що можна вважати вагомим структурним недоліком політики управління державним боргом, оскільки в разі посилення боргових проблем на міжнародних ринках капіталів доступ до них для України може стати обмеженим або взагалі закритися, що спричинить низку труднощів для національної фінансової системи.

Крім цього, слід зазначити, що нагромадження зовнішнього державного боргу призводить до відповідного зростання витрат на його обслуговування і погашення, а це у свою чергу тисне на бюджет (рис. 3). Особливо це виявляється при значному падінні обмінного курсу національної валюти, як було наприкінці 2008 р., оскільки обслуговування та погашення зовнішніх боргових інструментів у такому випадку дорожчає. Понад те, наявність зазначених деформацій у структурі державного боргу України провокує підвищення ризиків боргового фінансування (відсоткового, валютного, кредитного, ризику пролонгації боргу), що може стати причиною дестабілізації державних фінансів та макроекономічних дисбалансів.

Натомість відсоткові виплати за внутрішнім боргом сприяють отриманню доходів резидентами – утримувачами боргових зобов'язань, що зумовлює зростання внутрішнього попиту на торговельних ринках. Однак ціна внутрішніх позик і місткість національного фінансового ринку певним чином обмежують таку боргову політику.

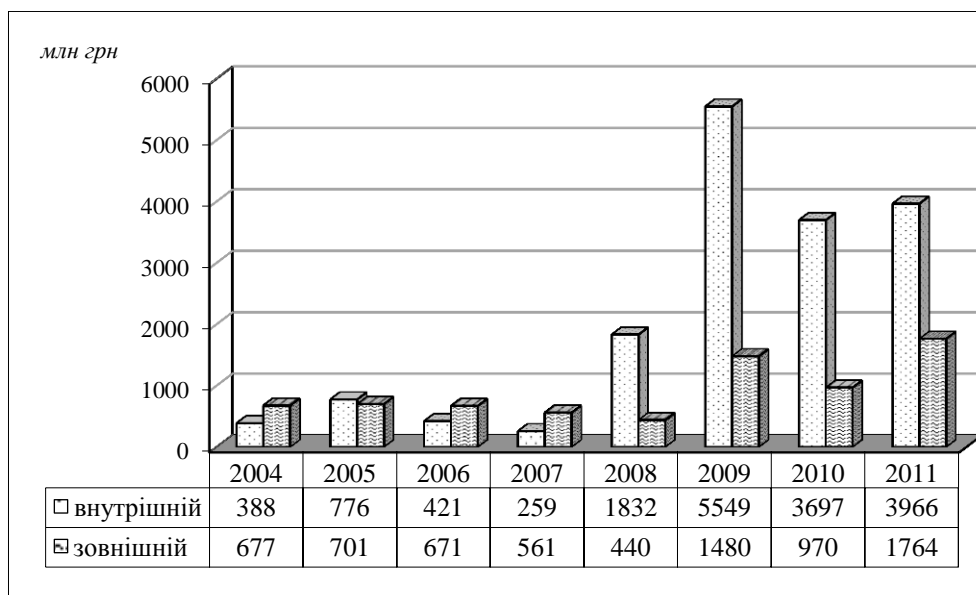


Рис. 3. Середньомісячні витрати на погашення та обслуговування державного боргу протягом 2004–2011 рр., млн грн

Очевидними перевагами внутрішніх позик також є можливість і простота управління ними урядом, тим більше вони не піддаються впливу валютних ризиків, що в умовах різких стрибків валютного курсу робить їхнє обслуговування дешевшим, ніж зовнішніх.

З іншого боку, при зміцненні курсу національної валюти навіть порівняно низькі відсоткові ставки за внутрішніми позиками будуть вищими за відповідні показники для зовнішніх запозичень, що чинитиме більший тиск на бюджет порівняно з варіантом "суто зовнішніх позик" [7, с. 13]. Саме у цих двох випадках політика уряду повинна чітко узгоджуватися з цілями валютно-курсової політики, оскільки потенціал внутрішнього ринку державних цінних паперів сильно залежить від здатності органів грошово-кредитної політики підтримувати невисокий рівень інфляції та стабільність гривні в певних межах, адже:

по-перше, існує загроза того, що внаслідок надмірного зростання внутрішніх позик за нестабільної економічної ситуації виникне сплеск інфляційних процесів, і,

по-друге, в разі значної девальвації гривні внутрішні запозичення не зможуть повноцінно компенсувати компаніям усі їхні потреби в обслуговуванні зовнішньої заборгованості та імпорту.

Разом із тим суттєвим недоліком внутрішніх запозичень є механізм реалізації так званого "ефекту витіснення" приватних інвестицій, тобто вільні ресурси, оминаючи реальний сектор економіки, спрямовуються на придбання державних цінних паперів, що фактично звужує джерела інвестування для реального сектора, провокуючи тим самим виникнення відповідних диспропорцій на макро- та мікрорівнях.



Щоправда, зазначимо, що в умовах України "ефект витіснення" не набуває загрозливих розмірів, оскільки частка державних цінних паперів у структурі банківських активів на 1 жовтня 2012 р. становила 6,91%, тоді як частка наданих кредитів – 65% [8].

Поза сумнівом, зменшення зовнішніх запозичень – як державних, так і приватних, скорочуватиме профіцит фінансового рахунку платіжного балансу чи навіть викличе його дефіцит, що унеможливить подальше фінансування колосального дефіциту поточного рахунку. Крім цього, цей ланцюжок взаємопов'язаних факторів можна доповнити недостатнім рівнем міжнародних резервів, навантаженням зовнішньоборгових виплат на бюджет 2013 р. та іншими негативними тенденціями на фінансових ринках, що в сукупності визначають ключовий напрям економічної політики держави, що має стимулювати експорт та зниження імпорту товарів і послуг для зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу України. Основним інструментом такої політики є помірна девальвація.

Враховуючи наведені вище аргументи на користь внутрішніх запозичень, слід наголосити на необхідності розширення та зміцнення ролі внутрішнього державного ринку цінних паперів, яке повинно супроводжуватися:

- встановленням ринкового рівня відсоткових ставок і проведенням регулярних аукціонів із розміщення ОВДП згідно з наперед складеним графіком проведення із зазначенням видів та строків обігу боргових цінних паперів;
- цільовим характером окремих випусків ОВДП (наприклад, для забезпечення конкретних видатків бюджету, а не на покриття його дефіциту загалом). Слід зазначити, що випуск цільових позик варто проводити на місцевому рівні під самоокупні проекти;
- розробленням нових інструментів внутрішніх державних запозичень, які б посилили зацікавленість інвесторів в українських державних боргових цінних паперах.

Якісно новими інструментами внутрішніх державних запозичень на фінансовому ринку України можуть бути облігації з плаваючою відсотковою ставкою або облігації, індексовані відповідно до рівня інфляції, частка яких на світових ринках коливається від 3 до 40% й активно використовується для управління ризиками рефінансування боргу.

Запровадження випуску індексованих облігацій передбачає досягнення таких цілей:

- зниження вартості державних запозичень;
- зменшення ризиків рефінансування;
- підвищення довіри до антиінфляційної політики уряду;
- підвищення ефективності антиінфляційної політики;
- підвищення схильності до здійснення організованих заощаджень в умовах високої інфляції [9].



У Канаді, відповідно до розрахунків центрального банку, здійснених у 2003 р., при загальному обсязі випущених за період з 1991 по 2002 р. індексованих облігацій у 15 млрд канадських доларів на обслуговуванні було зекономлено 1,5 млрд, порівняно з обслуговуванням такого ж обсягу випущених облігацій із фіксованою доходністю [10].

Крім цього, при впровадженні в Україні накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування цей вид державних цінних паперів викличе значний інтерес недержавних пенсійних фондів [11]. Світовий досвід показує, що пенсійні фонди беруть дедалі активнішу участь на внутрішніх ринках капіталів, нагромаджуючи значні розміри фінансових активів. Так, наприклад, у Болгарії та Чехії частка державних цінних паперів у загальній структурі активів недержавних пенсійних фондів становить близько 50%, в Угорщині – понад 70%, а в Україні – лише 1% при ліміті 50%.

Актуальним для національного боргового ринку є оновлення структури портфеля ОВДП з погляду строковості, тобто продовження терміну вільного обігу державних облігацій. Налагодженню довготермінових договірних відносин між державою і кредиторами в умовах невизначеності і невисокої довіри учасників фінансового ринку до влади сприятиме поширення суверенних облігацій із плаваючою ставкою [12].

І.Голдфайн у своїй моделі розглядав три види зобов'язань: внутрішні номінальні, внутрішні індексовані та зовнішні. Використовуючи дані Бразилії в період гіперінфляції, він продемонстрував, що будь-який уряд стикається з альтернативою: або підвищувати довіру до внутрішньої політики шляхом індексації своїх боргових зобов'язань, або не випускати останні, зважаючи на те, що номінальний борг виконує так звану функцію хеджування у випадку, якщо інфляція значно впливає на величину державних видатків [13].

Водночас уряд України намагається мобілізувати внутрішні кредитні ресурси в іноземній валюті шляхом розміщення валютних облігацій серед резидентів України. Провідні вітчизняні аналітики висувають низку фактів "проти" валютних облігацій, стверджуючи, що для фізичних осіб це досить непевний вид інвестування, оскільки немає чітких умов їхнього погашення і відповідного інституційного забезпечення [14]. Для фінансової системи України загалом, вказують вони, це додатковий фактор зростання рівня доларизації економіки, підвищення валютних ризиків і потенційні проблеми з рефінансуванням. Прикладом може служити досвід Аргентини, частка валютних облігацій якої впродовж 1995–2001 рр. зросла з 74,1 до 96,9% загального обсягу внутрішніх державних цінних паперів, після чого країна оголосила дефолт за своїми зобов'язаннями.

Її приклад підштовхнув інші країни, в тому числі Туреччину і Росію, які також "набрали" чимало внутрішніх позик у валюті, переглянути щодо них свою позицію. Якщо у Росії ще в 2004 р. їхня частка в загальному обсязі випущених урядом паперів становила 25,8%, то в 2008 р. вона знизилася до



4,4%, а вже у 2011 р. Москва повністю відмовилася від облігацій у валюті. Подібна ситуація спостерігалася і в Туреччині: частка таких облігацій впала з 38,4% у 2001 р. до 1% в 2011 р. [15].

Прихильники валютних облігацій, у свою чергу, вказують на те, що їхній випуск сприятиме залученню внутрішніх заощаджень населення в іноземній валюті і кругообігу грошей всередині країни, при цьому вигідність і безпечність валютних облігацій для населення вони аргументують тим, що відсотки за ними вищі, ніж за валютними депозитами, і держава за облігаціями гарантує повне повернення коштів. Хоча при цьому все-таки забувають про додаткові ризики для бюджету, особливо за реалізації сценарію девальвації гривні, в результаті чого витрати на обслуговування та погашення таких цінних паперів зростуть.

За такої ситуації доцільним є створення умов, які б стимулювали громадян вкладати свої кошти у державні цінні папери в національній валюті, адже населення володіє значним потенціалом¹ для розвитку національного фінансового ринку.

Такі суперечності ще раз підтверджують тезу про те, що Україні варто розвивати внутрішній фінансовий ринок, зокрема, в аспекті диверсифікації інструментів державних запозичень, які б відповідали інтересам інвесторів.

Одним із пріоритетних заходів в обраному векторі є випуск ощадних облігацій, що можуть використовуватися інституційними інвесторами, страховими компаніями, інвестиційними компаніями, пенсійними фондами та іншими суб'єктами, які мають довгі пасиви і зацікавлені в наявності інструментів із довготривалими термінами погашення і гарантіями збереження коштів від інфляційного знецінення за рахунок індексування доходів за облігаціями. Доход може складатися з двох частин: фіксованого купонного доходу і змінного купонного доходу, що відповідає індексу інфляції за шість попередніх місяців. На наш погляд, інвестор повинен мати вибір: отримувати доходи за ощадними облігаціями регулярно (наприклад, щороку) або під час їхнього погашення.

З іншого боку, випуск ощадних облігацій може стати пріоритетним для залучення заощаджень населення через недержавні пенсійні фонди шляхом створення спеціальних програм, які б стимулювали розвиток недержавного пенсійного забезпечення і привертали увагу громадян і роботодавців до ощадних облігацій. Іще одним аргументом на користь активізації роботи недержавних пенсійних фондів є довготерміновий характер їхніх коштів, а у випадку розгортання кризових подій, коли іноземні інвестори "тікають" із ринків, недержавні пенсійні фонди, навпаки, можуть купувати активи, вартість яких має зростати в середньо- і довгостроковій перспективі. Ощадні облігації можуть стати саме таким активом для інвестування.

¹ За даними Міністерства фінансів України, розмір заощаджень населення еквівалентний 400–500 млрд грн, що становить 50–70 млрд дол. США, а обсяг гривневих депозитів населення в банках станом на 1 жовтня 2012 р. становив близько 303,5 млрд грн.



Доцільно розглянути досвід Канади, де проводиться активна робота щодо випуску та реалізації ощадних та преміальних облігацій за допомогою програми "New Canada Savings Bonds Program". Суть програми полягає в акумулюванні заощаджень громадян для придбання державних боргових зобов'язань через недержавні пенсійні фонди, тобто фактично діє така схема: роботодавець, за згодою сторін, відраховує певну частину з нарахованої заробітної плати працівника у фонд, за рахунок якого купуються ощадні облігації. Перший етап такої схеми (відрахування з нарахованої і неоподаткованої ще зарплати) отримав назву "економія заробітної плати".

Загалом для кожного з учасників цього процесу існують свої переваги:

- для роботодавця – пільгові умови оподаткування та створення додаткових стимулів для утримання "цінних" працівників;
- для працівника – додатковий дохід від інвестицій у державні цінні папери, які характеризуються низьким рівнем ризику; гарантія збереження заощаджень;
- для недержавного пенсійного фонду – довгостроковий інструмент із гарантіями від інфляційного знецінення;
- для держави – мобілізація внутрішніх джерел фінансування.

Крім цього, за існуючої недовіри до банківської системи та недосконалої пенсійного законодавства в Україні створення подібних програм є альтернативним "виходом" на ринок внутрішніх заощаджень населення. До того ж, до введення другого рівня пенсійної системи, такі програми можна задіяти в рамках добровільної системи пенсійного забезпечення, що створить можливість для додаткових пенсійних нагромаджень громадян.

Ще одним шляхом залучення внутрішніх нагромаджень населення у державні цінні папери є активна участь недержавних пенсійних фондів за рахунок створення додаткових пенсійних планів за місцем роботи за прикладом США, де існують "плани типу 401 (к)", згідно з якими: працівники мають право відраховувати 25% своєї заробітної плати, але не більше 15,5 тис. дол. на рік, на свої персональні пенсійні рахунки; ці внески можуть доповнюватися роботодавцем [16]. Основним стимулом для участі в планах 401 (к) є пільгове оподаткування, оскільки як із внесків, так і з інвестиційного доходу, доходний податок не стягується. У 2007 р. кількість учасників планів 401 (к) становила 48,5 млн [17].

Подібна схема діє в США при відрахуваннях на особисті пенсійні рахунки (ОПР), куди громадянин має право робити відрахування сам, без участі роботодавця. Активи ОПР упродовж 1990–2008 рр. зросли з 0,6 трлн дол. США у 1990 р. до 4,7 трлн дол. США у 2008 р. Особистими рахунками у 2008 р. володіли 47 млн домогосподарств, причому деякі мали декілька ОПР [18].

Оскільки принцип оподаткування плану 401 (к) та ОПР аналогічний, можливе переведення коштів із рахунків плану 401 (к) на особисті рахунки без



будь-яких штрафних санкцій. Ця система забезпечує безперервність нагромаджень в умовах пільгового оподаткування і після втрати роботи та виходу на пенсію. Таким чином, шляхом відкриття вказаних рахунків відбувається акумуляція особистих заощаджень, переважна частина яких інвестується у державні цінні папери.

Подібну практику запровадження спеціальних урядових програм та відкриття додаткових персональних рахунків можна випробувати в Україні. Це дозволить власникам бізнесу раціонально управляти заощадженнями найманих працівників, трансформуючи їх у резерви майбутнього пенсійного забезпечення і отримуючи при цьому власну вигоду у вигляді пільгових умов оподаткування.

Запровадження нових інструментів на внутрішньому ринку цінних паперів зумовить підвищення його диверсифікації та ліквідності, тим самим зробивши цей ринок привабливішим передусім для населення, а також для іноземних інвесторів. Це у свою чергу сприятиме акумулюванню коштів на внутрішньому ринку без виходу на зовнішні.

Таким чином, розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, підвищення його місткості, диверсифікованості і ліквідності є альтернативою орієнтації Уряду на зовнішні запозичення, що в перспективі забезпечить зниження валютних ризиків і ризиків рефінансування державного боргу України. Вирішення таких завдань набуває особливої актуальності в період дестабілізації міжнародних фінансових ринків і є вкрай важливим для зміцнення державних фінансів України та покращення перспектив боргової стійкості.

Список використаних джерел

1. *Sachs J. D.* The Debt Overhang of Developing Countries, in *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro* / J. D. Sachs ; ed. by Guillermo Calvo and others. – Cambridge, Massachusetts, and Oxford : Blackwell. – 1989. – P. 80–102.
2. *Krugman P.* Financing vs. Forgiving a Debt Overhang / P. Krugman // *Journal of Development Economics*. – 1988. – N29. – P. 253–268.
3. *Арезки Р.* Долг и демократия / Р. Арезки, М. Брукнер // *Финансы и развитие*. – 2010. – № 6. – С. 30–32.
4. The European Central Bank. *Statistics Pocket Book*. [Електронний ресурс]. – 2012. – December. – 54 p. – Доступний з : <<http://www.ecb.int/pub/pdf/statpobo/spb201301en.pdf>>.
5. *Юрчишин В.* Економічний огляд для України: посилення боргових ризиків [Електронний ресурс] / В. Юрчишин ; Центр Разумкова. – 2011. – Квітень. – Доступний з : <http://www.razumkov.org.ua/upload/yurchyshyn_borh_Apr-2011.pdf>.
6. Оцінка боргової стійкості України та визначення граничного розміру дефіциту Державного бюджету : звіт з науково-дослідної роботи / кол. авторів, науковий керівник теми: Богдан Т. П. ; ДУ "Інститут економіки і прогнозування НАН України". – К., 2010.



7. Брагинская Л. Государственный долг: анализ системы управления и оценка ее эффективности / Л. Брагинская. – М. : Университетская книга, 2007. – 77 с.
8. Бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua>>.
9. Лондар С. Л. Облігації з індексованою доходністю як фінансовий інструмент нівелювання наслідків високих інфляційних очікувань / С. Л. Лондар, В. Й. Башко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – С. 88–99.
10. Real Return Bond Funding Review [Електронний ресурс] // Notices and Announcements. – Доступний з : <http://test.banqueducanada.ca/en/notices_fmd/2003/rrb2003.html>.
11. Дубихвіст О. Якісне оновлення державних фондових інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / О. Дубихвіст, В. Лановий // Вісник НБУ. – 2012. – № 1. – С. 3–6.
12. Вавилов А. Принципы государственной долговой политики / А. Вавилов, Е. Ковалишин // Вопросы экономики. – 2001. – № 8. – С. 46–63.
13. Goldfajn I. On Public Debt Indexation and Denomination: The Case of Brazil [Електронний ресурс] / I. Goldfajn // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/18. – 28 p. – Доступний з : <<http://www.imf.org>>.
14. Охріменко О. Чи варто купувати казначейські зобов'язання [Електронний ресурс] / О. Охріменко. – Доступний з : <<http://www.epravda.com.ua>>.
15. Марчак Д. Чим загрожують економіці держзапозичення у банків і населення в іноземній валюті [Електронний ресурс] / Д. Марчак. – Доступний з : <<http://news.finance.ua>>.
16. Попов А. А. Американская пенсионная система в условиях кризиса и сравнения с Россией / А. А. Попов // США и Канада. – 2009. – № 11. – С. 15–32.
17. 401 (k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2007 [Електронний ресурс] // ICI Research Perspective. – December 2008. – N 3. – Доступний з : <<http://www.ici.org/new/per14-03.pdf>>.
18. The Role of IRAs in U. S. Household Saving for Retirement, 2008 [Електронний ресурс] // ICI Fundamentals. – January 2009. – N 1. – Доступний з : <<http://www.ici.org/home/fm-v18nl.pdf>>.

*Надійшла до редакції
03.12.2012 р.*