

Я. Б. Базилюк

МІЖНАРОДНІ БОРГОВІ ВІДНОСИНИ ЯК ЧИННИК ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Розглянуто ключові підходи до проблеми нагромадження державних боргів та механізми їх зменшення в міжнародному секторі суверенних фінансів. Досліджено специфіку сучасних міжнародних фінансових відносин, сутність якої полягає у випереджальних темпах накопичення заборгованості міжнародним суверенним сектором порівняно з іншими секторами. Проаналізовано сучасні міжнародні заходи з дослідження й запобігання кризовим явищам, а також перспективи зменшення негативних наслідків міжнародних фінансових криз для фінансового сектору України.

Key approaches to the issue of the government debt accumulation and mechanisms to decline it in the international sovereign finance sector are examined. Features of modern international finance relations are examined. Outpacing debt accumulation by the international sovereign sector relatively to other sectors is proved. Current international arrangements for research and prevention of the financial crises and the prospects of reduction of their negative influence on financial sector of Ukraine are analyzed.

Ключові слова: державний борг, дефіцит бюджету, світова фінансова криза, фінансові репресії, державні боргові цінні папери.

Нагромадження суверенних боргів, що досягає історичних максимумів у розвинутих країнах, змушує міжнародну експертну спільноту систематично переосмислювати виклики і загрози фінансовій безпеці. Попри оптимізм, обережно висловлюваний фахівцями стосовно посткризового глобального відновлення, існує переконання в тривалості проблеми розвантаження фінансових дисбалансів. Тому дослідження структурних параметрів, тенденцій та наслідків нагромадження суверенних боргів є актуальним завданням.

Нині наукова дискусія присвячується широкому колу питань, пов'язаних з особливостями нагромадження державних боргів та їх управління в умовах зниження темпів глобального економічного зростання. Серед сучасних досліджень слід назвати роботи К. Рейнхарт, К. Рогоффа¹, які розглядають проблеми пошуку механізмів зниження суверенного боргу, зокрема фінансові репресії². На важливості врахування особливостей кредитно-фінансового

¹ Reinhart C. M. The return of financial repression / C. M. Reinhart // Financial Stability Review. Banque de France. — No 16. — April 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-04.pdf; Reinhart C. M. This time is different, again? The US five years after the onset of subprime / C. M. Reinhart, K. Rogoff. — October 22, 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.voxeu.org/article/time-different-again-us-five-years-after-onset-subprime-0>.

² Фінансові репресії (*financial repression*) — будь-які заходи державної політики, що перешкоджають вільній ринковій діяльності, а також змінюють вартість боргу або обмінний курс. До фінансових репресій можна віднести цільове кредитування уряду національними суб'єктами, залучене адміністративними важелями, явні або приховані обмеження процентних ставок, руху капіталу, маніпулювання кон'юнктурою через державну частку в банках. Фінансові репресії іноді пов'язані з підвищенням резервних вимог (або вимог щодо ліквідності), оподаткування угод з

циклу при обґрунтуванні заходів грошово-кредитної, бюджетно-податкової та макропруденційної політики для результативного зниження суверенних боргів наполягають Д. Айкман, К. Боріо³. Інструментам інжинірингу та механізмам скорочення боргового навантаження для запобігання суверенним дефолтам присвячено праці Д. Кайзера, У. Паніцци, П. Болтона, Д. Скіла⁴ та ін. Учені наголошують на загальному підвищенні ризиків, які генеруються міжнародним сектором суверенних фінансів, а накопичення небезпечного боргового потенціалу у суверенному секторі розглядається тригером переформатування міжнародної фінансової архітектури.

Водночас наукові і прикладні дослідження боргового навантаження міжнародного суверенного сектору не дають однозначних відповідей щодо вирішення боргових проблем. В цьому контексті актуальність дослідження полягає у концептуальному визначенні безпечних параметрів нагромадження державних боргів для міжнародної та національних фінансових систем, а також напрямів міжнародного врегулювання таких процесів.

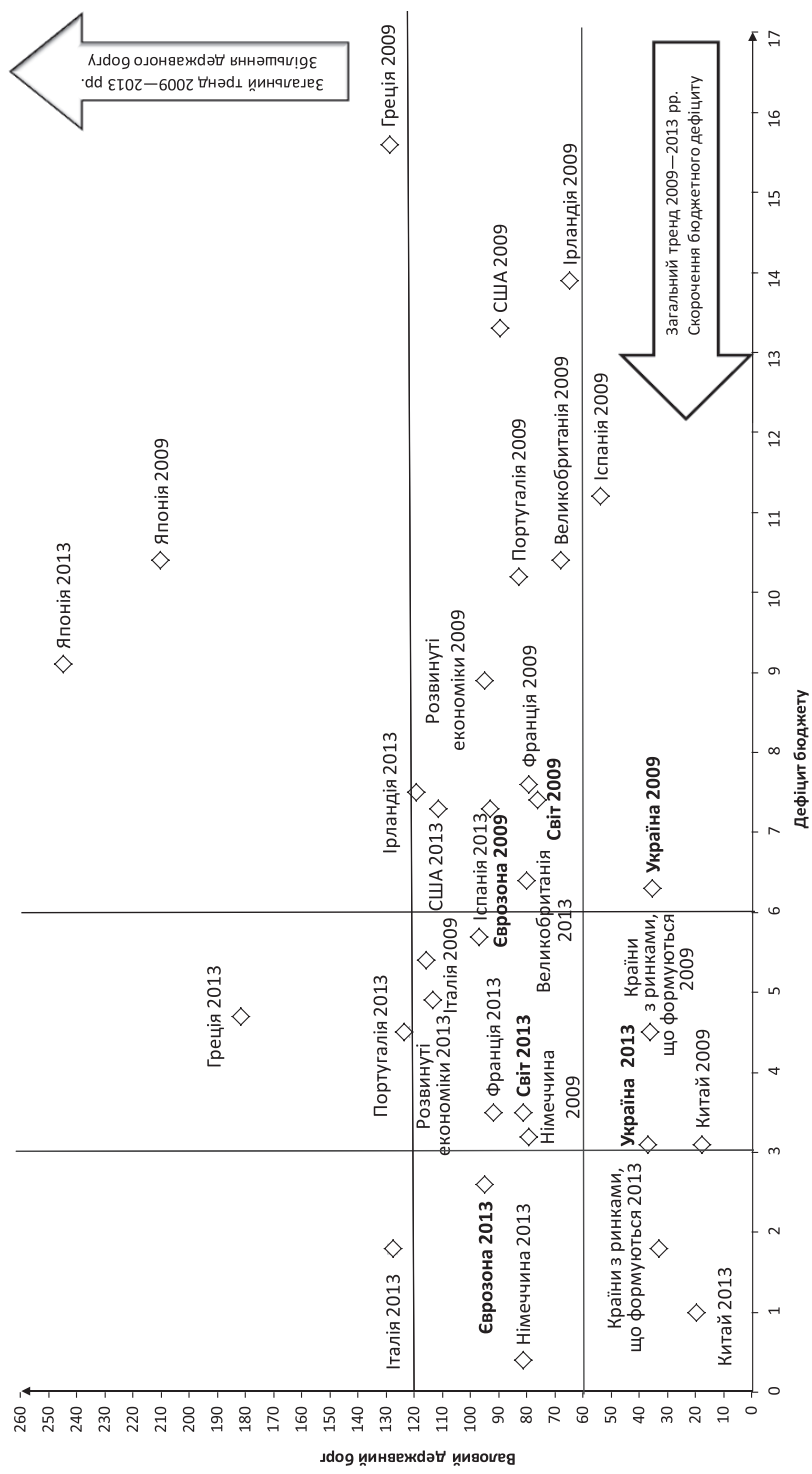
Забезпечення боргової безпеки суверенного сектору економіки залишається найактуальнішою сферою професійних дискусій. Багатоаспектність наслідків поширення боргових проблем державного сектору на інші сфери, складність отримання достовірної інформації щодо наявних та потенційних ризиків накопичення суверенних боргів, ідентифікація безпечних критеріїв нагромадження боргу для кожної окремої країни та здатність держав вчасно виконувати боргові зобов'язання — ось лише неповний перелік проблем, затримка вирішення яких посилює глобальну фінансову нестабільність.

Загалом сучасний стан боргового навантаження суверенного сектору демонструє тенденції росту, який прискорився у посткризовий період. Так, у жовтневому огляді МВФ за 2012 р. суверенні борги відносно світового ВВП у 2009 р. становили 76,2 %, у 2012 р. — 81,3 %, а у 2013 р. очікується їхнє зростання до 81,5 % (рис. 1). Найвищими темпами нагромаджується борг у розвинутих країнах.

цінними паперами, заборорою купівлі золота або розміщенням значних обсягів державного боргу за неринковими ставками. Основним мотивом фінансових репресій є підвищення спроможності держави фінансувати борг для уникнення відчутної консолідації.

³ *Aikman D. Curbing the credit cycle / D. Aikman, A. G. Haldane, B. Nelson [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.voxeu.org/article/curbing-credit-cycle>; Borio C. Macroeconomics and the financial cycle: Hamlet without the Prince? / C. Borio // VOX : Portal set up by the Centre for Economic Policy Research. — February 2, 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.voxeu.org/article/macroeconomics-and-financial-cycle-hamlet-without-prince>.*

⁴ *Kaiser J. Resolving Sovereign Debt Crises: Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework / Friedrich Ebert Stiftung Study, September [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://library.fes.de/pdf-files/iez/07497.pdf>; Panizza U. Do We Need a Mechanism for Solving Sovereign Debt Crises? / Panizza U. // Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper. — No 03/2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWP03-2013.pdf; Inside the black box: how should a sovereign bankruptcy framework be structured? / P. Bolton, David A. Skeel, Jr. Emory // Law Journal. — 2004. — Vol. 53. — P. 763—822 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/PDFS/Inside_Black_Box.pdf.*



Примітка: 2012 та 2013 рр. — оціночні дані станом на жовтень 2012 р.
Джерело: Fiscal Monitor. Taking Stock. A Progress Report on Fiscal Adjustment, October 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/fm1202.pdf>.

Рис. 1. Валовий державний борг та дефіцит бюджету в окремих країнах світу у 2009—2013 рр., % ВВП

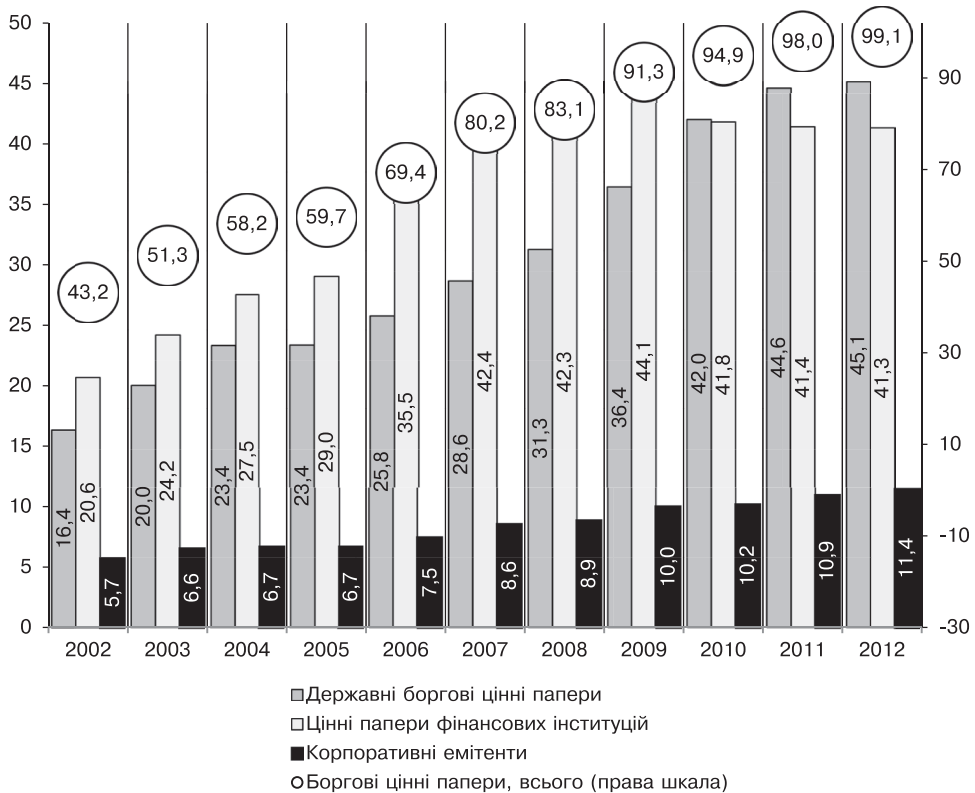
Так, очікується, що у 2013 р. співвідношення державного боргу і ВВП порівняно з аналогічним показником 2009 р. зросте в Ірландії на 54,4 в. п., Греції — на 52,8 в. п., Іспанії — на 43,0 в. п., Португалії — на 40,6 в. п., Японії — на 34,8 в. п., Великобританії — на 25,3 в. п., США — на 22,0 в. п., єврозоні — на 14,9 в. п. У середньому для розвинутих економік швидкість нагромадження боргу до ВВП у 2013 р. порівняно з 2009 р. становитиме 18,4 в. п.

Варто зазначити, що підвищення боргового навантаження відбувається на фоні скорочення бюджетних дефіцитів. Так, сукупний бюджетний дефіцит усіх країн у 2009 р. досягав 7,4 % світового ВВП, у 2012 р. — 4,2 % ВВП, у 2013 р. — очікується на рівні 3,5 % ВВП. Така тенденція відповідає проголошеному курсу на бюджетну консолідацію, яка була активно підтримана на національних рівнях. Найшвидші темпи бюджетної консолідації спостерігалися у країнах, які збільшили державні борги. Зокрема, у 2013 р. бюджетний дефіцит Греції становитиме 4,7 % ВВП (у 2009 р. становив 15,6 % ВВП), Ірландії — 6,4 % ВВП (13,9 %), Португалії — 5,7 % ВВП (10,2 %), Іспанії — 5,7 % ВВП (11,2 %), США — 7,3 % ВВП (13,3 %), єврозоні — 2,6 % ВВП (6,4 %).

Тенденції нагромадження боргів міжнародним суверенним сектором свідчать про випереджальні темпи накопичення саме суверенних зобов'язань, тоді як іншими секторами рівень заборгованості утримується або навіть знижується. Аналіз обігу боргових цінних паперів у 2002—2012 рр. (рис. 2) свідчить, що обсяг цінних паперів, емітованих міжнародним суверенним сектором до 2009 р., не перевищував обсягу тих, що емітовані фінансовими інституціями. Вже у 2010 р. обсяг суверенних боргових цінних паперів (42 трлн дол. США) перевищив аналогічний показник фінансових інституцій, до 2012 р. закріпивши відповідний відрив. Така тенденція може свідчити про негативні наслідки “рятування” розвинутими державами системотвірних фінансових інституцій та практики викупу “токсичних активів”. Відповідні кроки помітно погіршують стан суверенних фінансів, тому слід очікувати погіршення умов запозичення на міжнародних ринках для суверенного сектору, а також ускладнення пошуку джерел рефінансування суверенних боргів.

Слід назвати також низку закономірностей формування державних боргів, які можна відстежити на глобальному ринку державних боргових цінних паперів. Так, розвинуті країни, які стали генератором останньої фінансової кризи, традиційно відіграють домінуючу роль у нагромадженні суверенного боргу. У першому півріччі 2012 р. тільки на США, Японію, Італію, Німеччину, Францію, Великобританію та Іспанію припадало біля 34,4 трлн дол. США, що відповідає 76,2 % сукупного обсягу державних цінних паперів усіх країн світу.

Державні запозичення упродовж 2002—2012 рр. системно збільшувалися. Якщо у 2002 р. державні боргові цінні папери всіх країн світу становили 49,0 % світового ВВП, то у 2012 р. — уже 63,3 % (рис. 3). Показовим є період



Примітка: державні боргові цінні папери включають боргові цінні папери за міжнародними та внутрішніми зобов'язаннями. 2012 р. розраховано станом на червень 2012 р.

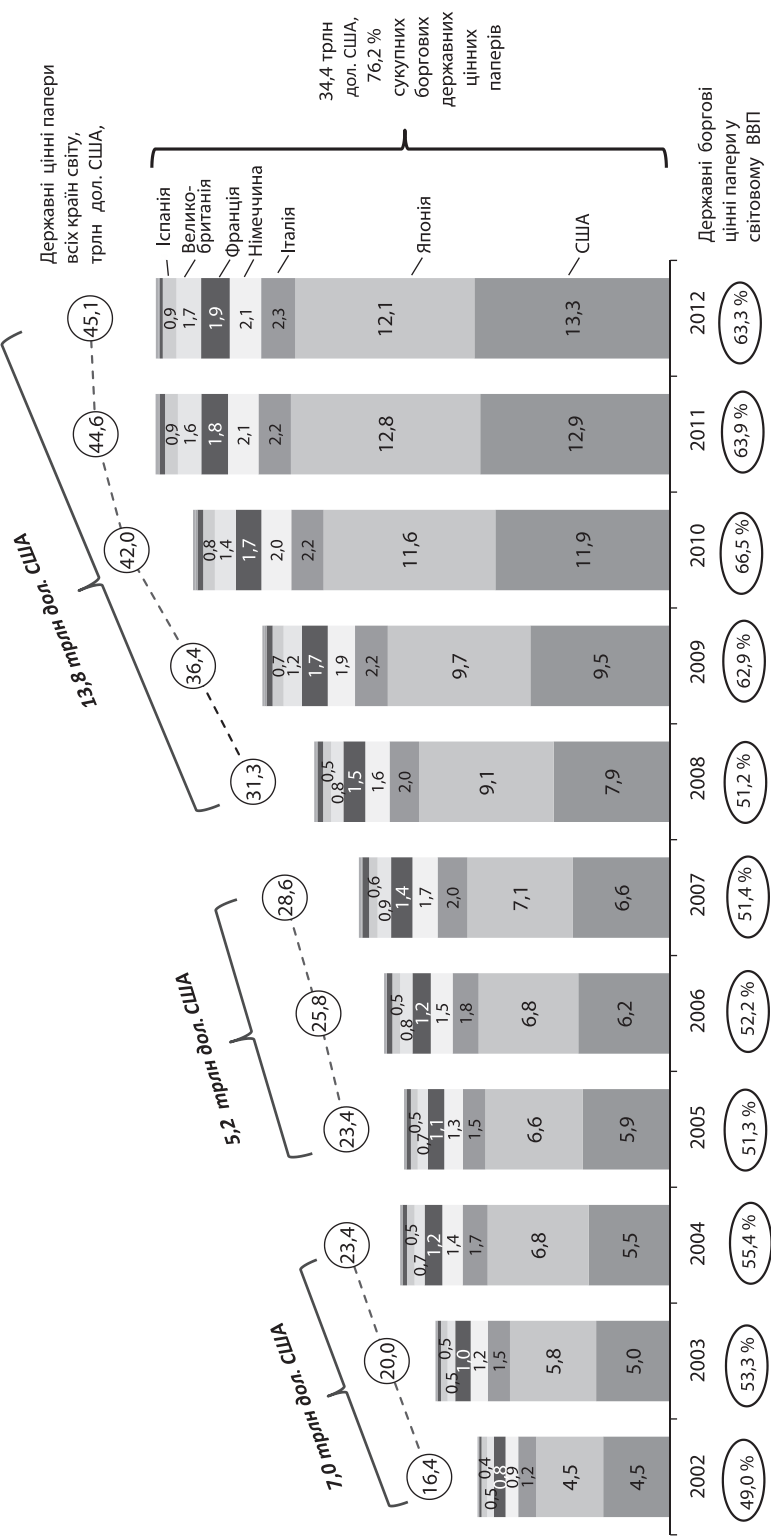
Джерело: BIS Quarterly Review, December 2002–2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Рис. 2. Глобальні боргові цінні папери в обігу за емітентами у 2002–2012 рр., трлн дол. США

2008–2012 рр., коли збільшення емісії державних боргових цінних паперів підвищило суверенні борги на 13,8 трлн дол. США.

Безумовно, позитивними здобутками видаються забезпечення державами фінансової дисципліни та оптимізація поточних витрат, досягнуті завдяки бюджетній консолідації. При цьому ріст боргового навантаження свідчить про відсутність позитивних зрушень у вирішенні системних проблем — недостатність економічного зростання для покриття боргових потоків та відсутність механізмів, враховуючи фінансові, реального скорочення боргу (реструктуризація лише відтерміновує його сплату і, зазвичай, погіршує загальні умови запозичення).

В цьому контексті складно оцінити безпеку глобального вирішення боргових проблем. Якщо основою оцінки безпеки боргового навантаження на суверенний сектор вважати Маастрихтські критерії, то граничні рівні боргу



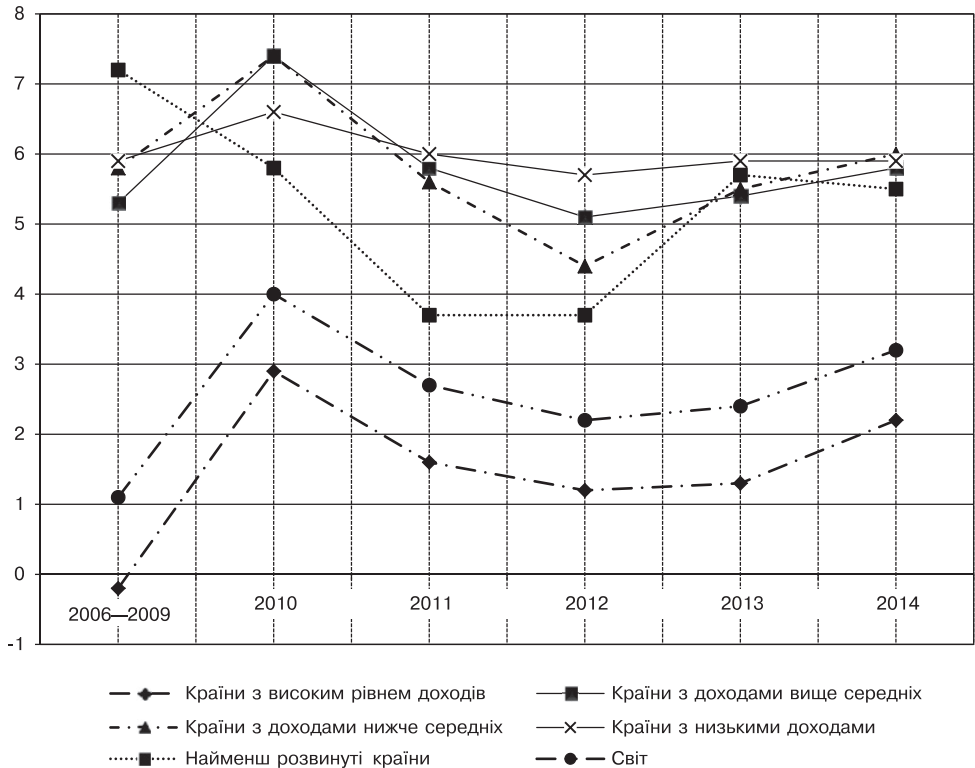
Примітка: державні боргові цінні папери включають боргові цінні папери за міжнародними та внутрішніми зобов'язаннями. 2012 р. розраховано станом на червень 2012 р.

Джерело: BIS Quarterly Review, December 2002–2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Рис. 3. Державні боргові цінні папери у 2002–2012 рр.

(60 % ВВП) та дефіциту бюджету (3 % ВВП) перевищено багатьма державами. При цьому скорочення бюджетного дефіциту не підтримує економічного зростання, яке залишається проблемним у посткризовий період. Відтак співвідношення боргу і ВВП здатне істотно погіршитись у середньостроковій перспективі.

На недостатність можливостей економічного зростання для вирішення боргової проблеми суверенного сектору вказують прогнози середньострокової перспективи МВФ, ООН та Світового банку. Найбільшою загрозою у цьому контексті є перспективи синхронізованого глобального спаду. Так, згідно з базовим прогнозом ООН, зростання світового валового продукту очікується на рівні 2,2 % у 2012 р., 2,4 % у 2013 р. і 3,2 % у 2014 р. (рис. 4). При цьому переважна більшість країн не зможе реалізувати свого потенціалу і не відновить втрачені під час кризи робочі місця.



Джерело: World Economic Situation and Prospects 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2013Chap1_embargo.pdf.

Рис. 4. Середньорічні темпи зростання ВВП у 2006–2014 рр., %

Важливо наголосити на синхронізації темпів зниження економічної динаміки у країнах з різним рівнем доходів. При цьому основним чинником глобальної нестабільності є зниження темпів росту ВВП у розвинутих країнах. Більшість із них, особливо європейських, втягуються у низхідний тренд економічної динаміки внаслідок зростаючого безробіття, скорочення кредитування корпоративного сектору і домашніх господарств, збереження нестабільності банківської системи, а також підвищення суверенних ризиків.

За січневим прогнозом МВФ, у 2013 р. темпи росту світової економіки становитимуть 3,3 %, а країн єврозони — -0,3 % (таблиця). Експерти МВФ обережно висловлюють оптимізм стосовно очікувань економічного зростання, який ґрунтується на аналізі вжитих заходів, які дозволили уникнути гострих ризиків кризи в єврозоні та США. Для єврозони МВФ також прогнозує повільне економічне відновлення. Попри рецесійні явища в Японії, МВФ очікує ефекту від заходів стимулювання. Для країн з ринками, що формуються, прогнозується погравлення економічного росту, утримання якого залежатиме від подолання слабкого зовнішнього попиту та внутрішніх обмежень. Загалом МВФ прогнозує збереження значних ризиків погіршення ситуації, зумовлених можливими проблемами в єврозоні та надмірною бюджетною консолідацією в США.

Таблиця. Показники реального ВВП окремих країн світу у прогнозах МВФ та Світового банку у 2013 р., %

| Країни | МВФ | Світовий банк |
|----------|------|---------------|
| США | 1,9 | 1,9 |
| Єврозона | -0,3 | -0,1 |
| Японія | 1,6 | 0,8 |
| Китай | 8,0 | 8,4 |
| Індія | 5,7 | 6,1 |
| РФ | 3,4 | 3,6 |
| Бразилія | 3,0 | 3,4 |
| Світ | 3,3 | 2,4 |

Джерело: World Economic Outlook Database [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>; Global Economic Prospects. Assuring Growth Over the Medium Term January 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1322593305595/8287139-1358278153255/GEPI3AFinalFullReport_.pdf.

Світовий банк прогнозує, що зростання глобального ВВП у 2013 р. становитиме 2,4 % та очікує помірного економічного зростання упродовж 2013—2015 рр. (для 2014 р. очікується зростання на рівні 3,1 %, та 3,3 % у 2015 р.). Для країн, що розвиваються, у 2013 р. Світовий банк прогнозує темпи зростання у 5,5 % (5,7 та 5,8 % у 2014 р. та 2015 р. відповідно), країн з високим рівнем доходів — 1,3 % (2,0 та 2,3 % у 2014 р. і 2015 р. відповідно). Визнаючи економіки, що розвиваються, основними локомотивами глобального зростання,

експерти Світового банку, втім, наголошують на сповільненні темпів їхньої економічної динаміки, яка ще не досягла докризових рівнів, а також потребах системного підвищення внутрішньої продуктивності.

Світовий банк, як і МВФ, наголошує, що повільне економічне зростання є основною передумовою виникнення ризиків. Тому у прогнозі Світового банку сказано про значний потенціал негативного впливу єврозони на дебілізацію глобального розвитку та потребу істотного покращення стану державних фінансів, активізації формування пан'європейського банківського союзу та фондів суверенного порятунку. У разі втрати політичної ініціативи у здійсненні цих заходів, Світовий банк прогнозує високу ймовірність обмеження доступу окремих країн єврозони до міжнародних ринків капіталу, а також провокування глобального сповільнення, яке може знизити ВВП економік, які розвиваються, більш ніж на один процент.

Тому необхідне вивчення фінансових ризиків, удосконалення їх оцінювання та формування системи превентивних заходів. Така робота активізована міжнародними і національними організаціями, а також наднаціональними органами, які послідовно здійснюють антикризові та превентивні заходи.

Так, Міжнародний валютний фонд у посткризовий період значно посилив роботу у сфері фінансового нагляду, який здійснюється згідно з міжнародним мандатом і орієнтований на забезпечення ефективного функціонування міжнародної валютно-фінансової системи та підтримки глобальної економічної і фінансової стабільності. Позитивної оцінки заслуговує затверджена у вересні 2012 р. Стратегія фінансового нагляду, імплементована як основна рекомендація Трирічного наглядового звіту 2011 р. Нею підсумовано інновації та прорахунки фінансового нагляду МВФ упродовж останнього десятиліття, а також визначено цільові пріоритети його подальшого зміцнення⁵.

Варто зазначити, що на відміну від попередньої концепції нагляду, ця Стратегія зосереджується на виявленні системних ризиків фінансової стабільності та макропруденційній політиці, а також передбачає посилення інструментів політичного діалогу з національними урядами для зниження імовірності фінансових потрясінь на глобальному рівні. Окрім цього у рамках Стратегії МВФ суттєво поглиблює практичну співпрацю зі Світовим банком, G20, Радою з фінансової стабільності, а також іншими регламентними органами.

Важливою ініціативою у сфері оцінювання міжнародних ризиків є інструмент раннього запобігання (*Early Warning Exercise*, EWE⁶), створений після звернення у 2008 р. G20 до МВФ та Ради з фінансової стабільності (*Financial*

⁵ IMF Sets Out a Strategy for Financial Surveillance // Public Information Notice (PIN). — 2012. — No 12/111. — September 21 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2012/pn12111.htm>; The IMF's Financial Surveillance Strategy [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082812.pdf>.

⁶ IMF-FSB Early Warning Exercise. Factsheet [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/ewe.pdf>.

Stability Board). Його методологічна основа була представлена у 2010 р.⁷ Раннє запобігання готується МВФ спільно із Радою з фінансової стабільності двічі на рік і дає змогу ідентифікувати малоймовірні, проте найбільш чутливі ризики глобальної економіки; визначає план дій для пом'якшення ризиків та зменшення вразливості, а також надає методичні рекомендації щодо удосконалення наступного аналізу. Особливістю раннього запобігання є його конфіденційність, а також відмінність рекомендацій від наданих у базових звітах МВФ — Світовому економічному огляді, Бюджетному моніторингу, Звіті з глобальної фінансової стабільності (*World Economic Outlook, Fiscal Monitor, Global Financial Stability Report*). На відміну від інших звітів, раннє запобігання дає змогу ідентифікувати пункти вразливості та тригери, здатні викликати системні кризи, а також визначити найбільш прийнятні політичні напрями зниження ризиків, зокрема й ті, що вимагають міжнародної співпраці⁸.

Говорячи про колективне зміцнення фінансової стабільності та запобігання негативним явищам у секторі державних фінансів, варто наголосити на важливості міждержавної угоди ЄС — Пакту про фінансову стабільність, підписаного 25 з 27 держав — членів ЄС, який набув чинності 1 січня 2013 р. Цільовим орієнтиром цієї угоди є запобігання накопиченню боргів шляхом дотримання державами-членами фінансової дисципліни. Основними правилами у межах цієї угоди є: обмеження державного боргу 60 % ВВП, утримання дефіциту бюджету не більше 3 % ВВП, структурного дефіциту — менше 1 % ВВП та запровадження автоматичних механізмів корекції, які перебувають на стадії розробки. Важливим інструментом підтримки фінансової дисципліни є фінансові санкції обсягом від 0,1 % ВВП країни за перевищення визначених нормативів. Дієвим інструментом дослідження дисбалансів у ЄС є запроваджена для виконання Пакту Процедура визначення макроекономічного дисбалансу (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*⁹), котра ґрунтується на так званому табло. Система раннього запобігання заснована на табло, яке складається з десяти показників основних джерел макроекономічних дисбалансів. Метою табло є визначення потенційних дисбалансів. Механізм оповіщення MIP складається з індикаторів на основі табло та презентується у річному звіті (*Alert Mechanism Report, AMR*). Склад показників може змінюватися залежно від ситуації, крім цього Європейська комісія разом із ЄЦБ може запровадити поглиблений огляд.

⁷ IMF-FSB Early Warning Exercise. Design and Methodological Toolkit. September 2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090110.pdf>.

⁸ IMF-FSB Early Warning Exercise. Factsheet [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/ewe.pdf>.

⁹ MIP Scoreboard. European Commission. Economic and Financial Affairs [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_scoreboard/index_en.htm.

Звичайно, ці приклади не вичерпують глобальних та національних анти-кризових заходів, які здійснюються з метою оздоровлення суверенних фінансів. Назвемо лише важливу тенденцію — концентрацію зусиль на превентивних заходах — передбаченні та запобіганні кризовим явищам.

Для України в сучасних умовах зростання нестабільності зовнішнього середовища важливо забезпечити ефективну систему дослідження і запобігання кризовим явищам, особливо в секторі державних фінансів. Слід позитивно оцінити прийняті упродовж 2010—2012 рр. програмні документи¹⁰. Разом із тим комплексність та системний характер сучасних загроз розвитку міжнародного фінансового середовища зумовлює необхідність удосконалення наукового і прикладного апарату для обґрунтування рішень у сфері забезпечення безпеки сектору державних фінансів.

З цією метою важливою є підготовка заходів щодо: діагностування та раннього запобігання фінансовим дисбалансам; дослідження найбільш імовірних сфер та механізмів трансферу зовнішніх криз, зокрема боргової кризи Єврозони у національну економічну і фінансову системи; формування неборгових джерел погашення державного боргу; запровадження компенсаторних механізмів фінансування економіки на випадок істотного погіршення кон'юнктури на зовнішніх ринках; оптимізації джерел зовнішнього фінансування та розширення можливостей доступу до міжнародних ринків капіталу, враховуючи розвиток сучасних фінансових механізмів.

Отже, у глобальній фінансовій системі накопичено негативний потенціал ризиків, які генеруються незадовільним станом суверенних фінансів та повільним економічним зростанням. Це актуалізує потребу концептуального переосмислення системи забезпечення фінансової стабільності України, перспектив нагромадження суверенного боргу для економічного зростання, а також механізмів запобігання трансферам фінансових кризових явищ до національної економіки. Україні необхідно підготувати завчасні відповіді на актуальні виклики міжнародного середовища.

¹⁰ Ідеться, насамперед, про: наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження положення про управління ризиками, пов’язаними з державним боргом” від 16.06.2010 № 461, постанову Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов’язаними з управлінням державним (місцевим) боргом” від 01.09.2012 № 815, наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження Програми управління державним боргом на 2013 рік” від 21.02.2013 № 277.