

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

## **Кваліфікаційна робота**

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«Державний борг України: механізм управління  
та обслуговування»**

Виконав: студентка 4-го року навчання,  
напряму підготовки  
6.030508 «Фінанси і кредит»

Чиж Ілона Леонідівна

Керівник: Галицька Е.В.  
кандидат економічних наук, професор

Рецензент: Приказюк Н. В.

Кваліфікаційна робота захищена  
з оцінкою «\_\_\_\_\_»

Секретар ЕК \_\_\_\_\_  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2020 р.

Київ 2021

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....	6
1.1. Поняття державного боргу України та його структура.....	6
1.2. Сутність та методи управління та обслуговування державного боргу.....	12
1.3. Зарубіжний досвід управління державним боргом.....	18
Висновки до Розділу 1.....	22
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ.....	24
2.1. Дослідження державного боргу та видатків на його обслуговування.....	24
2.2. Система індикаторів боргового навантаження та платоспроможності.....	36
2.3. Використання похідних фінансових інструментів в управлінні державним боргом.....	43
Висновки до Розділу 2.....	48
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ.....	49
3.1. Ризики державного боргу та їх вплив на боргову безпеку країни.....	49
3.2. Проблеми обслуговування та управління державного боргу на сучасному етапі.....	54
3.3. Напрями підвищення ефективності управління державним боргом України.....	60
Висновки до Розділу 3.....	64
ВИСНОВКИ.....	66
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	70

## ВСТУП

Ефективність та надійність фінансової системи держави, здатність виконувати притаманні їй функції, а також якість державного управління в цілому, відображаються у державному бюджеті країни, який складається Міністерством фінансів. Одним із основних показників головного фінансового плану країни є не лише обсяги бюджетних надходжень та видатків, а й обсяг державного боргу.

Державний борг був, є і залишається важливою складовою будь-якої економічної системи усіх, без винятку, країн. І хоча це питання стоїть на порядку денному, погляди щодо нього залишаються неоднозначними. На сьогодні важко віднайти країну, яка змогла б обійтися без запозичень. Державні видатки щоденно функціонують, а резерви країн, у свою чергу, мають властивість зменшуватися і доходити до крайніх відміток. В цей час держава має скористатися запозиченнями, які відіграють роль інвестиційних ресурсів і впливають на економічний розвиток країни. Держави вдаються до запозичень як на внутрішніх, так і на зовнішніх ринках капіталу. І хоча, позичені кошти покликані покращити економічну ситуацію країни, неправильне розпорядження ними, чи нездатність повернути їх може вдарити по економічному стану країни та підірвати її статус серед інших країн світу, що у свою чергу потребуватиме ще більших запозичень, а останнє, як наслідок призведе до появи державного боргу.

При значних розмірах боргу, особливо коли, його величина перевищує 60% від річного обсягу ВВП (за міжнародними стандартами), держава-боржник може позбутись стабільної фінансової безпеки, а постійне його зростання, неефективне управління призведе до дефолту країни.

Актуальність даної теми в тому, що протягом попередніх років державний борг України, як зовнішній, так і внутрішній, невпинно зростає, створюючи загрози борговій безпеці та фінансовій стабільності країни.

За останнє десятиріччя проблема зростання зовнішнього боргу України продовжує загострюватися. Залучення позикового капіталу викликоне

необхідністю поповнення валютних резервів, з метою збільшення ресурсів економічного розвитку країни та забезпечення стійкості національної валюти.

Питання державного боргу та його наслідків для соціально-економічного стану країни досліджувались відомими вченими, такими як: Р. Барро, Г. Манків, Д.Сакс, Ф. Каселлі, Т. Лейн, Ф. Баррі, О. Бланчар та іншими. Дослідженню особливостей функціонування державного боргу, причин та наслідків його існування, а також напрямам оптимізації його структури присвятили праці чимало українських вчених-економістів, зокрема Т. Вахненко, А. Гальчинський, В. Лісовенко, Л. Лондар, О. Присяжнюк, І. Федорович, О. Футерко, О. Шаров, Л. Капранова та інші.

Основною метою дослідження є теоретичне узагальнення передумов та особливостей формування державного боргу та обґрунтування політики управління та обслуговування боргом, що сприятиме забезпеченню фінансової стійкості та економічного розвитку країни. Мета роботи обумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- визначення економічної сутності державного боргу, його видів та структури;
- обґрунтування ризиків державного боргу та їх впливу на боргову безпеку країни;
- розгляд поняття і методів управління та обслуговування державного боргу;
- аналіз сучасного стану і динаміки державного боргу України;
- дослідження боргового навантаження та платоспроможності України як боржника;
- визначення особливостей використання похідних фінансових інструментів в управлінні державним боргом;
- аналіз проблем обслуговування та управління державного боргу України;
- обґрунтування напрямів підвищення ефективності управління державним боргом України.

Об'єктом дослідження є теоретичні та економічні аспекти управління та обслуговування державного боргу.

*Предметом роботи* виступають фінансові відносини між державою та юридичними і фізичними особами, що виникають в процесі формування, управління та обслуговування державного боргу.

Дипломна робота на тему «Державний борг України: механізм управління та обслуговування» складається зі вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел.

Перший розділ складається з теоретичних понять економічної сутності боргу, його видів та структури, а також ризиків державного боргу та їх впливу на боргову безпеку країни. Визначено сукупність методів управління державним боргом та сутності його обслуговування.

У другому розділі проведено аналіз стану державного боргу України. Зокрема, проаналізовано стан та динаміку боргу, його структуру в розрізі різних видів, а також видатки на його обслуговування. Також проаналізовано ряд індикаторів боргового навантаження та оцінено платоспроможність України як боржника. Отримали дослідження особливості використання похідних фінансових інструментів в системі управлінні державним боргом.

Третій розділ присвячено питанням оптимізації управління боргом. Так, досліджено зарубіжний досвід управління державним боргом у провідних країнах світу, визначено основні проблеми обслуговування та управління державного боргу, що дало змогу обґрунтувати напрями підвищення ефективності управління державним боргом України на сучасному етапі.

## **РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ**

### **1.1. Поняття державного боргу України та його структура**

Держаний борг на сьогодні є невід'ємною частиною ефективного функціонування економіки будь-якої країни. Суспільне призначення державного кредиту полягає в розширенні фінансових можливостей уряду за допомогою використання специфічного кредитного інструментарію для забезпечення ресурсами, необхідними для виконання економічних, соціальних і політичних функцій. Потреба в державному кредиті зумовлена тим, що діяльність держави обмежена фіскальними можливостями, які забезпечуються податками. Задовольнити безмежні потреби лише за допомогою податків досить складно, тому завдання уряду полягає у пошуку альтернативних методів фінансування потреб бюджету. До таких методів належить монетарне й позикове фінансування. Фінансування дефіциту коштом емісії грошей, як правило, призводить до інфляції, тому монетарне фінансування дефіциту бюджету доцільно використовувати в обмежених розмірах, за певних умов та у короткостроковому періоді. Позики є привабливішим методом фінансування бюджетних видатків у порівнянні з грошовою емісією. Випуск позик дає змогу уряду покрити дефіцит бюджету та розширити фінансування соціально-економічних програм. За умови ефективного використання державного кредиту, держава здатна розв'язати нагальні поточні проблеми, збалансувати потреби теперішнього і майбутнього розвитку, що позитивно впливає на добробут населення країни. У разі нераціонального використання державного кредиту та неефективного спрямування залучених коштів державний борг транспортується в непосильний тягар як для фінансів держави, так і для економіки загалом. Вчений М. Орлов, дослідник державного кредиту й боргу, стверджував: «Борг державний повинен бути спів розмірний із силами держави, й лише за умови такої спів розмірності він може бути для народу джерелом могутності та

багатства; однак якщо від легкості позик народжується розкіш і марнотратність, якщо в мирний час та на звичайні витрати будуть спрямовуватись кошти, призначені для надзвичайних видатків, то участь кредитної системи буде подібна участі системі податків, з тією лише різницею, що зловживання податками можна виправити кредитом, а зловживання кредитом нічим не може бути виправлене. Такв ситуація стається тоді, коли сплата процентів за державним боргом стає обтяжливою й неможливою, і цим визначаються межі державного кредиту» [16].

Державний борг є наслідком функціювання системи державного кредиту. Державний кредит – складова категоріального апарату фінансової науки, а державний борг – понятійного. Державний кредит є складовою фінансовою категорією, котра в еволюційному контексті виникла зі збільшенням ролі й значення фінансів, зокрема бюджетів, набуття ними публічності та прозорості. Грошово-кредитна політика здійснюється центральним банком країни, яким обираються та здійснюються заходи, які найефективніше впливатимуть на розвиток економіки [19].

Суспільне значення державного кредиту полягає в розширенні можливостей фінансування за рахунок використання кредитних інструментів для забезпечення країни ресурсами, необхідними для виконання економічних, соціальних і політичних функцій. Необхідність такого джерела фінансування зумовлена тим, що держава у своїй діяльності здебільшого виходить із меж фіскальних можливостей, тобто доходів державного бюджету не вистачає для покриття всіх видатків. Задля задоволення потреб соціального та економічного значення без збільшення податкового тягара податків необхідним є пошук альтернативних методів фінансування потреб бюджету, одним з яких є позикове фінансування. Таким чином, державний кредит дає можливість подолати бар'єр між наявними коштами і додатковою потребою в них [16]. Розширення фінансових можливостей держави, збільшення фінансування важливих соціально-економічних програм та ефективність кредитного методу перевірена

роками призвели до поширення його використання переважною більшістю країн світу [27].

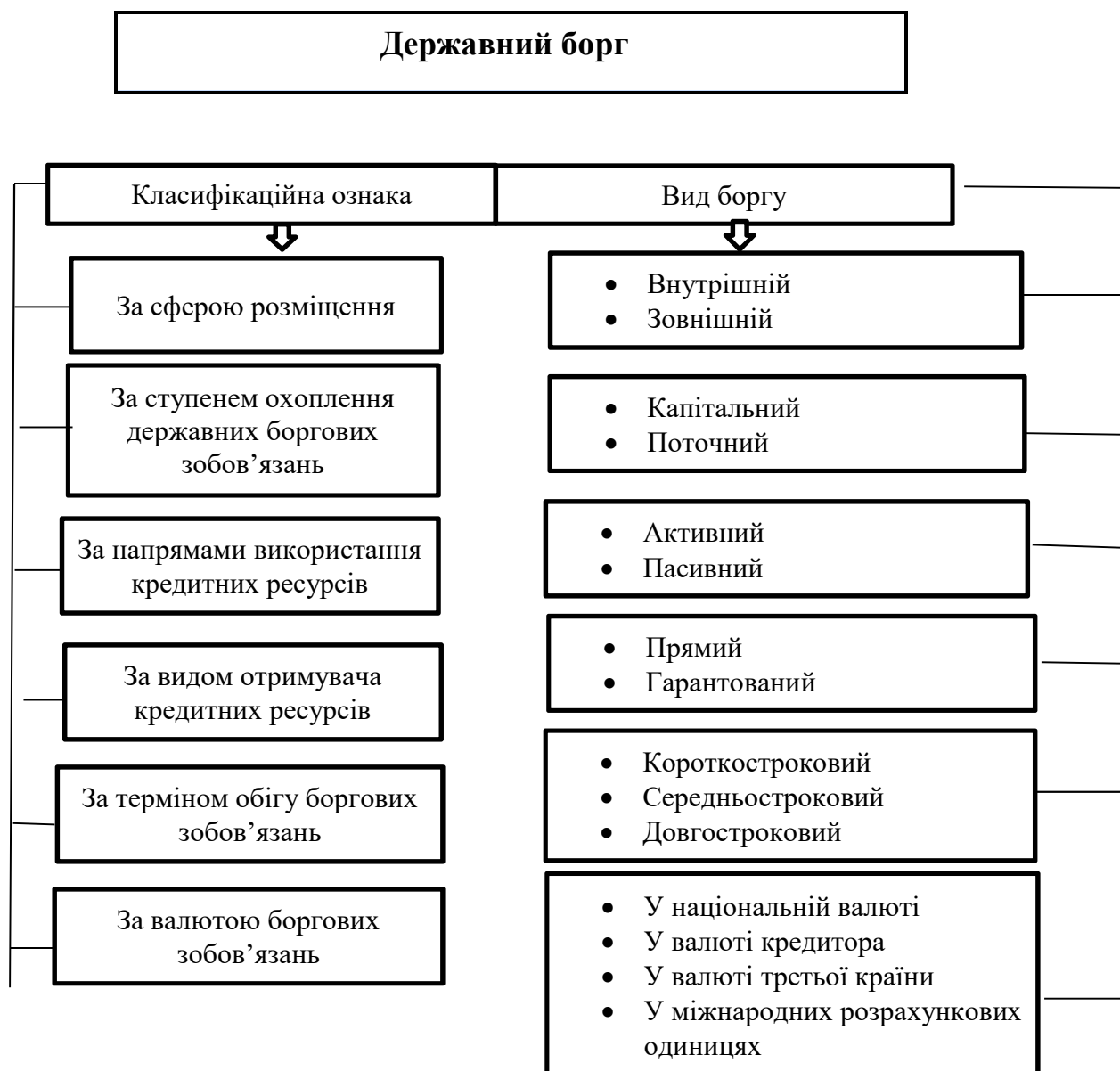
Таким чином, державний борг, як результат руху позикового капіталу в системі державного кредиту, став постійною складовою державних фінансів та важливим інструментом макроекономічного регулювання.

Згідно з Бюджетним кодексом України, *державний борг* – загальна сума боргових зобов'язань держави з поверненням отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення. Граничний обсяг державного боргу визначається за ст. 18 Бюджетного кодексу України, в якій зазначено, що величина суми боргу не має перевищувати 60% фактичного річного ВВП України. У разі перевищення граничної величини боргу Кабінет Міністрів України зобов'язаний вжити термінових заходів з метою зменшення суми державного боргу до встановленої величини й нижче. Розмір державного боргу розраховується у грошовій формі як непогашена основна сума прямих боргових зобов'язань держави. Стан державного боргу визначається на останній день звітного періоду та включає операції за цей день [6, 7].

У складі державного боргу традиційно виділяють зовнішній та внутрішній борг: *зовнішній державний борг* – це заборгованість держави перед іноземними громадянами, державами, банками та міжнародними фінансовими організаціями; *внутрішній державний борг* – заборгованість держави громадянам, юридичним особам і фірмам даної країни, які володіють цінними паперами, випущеними її урядом [5, 7]. Світовий досвід свідчить, що вагомість зовнішніх запозичень зростає в умовах обмеженості внутрішніх ресурсів (насамперед, нестачі внутрішніх заощаджень) або більш сприятливих умов отримання ресурсів на міжнародних ринках (нижчі, порівняно з внутрішніми, зовнішні процентні ставки), хоча при цьому позичальники наражаються на ризики, пов'язані із глобальними циклічними коливаннями, раптовими змінами вартісних показників стратегічно важливих фондових товарів, валютних курсів тощо [27].



Також варто виокремити поняття *державного прямого боргу*, що виникає внаслідок фінансових запозичень держави, договорів і угод про надання кредитів та позик, пролонгації та реструктуризації боргових зобов'язань минулих років. А також *державного гарантованого боргу* – гарантування державою повернення суми позики кредитору у разі неплатоспроможності позичальника – резидента цієї країни.



**Рис. 1.1** — Класифікація державного боргу

Джерело: складено автором на основі робіт вчених-економістів та законодавчих документах [5-7]

Боргові зобов'язання уряду України можуть мати короткостроковий – до 1 року, середньостроковий – від 1 до 5 років і довгостроковий – 5 і більше років термін [7]. Використання середньострокових та довгострокових боргових зобов'язань дає змогу краще планувати видатки державного бюджету на обслуговування боргу та збільшує можливості держави щодо фінансування стратегічних довгострокових програм. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі з метою досягнення фінансової стабільності та економічного розвитку.

Окремі вчені зазначають, що в Україні існує два типи державного боргу: офіційно визнаний борг та заборгованість, що в його складі не враховується, проте за економічною природою є державною. Офіційно визнаний державний борг – це борг, оформлений кредитними угодами або державними цінними паперами, що передбачає погашення основної суми боргу та виплату відсотків у чітко визначений термін. Другий тип, офіційно невизнаний борг, включає невиконані фінансові зобов'язання держави перед суб'єктами економіки, такі як: неоплачені державні замовлення; заборгованість із заробітної плати перед працівниками бюджетної сфери; невідшкодований податок на додану вартість; гарантії держави щодо компенсації знецінених заощаджень громадян в установах Ощадного банку [7].

Теорія державного боргу, перш за все, зосереджує увагу на питанні економічних наслідків боргу. Існує дві точки зору. Відповідно до стандартної точки зору, борг справляю негативний вплив на економіку країни. Так, А. Сміт, Д. Рікардо й багато їх послідовників вкрай негативно ставилися до використання державного кредиту та нарощення державного боргу. Адже, на їх думку, зростання державного боргу зумовлює подальше підвищення податкових ставок або навіть введення нових податкових платежів та перенесення податкового тягаря на наступні покоління. Чимало науковців вважали, що до державного

кредиту можна звертатись тільки як виняток, за умови відсутності інших можливостей [32-34].

Проте вже в XIX ст. більш поширеними стали твердження, що боргове фінансування бюджетного дефіциту через розширення державних видатків стимулює сукупний ефективний попит, який і є основним фактором економічного зростання. Для отримання позитивного ефекту необхідно, щоб обсяги капітальних інвестицій перевищували обсяги запозичень, а темпи зростання ВВП перевищували темп зростання боргу.

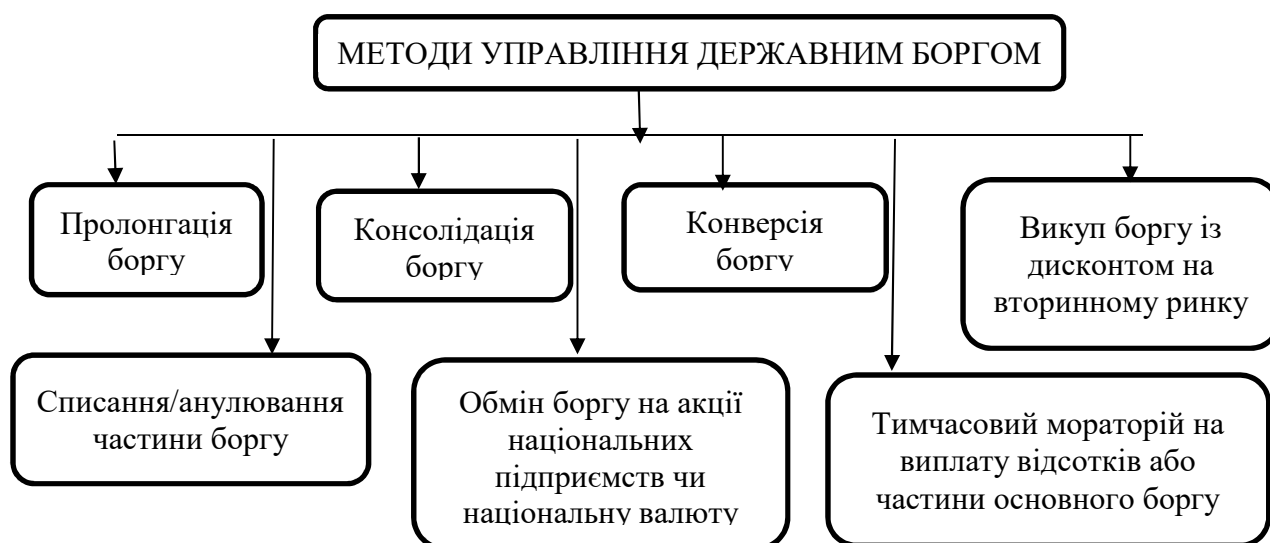
Економічна суть державного боргу виявляється через такі дві його функції: фінансову та регулюючу. Фінансова функція передбачає залучення державою необхідних коштів для фінансування бюджетних видатків. Відповідно до Бюджетного кодексу України видатки бюджету — це кошти, що спрямовуються на здійснення програм та заходів, передбачених відповідним бюджетом, за винятком коштів на погашення основної суми боргу та повернення надміру сплачених до бюджету сум. Регулююча функція державного боргу передбачає коригування обсягу грошової маси через купівлю-продаж цінних паперів центральним банком країни (облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик).

Таким чином, державний борг можна розглядати з двох позицій: з одного боку, державне запозичення сприяє економічному зростанню країни; з іншого — борг збільшує навантаження на державний бюджет. Тому необхідно знайти оптимальне співвідношення між інвестиціями, економічним зростанням і внутрішніми та зовнішніми запозиченнями. Умови залучення нових позик мають оцінюватися з урахуванням здатності країни їх обслуговувати та ефективно використовувати. Виявлено, що сам факт нагромадження державного боргу не дає повної уяви про економічний стан та боргову безпеку держави. Більшість світових економік характеризуються навісті державного боргу. Відповідно, постає потреба подальшого дослідження сутності державного боргу через визначення потенційних ризиків, а також дослідження стану та динаміки боргу в Україні.

## 1.2. Сутність та методи управління та обслуговування державного боргу

Обслуговування державного боргу передбачає здійснення платежів на виконання боргових зобов'язань держави щодо сплати відсотків (дисконту), комісій та інших платежів, які передбачені умовами запозичення, крім сплати основної суми боргу, а також супутні платежі. Розв'язання проблеми обслуговування державного боргу є одним із ключових факторів економічної стабільності в країні. Від характеру врегулювання боргової проблеми значною мірою залежить бюджетна дієздатність держави, стан її валютних резервів, а відповідно, і стабільність національної валюти, рівень відсоткових ставок, інвестиційний клімат, характер поведінки всіх сегментів фінансового ринку.

Управління державним боргом – це сукупність заходів держави з метою виплати відсоткових доходів кредиторам і погашення позик, а також зміни умов уже випущених позик, визначення умов і випуску нових позик (Рис 1.2). Проблема управління державним боргом полягає у забезпеченні співвідношення між інвестиціями, економічним зростанням і внутрішніми та зовнішніми запозиченнями, забезпеченні платоспроможності держави та пошуку реальних джерел фінансування.



**Рис.1.2** — Методи управління державним боргом  
Джерело: складено автором на основі [32-34]

Існують наступні методи управління державним боргом:

1. Пролонгація боргу – форма добровільної згоди кредиторів на відстрочення виплат за зобов'язаннями боржника; як правило, проводиться тоді, коли випуск нових позик на обслуговування раніше випущених є фінансово недоцільним.
2. Консолідацію боргу, тобто зміну умов позики щодо часу її чинності (тривалості) з можливою зміною величини позикового відсотка, зокрема перетворення недержавного кредиту короткострокових державних позик у довгострокові, об'єднання кількох державних позик попередніх років в одну позику; консолідація і конвертація можуть проводитись одночасно.
3. Конверсію боргу, тобто зміну початкових умов державної позики, зокрема зміну строків позики, часу виплати, способу погашення позики, а найчастіше – зміну величини позикового відсотка (зміну дохідності позик).
4. Анулювання частини боргу – анулювання частини боргу, тобто відмову уряду від погашення боргу; анулювання боргів може бути зумовлене фінансовою неспроможністю держави, її банкрутством або політичними мотивами; найчастіше подібний механізм застосовується до найменш розвинутих країн, нездатних погасити свої зобов'язання навіть у віддаленій перспективі; за певних умов часткове списання боргу економічно вигідне і кредиторам.
5. Тимчасовий мораторій на виплату відсотків або частини основного боргу, тобто відстрочення сплати внутрішніх або зовнішніх боргових зобов'язань, що оголошується спеціальними актами державної влади на певний строк чи до закінчення певних надзвичайних подій.
6. Обмін боргу на акції національних підприємств чи національну валюту, що є однією із найпоширеніших ринкових схем реструктуризації державного боргу; передбачає надання кредиторам права продажу боргів з дисконтом за національну валюту, на яку в результаті можна придбати акції

національних компаній; частіше використовується безпосередній обмін (своп) боргів на акції компаній, що перебувають у державній власності.

7. Викуп боргу з дисконтом на вторинному ринку, тобто скорочення обсягу державного боргу через викуп власних боргів із дисконтом (знижкою) на вторинному ринку; такий метод реструктуризації боргу можуть собі дозволити лише деякі країни-боржники, які мають у своєму активі значні обсяги золотовалютних резервів.
8. Реструктуризацію зовнішнього боргу, що проводиться у рамках Паризького клубу офіційних кредиторів (реструктуризація міжурядових позик і позик, гарантованих урядом) та Лондонського клубу приватних кредиторів (реструктуризація комерційного боргу). При реструктуризації боргу, як основна сума боргу, так і умови його обслуговування (процент, сума, строки сплати) переглядаються, і при цьому відбуваються зміни в умовах боргового контракту таким чином, що кредитор погоджується на певні послаблення умов боргових виплат на користь позичальника, принаймні в короткостроковій перспективі.

Стратегічним завданням управління державним боргом є мінімізація вартості його обслуговування. При нарощуванні розмірів державного внутрішнього боргу всі зусилля слід спрямовувати на зменшення реальної вартості його обслуговування та на врахування динаміки заборгованості з темпами економічного росту.

Також варто зазначити про таке поняття, як дефолт. Цим терміном позначають будь-які види відмови від боргових зобов'язань, але, як правило, його використовують вужче, маючи на увазі відмову центрального уряду від своїх боргів. Дефолт не є чимось винятковим та екстраординарним у світових фінансових відносинах. Деякі країни, серед яких не тільки латиноамериканські, але також європейські, проводять у стані дефолту більше половини своєї фінансової історії. Так, всього у світі за період з 1820 року і до цього часу було зафіксовано 248 випадків дефолту у 107 суверенних країнах. Найчастіше дефолти виникали в країнах Південної Америки — Еквадорі, Мексиці, Уругваї

та Венесуелі; кожна з цих країн оголошувала дефолт щонайменше 8 разів, часто демонструючи феномен «серійних дефолтів». Країни Еквадор та Гондурас провели у стані дефолту більше ніж 120 років кожна, а Греція перебувала у цьому стані понад 90 років. Важливо зазначити, що дефолт і реструктуризація боргу є тісно пов'язаними, але не ідентичними поняттями. Дефолт означає неспроможність уряду вчасно здійснити основний платіж чи відсотків по ньому (після спливання періоду відстрочки платежу). Дефолт може бути частковим, якщо країна не здатна обслуговувати лише частину свого боргу. Зокрема, часто виплата за відсотками продовжується, хоча виплата основної частини боргу призупиняється. Втім, дефолт може означати і повне припинення всіх боргових виплат кредиторам. У більшості випадків, реструктуризація відбувається після настання дефолту і, фактично, більшість процесів з реструктуризації боргу спричинені саме дефолтом. Така реструктуризація, відома як пост-дефолтна, може бути визначена як обмін боргу на нові боргові зобов'язання, що відбувається після настання факту платіжного дефолту. Між тим, останніми роками дедалі частіше запроваджуються «випереджуючі» реструктуризації, тобто, коли обмін боргових інструментів здійснюється до того, як уряд порушить термін здійснення будь-якого платежу [27].

Політика ефективного управління державним боргом базується на певних принципах, дотримання яких дає можливість використати перевагі державних запозичень і при цьому забезпечує дотримання боргової безпеки та забезпечення фінансової стабільності країни (рис.1.2).

Довгострокова мета управління зовнішнім боргом полягає в утриманні зростання зовнішніх зобов'язань країни у межах її спроможності обслуговувати борг. Короткострокова мета управління зовнішнім боргом – регулювання обсягів зовнішніх запозичень таким чином, щоб сукупний попит відповідав станові внутрішніх та зовнішніх розрахунків країни. Реалізація цієї мети дозволяє забезпечити відповідність зовнішніх запозичень загальним цілям макроекономічної політики. Тактичними завданнями, що вирішуються у процесі управління державним боргом є: пошук ефективних умов запозичення коштів

(мінімізації вартості боргу); недопущення нецільового і неефективного використання запозичених коштів; забезпечення своєчасної та повної сплати суми основного боргу та нарахованих відсотків; визначення оптимального співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями; забезпечення стабільності валютного курсу та фондового ринку.



**Рис. 1.3** — Принципи управління державним боргом

Джерело: складено автором на основі [27, 33, 37]

Використання державної заборгованості у механізмі державного регулювання економіки вимагає від уряду відповідної стратегії для управління державним боргом. У процесі управління державним боргом необхідно враховувати: економічну та політичну ситуацію в країні, рівень інфляції; ділову активність суб'єктів підприємницької діяльності; ступінь ризику країни щодо неповернення боргу. За цих умов управління буде ефективним та сприятиме

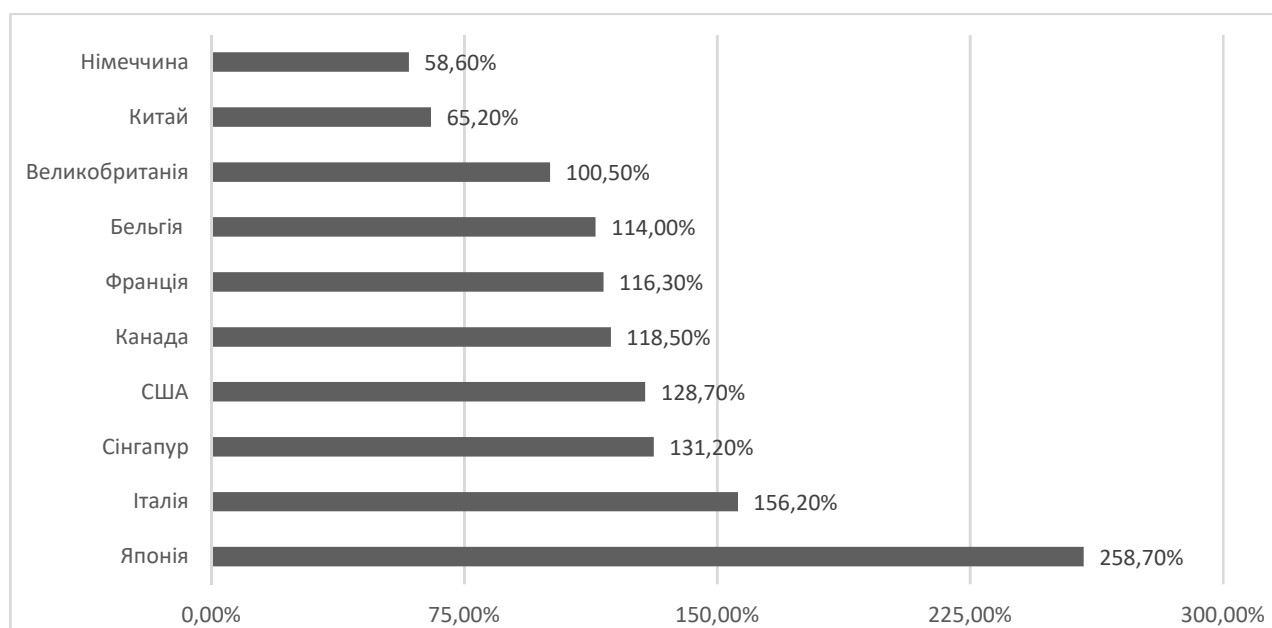


макроекономічній стабілізації. Ефективна політика управління державним боргом має включати в себе наступні напрямки:

- підтримання державного боргу на рівні, що забезпечує збереження економічної безпеки країни;
- здійснення постійного моніторингу динаміки боргових виплат з тим, щоб в графіку погашення боргу були відсутні періоди пікових навантажень, а основні виплати припадали на моменти очікуваного зростання економіки;
- створення такої структури державних позик, щоб виконання зобов'язань за ними було пов'язано з найменшими витратами і мінімальним ризиком для економіки країни;
- мінімізація вартості боргу за рахунок подовження терміну запозичень і зниження прибутковості за борговими зобов'язаннями;
- своєчасне і повне виконання зобов'язань з метою недопущення нарахування штрафів за прострочення і забезпечення країні репутації надійного позичальника;
- забезпечення ефективного цільового використання залучених коштів;
- створення єдиної системи управління боргом для координації заходів щодо зниження рівня заборгованості і забезпечення ефективного контролю за залученням і використанням коштів;
- узгодження політики з обслуговування зовнішнього боргу з фінансової та економічної політикою в цілому;
- застосування різних методів управління державним боргом відповідно до макроекономічного стану країни та умов на світовому фінансовому ринку.

### 1.3. Зарубіжний досвід управління державним боргом

Державний борг є складовою фінансової системи багатьох країн світу. У період, що передував глобальній кризі 2008-2009 рр., державний борг зарубіжних країн хоча й були значними, проте не викликали значного занепокоєння. Проте сьогодні внаслідок глобальної фінансової кризи, а також значних додаткових витрат урядів для фінансування наслідків пандемії COVID19, державний борг багатьох розвинутих країн наблизився до 100% їх ВВП. Надмірний обсяг державного боргу, характерний для багатьох країн світу, актуалізував для урядів питання управління державними борговими зобов'язаннями. Особлива увага приділено питанню вибору найбільш ефективних інструментів управління державним боргом.



**Рис. 1.4** - Відношення державного боргу до ВВП у різних країнах світу, 2020 р.  
Джерело: складено автором на основі [44, 45]

Відповідно до результатів дослідження, проведеного експертами МВФ, основні інструменти боргової політики, що використовуються в кризовий період в різних групах країн, можна умовно розділити на дві групи (табл 1.1):

- введення нових цінних паперів і зміна структури цінних паперів, які пропонуються на ринку;
- зміна процедур і механізмів розміщення позик;
- операції на відкритому ринку.

**Таблиця 1.1** Основні інструменти боргової політики по групах країн

Країна	Впровадження нових цінних паперів та зміна складу цінних паперів	Зміна процедур та механізмів розміщення позик	Операції на відкритому ринку
Розвинуті країни			
Бельгія	+	+	+
Німеччина	+		
Італія		+	+
Нідерланди	+		+
Великобританія	+	+	+
США	+		+
Країни, що розвиваються			
Бразилія			+
Угорщина	+		+
Корея	+		+
Мексика		+	+
Польща	+	+	+
Турція	+	+	+

Зазначимо, що за словами експертів, наведені інструменти є ефективними в кризовий період, проте мають короткостроковий характер. Запорукою успіху є створення більш складної і більш досконалої моделі управління державним боргом. Зокрема, в таких країнах, як Данія і Швеція, застосовується особливий підхід до управління зовнішнім державним боргом, який корелює з практикою управління портфелем цінних паперів. Головним завданням такого підходу є

скорочення витрат на погашення і обслуговування боргу. Для цього будується теоретична базова модель портфеля боргових зобов'язань з розбивкою за видами валют, термінами погашення, вартості обслуговування боргу, оптимальним для певної країни графіком боргових платежів. Далі ставиться завдання наближення фактичної моделі до базової з використанням різного інструментарію управління державним боргом. При цьому оцінюється поточна ситуація на світовому ринку позикових капіталів, можливості країни щодо використання тих чи інших боргових інструментів і приймаються певні відхилення від базової моделі. Для проведення таких операцій створюється агентство з управління державним боргом, діяльність якого контролюється міністерством фінансів. Даний підхід є більш продуктивним з точки зору підтримки помірного рівня боргу в цих країнах, ніж складання і виконання звичайних програм зовнішніх запозичень. Важливим завданням діяльності боргового агентства є вибір найкращої з усіх можливих схем взаємодії з кредиторами. А головна мета - ефективне управління державним боргом з мінімальними витратами на його обслуговування [27, 33].

Для України у контексті вивчення кращих зарубіжних практик управління державним боргом важливим є досвід насамперед пострадянських країн та європейських країн, що розвиваються. Фіскальні дисбаланси цих країн мають певну історичну схожість з ситуацією в Україні. Важливо підкреслити, що вагомою складовою стабілізації боргової ситуації в у країнах, стало посилення заощаджень, що в подальших періодах стимулювало і інвестиції. Так, у Латвії, Польщі і США утримали і навіть підвищити рівень заощаджень в національній економіці. Україна ж, навпаки, дедалі більше споживала, що лише посилювало дисбаланси. Навіть у відносно «успішних» для країни 2012-2013 рр. Україна не спромоглася на акумуляцію внутрішніх ресурсів, що посилювало фіскальні і боргові ризики.

У розвинених країнах операції з обслуговування державного боргу здійснюють спеціальні підрозділи міністерства фінансів або державного казначейства. У США — це спеціальні бюро державного боргу міністерства фінансів, в Великобританії — Агентство з питань управління боргом, який є

виконавчим органом казначейства. Особливої уваги заслуговує боргова позиція Японії. Хоча ця країна має, здавалося б, критично великий державний борг (майже 250% ВВП 2020 р.), проте ризики суверенного боргу все ж не визначаються як критичні. Справа у тому, що державний борг країни переважно зосереджений у національних інвесторів, і навіть більше – у тому ж державному секторі країни. Для Японії є характерним існування різноманітних державних агентств, спрямованих на виконання тих чи інших функціональних завдань держави. Тому й кредитні відносини чи питання рефінансування окремих державних економічних агентів не створюють реальних проблем для державних фінансів країни. До того ж, в Японії вже упродовж двох десятиліть утримуються практично нульові (а в окремі періоди навіть негативні) процентні ставки на боргові ресурси. Відповідно, обслуговування боргу не є обтяжливим та витратним для державного бюджету.

Таким чином, світовою практикою акумулювано значний досвід управління державним боргом, встановлені основні принципи і цільові орієнтири ефективної та дієвої боргової політики. У більшості країн світу зусилля уряду спрямовані на підвищення стійкості державних фінансів до зовнішніх шоків і забезпечення фінансової стабільності в країні. Методи управління державним боргом сформувалися завдяки тісній співпраці країн-дебіторів і країн-кредиторів за тривалий період світової практики. Вони мають свою специфіку в кожній країні, що обумовлено відмінностями в рівні економічного розвитку, політичному ладі, соціально-економічній політиці уряду. Основні інструменти боргової політики, які були впроваджені в різних країнах — це введення нових цінних паперів і зміна структури цінних паперів, які пропонуються на ринку, зміна процедур і механізмів розміщення позик, а також операції на відкритому ринку. При цьому будь-які інструменти мають вживатись узгоджено та підпорядковано єдиній борговій політиці, спрямованій на зниження боргових ризиків, оптимальність структури боргу, збереження фінансової незалежності країни.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

В сучасних умовах державний борг не є винятковим явищем. Більшість країн, незалежно від розвиненості їх економіки, мають державний борг, що формується внаслідок використання державного кредиту. Використання державного кредиту обумовлено необхідністю усунення розриву між зростаючими витратами держави і обмеженими можливостями формування доходів бюджету. Основною причиною збільшення державних витрат є посилення ролі держави в сферах суспільного життя, розширення його економічних і соціальних функцій, непередбачені надзвичайні ситуації та стихійні лиха.

При цьому не всі економісти підтримують використання державного боргу, наголошуючи на його негативних наслідках для економіки країни. Так, визначено ряд макроекономічних каналів, через які державний борг може негативно позначитися на середньостроковій і довгостроковій економічній ситуації. Зокрема, значне збільшення відношення боргу до ВВП може у майбутньому призвести до підвищення податків, а також додаткових витрат бюджету і, як результат, зниження інвестицій в країні.

Поряд з цим поширеними стали твердження, що боргове фінансування бюджетного дефіциту через розширення державних видатків стимулює сукупний ефективний попит, який і є основним фактором економічного зростання. Для отримання позитивного ефекту необхідно, щоб обсяги капітальних інвестицій перевищували обсяги запозичень, а темпи зростання ВВП перевищували темп зростання боргу. Окрім цього, слід мати на увазі, що фінансування державних видатків за рахунок запозичень далеко не завжди має негативні наслідки, а в багатьох випадках може навіть виступати у якості рекомендації для підвищення ефективності фіскальної політики. Головним чином це зумовлено тим, що запозичення дозволяють як отримати додаткові ресурси для економічного стимулювання та уникнути небажаного підвищення податків, так і оптимізувати структуру фінансового навантаження на державні

фінанси, в т.ч. шляхом розробки та затвердження стратегії та програми запозичень. Звичайно, це є складною і важливою складовою фінансової і боргової політики, яка має розроблятися з урахуванням усього комплексу структурних впливів – як коротко-, так і довгострокового характеру.

Відповідно, актуалізується роль ефективної боргової політики та системи методів управління державним боргом. У світовій практиці акумульовано істотний досвід управління державним боргом. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, а з тим – домогтися стійкого економічного розвитку. Для цієї мети можуть застосовуватися різні стратегії та методи управління погашення і обслуговування боргу. Виділяють загальні методи управління державним боргом, якими є консолідація, конверсія, рефінансування, уніфікація, реструктуризація, анулювання заборгованості. Найчастіше сьогодні використовується рефінансування і реструктуризація, за допомогою яких вдається погасити поточні запозичення і платежі за ними за рахунок залучення нових ресурсів. Методи регулювання боргу специфічні в кожній країні, що обумовлено відмінностями в рівні економічного розвитку, політичному ладі, соціально-економічній політиці уряду, чинному законодавстві. Вибір заходів здійснюється виходячи з економічних показників, обсягу і структури заборгованості. Ефективність управління державним боргом країни багато в чому визначає перспективи її соціально-економічного розвитку та макроекономічної стабільності.

## РОЗДІЛ 2

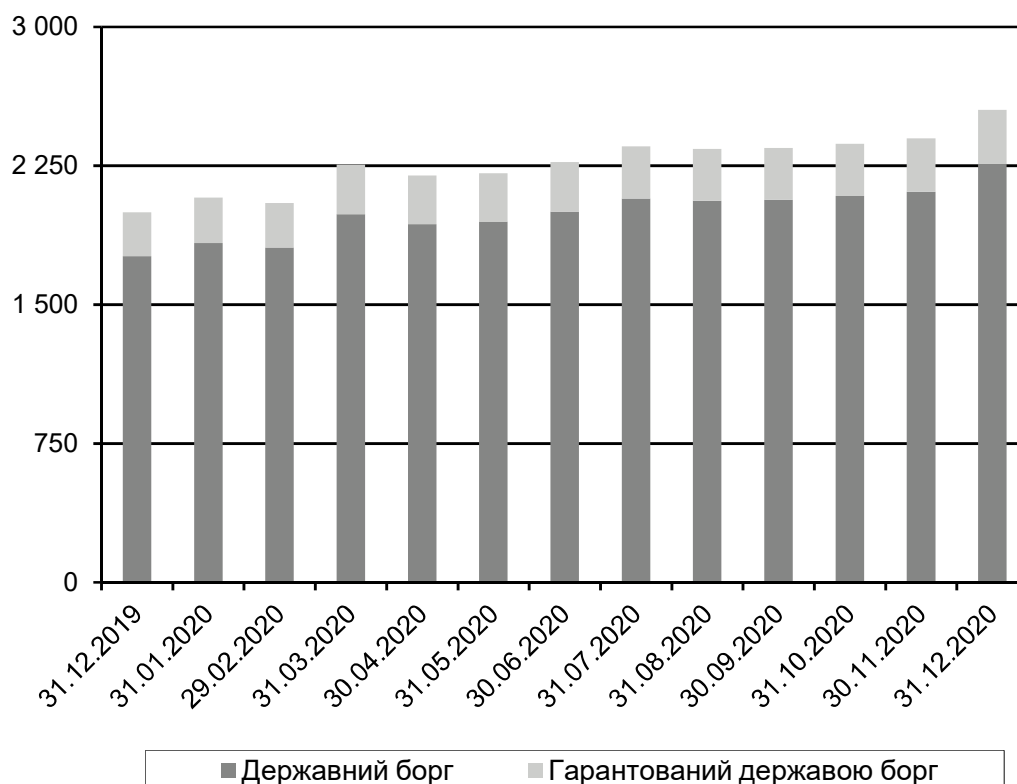
### АНАЛІЗ СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

#### 2.1. Дослідження державного боргу та видатків на його обслуговування

Високий рівень боргового навантаження в Україні негативно впливає не на економіку країни, її макрофінансову стабільність та міжнародну позицію. Тобто від того, наскільки ефективним є управління державним боргом, залежить потенціал країни в цілому. Для української економіки протягом останніх років дана проблема виходить на перший план, що обумовлює необхідність поглиблення досліджень у напрямі аналізу заборгованості. Відповідно, подальшою метою роботи є аналіз стану та динаміки державного боргу України у контексті вирішення проблем його обслуговування та підвищення ефективності управління.

Проаналізуємо сучасний стан державної заборгованості України. Станом на 31 грудня 2020 року державний та гарантований державою борг України становив 2 551,88 млрд грн або 90,25 млрд дол. США, в тому числі: державний та гарантований державою зовнішній борг – 1 518,93 млрд грн (59,52% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу) або 53,72 млрд дол. США; державний та гарантований державою внутрішній борг – 1 032,95 млрд грн (40,48%) або 36,53 млрд дол. США. При цьому протягом 2020 року сума державного та гарантованого державою боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на 516 004,2 млрд грн, тобто відбулось зростання на 27% (Рис. 1.1).





**Рис 2.1** — Державний та гарантований державою борг України за поточний рік (млрд. грн)

*Джерело: Складено автором на основі даних [29]*

Як видно з наведеного рисунку, тенденція до збільшення суми державного боргу України простежується протягом останніх років, її визначають високі валютні ризики зовнішньої заборгованості, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, а також тиск боргових виплат на державні фінанси. Є й інші причини зростання державного боргу в Україні, серед яких варто виділити важку політичну кризу та військовий конфлікт, що вимагає додаткового фінансування оборонної сфери, а також глибоку економічну рецесію, викликану необхідністю переформатування економічних зв'язків, низкою внутрішніх та зовнішніх факторів, що впливають на виконання дохідної частини бюджету і вимагають додаткових джерел фінансування [5].

Традиційно в структурі державного та гарантованого державою переважає зовнішній борг – 59,52% у сукупному обсязі державою боргу станом на 31.12.2020 р. (Табл. 2.1).

**Таблиця 2.1** Розрахунок відносних величин структури державного боргу України, 2012-2021 роки, %

Державний борг	Зовнішній державний борг		Внутрішній державний борг	
	Обсяг, млн. грн.	Питома вага, %	Обсяг, млн. грн.	Питома вага, %
Роки				
2011	299 413,9	63,3	173 707,7	36,7
2012	308 999,8	60,5	206 510,7	39,5
2013	300 025,4	51,3	284 088,7	48,7
2014	611 697,1	56,1	488 866,9	43,9
2015	1 042 719,6	66,5	529 460,6	33,5
2016	1 240 028,7	63,3	689 730,0	36,7
2017	1 374 995,5	64,8	766 678,9	35,2
2018	1 397 217,8	64,4	771 409,3	35,6
2019	1 159 221,6	58,0	839 053,8	42,0
2020	1 518 934,8	59,5	1 033 000,8	40,5
2021	1 449 746,2	57,7	1 064 533,7	42,3

*Джерело: складено автором на основі даних [29, 30]*

Як видно з наведеної таблиці, структура державного боргу України протягом аналізованого періоду залишалась майже незмінною і характеризувалась переважанням зовнішнього державного боргу. Зазначимо, що внутрішній борг вважається більш вигідним і менш небезпечним, ніж зовнішній. Адже, повернення внутрішнього боргу і виплати відсотків за ним не зменшують фінансового потенціалу держави, тоді як зовнішній борг має у своїй основі вплив капіталу з держави. Таким чином, в економіці сучасної України зовнішній державний борг усе більше стає соціально-політичною, а не

лише економічною проблемою і нерозривно пов'язаний із проблемою економічної безпеки. Одним із ключових факторів економічної безпеки та стабільності України виступає вирішення питання управління та обслуговування зовнішнього державного боргу, оскільки надмірна його величина ставить Україну в залежність від політики кредиторів. Державні запозичення виступають одним із основних важелів впливу на економічні процеси всередині країни як із точки зору наслідків кредитного фінансування, так і з точки зору поведінки суб'єктів економіки та економіки загалом [5].

Також важливо проаналізувати загальну структуру державного та гарантованого державою боргу у 2021 р., що наведено в таблиці 2.2.

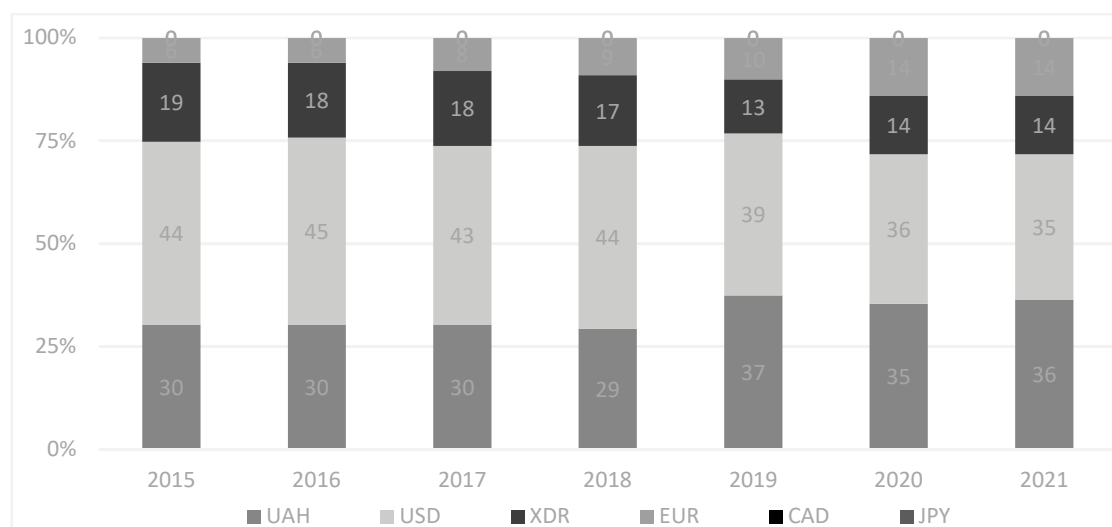
**Таблиця 2.2** Розрахунок відносних величин структури державного боргу України, 2012-2021 р., %

Державний борг  Роки	<i>Прямий борг</i>		<i>Гарантований борг</i>	
	Обсяг, млн. грн.	Питома вага, %	Обсяг, млн. грн.	Питома вага, %
2012	399 218,2	77,4	116 29,3	22,6
2013	479 975,7	82,2	104 138,4	17,8
2014	946 819,4	86,0	153 744,6	14,0
2015	1 334 271,6	84,9	237 908,6	15,1
2016	1 650 830,8	85,5	278 927,9	14,5
2017	1 833 709,9	85,6	307 964,6	14,4
2018	1 860 496,6	85,8	308 130,5	14,2
2019	1 761 369,1	88,1	236 906,3	11,9
2020	2 259 231,8	88,5	292 703,8	11,5
2021	2 234 771,3	88,9	279 508,6	11,1

*Джерело: Складено автором на основі даних [29, 30]*

Відтак, ефективним є проведення державної політики щодо зменшення питомої ваги гарантованого боргу та підвищення державного контролю за наданням гарантій по кредитним операціям резидентів України.

Аналіз державного боргу також необхідно проводити в розрізі його валютної структури. Проведені розрахунки показують значне домінування запозичень у доларах США у частині валютних запозичень, що значно підвищує чутливість обсягу боргу до коливань курсу гривні у співвідношенні з долларом США. За словами експертів, при кожному подорожчанні долара на 26 копійок, обсяг боргу зростає на 13,5 млрд. грн. Відповідно, така структура державного боргу створює додаткові валютні ризики та загрози фінансовій безпеці України.



**Рис. 2.2** — Валютна структура державного боргу України, 2015-2021 рр., %  
*Джерело: Побудовано автором на основі даних [29]*

У структурі державного боргу одне з найважливіших місць відіграє заборгованість перед міжнародними кредиторами. Саме ця заборгованість є найбільшим тягарем для золотовалютних запасів держави. Ураховуючи цей фактор, що Україна продовжує брати запозичення в міжнародних інстанцій та організацій, цей тягар продовжує збільшуватися попри те, що Україна приймає допомогу від Паризького клубу. Для здійснення зовнішніх запозичень Урядом використовуються різноманітні боргові інструменти, серед яких перевага

віддається борговим цінним паперам, тобто облігаціям зовнішньої державної позики (ОЗДП), а також кредитним угодам. Так, в структурі зовнішньої заборгованості на кінець 2020 р. в Україні ОЗДП склали 654,3 млрд.грн, а кредити, надані міжнародними фінансовими організаціями, – 337,43 млрд.грн.

**Таблиця 2.3** Структура зовнішньої заборгованості України за типом кредитора у 2016–2020 рр.

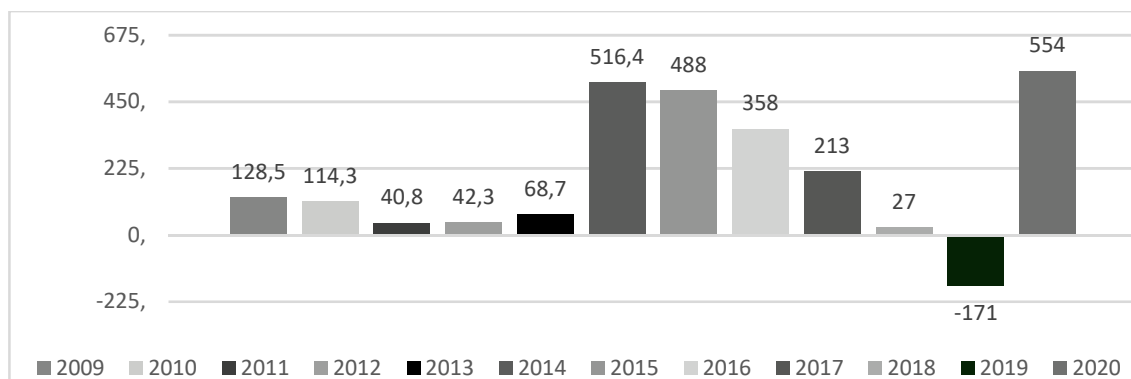
Вид заборгованості	Обсяг, млрд.грн				
	2016	2017	2018	2019	2020
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	351,44	373,21	413,87	292,19	337,43
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	34,24	46,16	50,32	38,58	44,87
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	33,35	37,39
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	435,19	516,44	573,27	527,53	654,3

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [29]*

Небезпечною тенденцією бюджетної системи впродовж останніх років стало не лише нарощування загальних обсягів державного та гарантованого державою боргу України (Рис. 2.3), а й суттєве зростання витрат бюджету на фінансування його обслуговування та погашення.

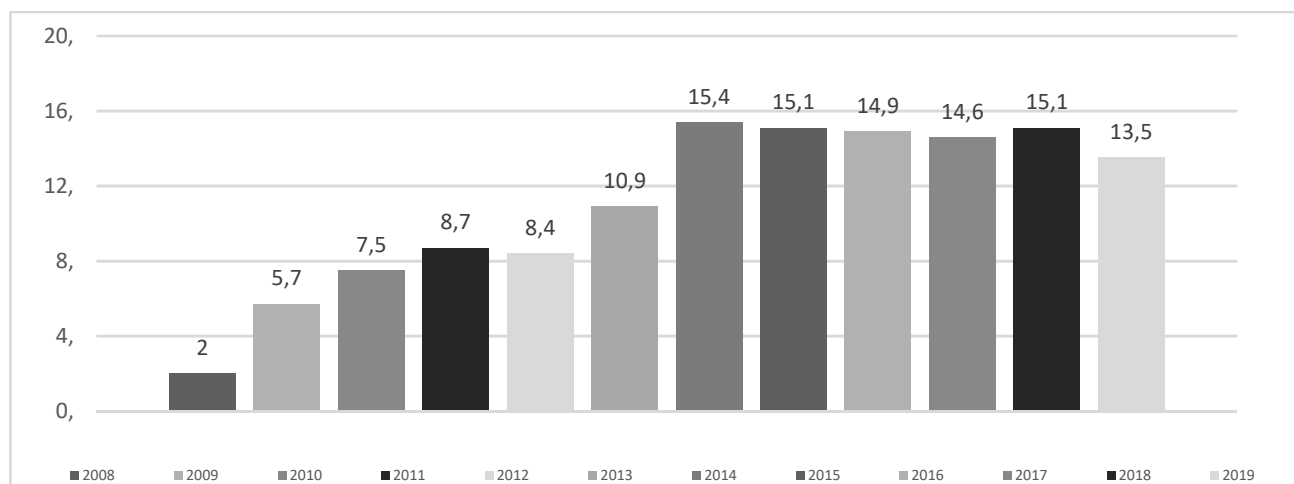
Витрати з погашення та обслуговування державного боргу здійснюються за рахунок коштів державного бюджету відповідно до кредитних договорів, а також нормативно-правових актів, за якими виникають державні боргові

зобов'язання, незалежно від обсягу коштів, визначеного на таку мету законом про Державний бюджет України.



**Рис. 2.3** — Приріст державного боргу за 2009-2020 рр., млрд. грн.  
Джерело: Побудовано автором на основі даних [29, 30]

Прогнозні платежі за державним боргом у 2022 році за діючими угодами станом на 01.05.2021 становлять: виплати по державному внутрішньому боргу у розмірі 224, 7 млрд грн, в тому числі 73,1 млрд грн на обслуговування та 151, 6 млрд грн на погашення. Виплати по державному зовнішньому боргу у розмірі 126,3 млрд грн, у тому числі 53,4 млрд грн на обслуговування, та 72, 9 млрд грн на погашення.



**Рис. 2.4** — Виплата відсотків за державним боргом  
( у % до доходів загального фонду державного бюджету)

Джерело: Побудовано автором на основі даних [26]

Проаналізувавши обсяг витрат на обслуговування державного боргу (Рис. 2.4), спостерігаємо значне зростання витрат на обслуговування боргу у 2008-2014 роках. Зростання обсягу видатків на обслуговування державного боргу було спричинено такими наслідками, як боргова криза та криза економіки. Збільшення обсягу витрат з обслуговування та погашення державного боргу вважається суттєвим фактором, який тривалий період викликає проблеми у сфері державних фінансів і негативно позначається на бюджетній безпеці країни.

При цьому спостерігаємо відносну стабільність витрат на обслуговування державного боргу протягом останніх років. Частка видатків з обслуговування державного боргу у видатках загального фонду державного бюджету за 2021 рік орієнтовно становитиме 13,4 % – на рівні 2020 року.

Загальні виплати за державним боргом, що мають бути здійснені у 2021 році за рахунок коштів державного бюджету, передбачені законом про державний бюджет на рівні 627 057,2 млн грн, з яких 74,8 %, або 468 912,6 млн грн – виплати за державним внутрішнім боргом та 25,2 %, або 158 144,6 млн грн – виплати за державним зовнішнім боргом. Пікові платежі за державним внутрішнім боргом припадають на березень, квітень та червень 2021 року. Найбільші платежі за державним зовнішнім боргом припадають: за ОЗДП – на вересень 2021 року у сумі 1 970 млн дол. США, за кредитами МВФ – на березень та вересень 2021 року у загальній сумі близько 160 млн XDR (або 100 млн дол США) [26]. Прогнозні платежі за державним боргом у 2021-2046 роках за діючими угодами станом на 01.05.2021 з урахуванням фактично здійснених платежів наведено на Рис. 2.5. Як видно з наведеного рисунку, навіть, якщо Україна не братиме нових кредитів, розрахунок за існуючими боргами триватиме до 2046 року.



**Рис. 1.5** - Прогнозні платежі за державним боргом у 2021-2046 роках

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [26]*

Державний борг має економічно обґрунтовані межі. Абсолютна сума є лише одним з параметрів, що характеризують реальний стан зовнішнього боргу. Важливу роль відіграє його динаміка, структура, а також співвідношення із основними макроекономічними показниками країни-боржника. До таких показників слід віднести ВВП, обсяг експорту товарів та послуг, доходи та видатки державного бюджету.

Не менш важливим для аналізу боргу є визначення, з якою метою бралася позика: для фінансування поточних чи капітальних видатків держави. Якщо залучені кошти витрачені продуктивно, то вони дадуть можливість повернути позики з процентами, а залишок збільшить національне багатство. В іншому випадку (коли залучені кошти йдуть на поточні цілі й не створюють нової вартості) зростання зовнішнього боргу стає щорічною тенденцією. Відповідно, необхідним є продовження аналізу показників боргового навантаження та платоспроможності країни як позичальника.



## 2.2. Система індикаторів боргового навантаження та платоспроможності

Макроекономічному оцінюванню боргового навантаження та платоспроможності присвячено багато праць як українських, так і зарубіжних дослідників, економістів та відомих науковців. Напрямами цих досліджень є визначення впливу боргового навантаження на економіку країни, визначення гранично допустимих меж навантаження на різні сфери економіки за умов забезпечення економічного зростання та боргової безпеки тощо. Зважаючи на існування багатофакторного взаємозв'язку боргового навантаження з багатьма економічними явищами та процесами, управління державним боргом має спиратися на обґрунтовані наукові принципи прийняття фінансових рішень в контексті забезпечення економічної, зокрема боргової безпеки держави.

Для оцінювання критичності обсягів державних запозичень і виявлення пов'язаних із заборгованістю потенційних загроз використовують низку показників, так званих індикаторів боргового навантаження на економіку країни та стану її платоспроможності. У практиці міжнародних фінансових організацій таких індикаторів нараховується кілька десятків. Це зумовлено великою кількістю методик, які застосовуються для розрахунку цих індикаторів, а також особливостями застосування та розрахунку певних макроекономічних показників кожною державою, джерелами погашення заборгованості та її видом (державна, гарантована державою, приватна заборгованість тощо).

Розрахунок індикаторів ґрунтується на співвідношенні обсягу зовнішнього боргу чи витрат на його обслуговування з валовим внутрішнім продуктом, експортом товарів і послуг, доходами державного бюджету. Концептуально ці індикатори поділяються на дві категорії. Співвідношення державного боргу чи окремих його складових (внутрішній, зовнішній, прямий, гарантований борг) з макропоказниками характеризують стан заборгованості та боргове навантаження на економіку і державні фінанси. Співвідношення між макропоказниками і платежами з погашення та обслуговування державного боргу розглядаються як індикатори платоспроможності країни.

З метою оптимізації політики державних запозичень і підвищення ефективності управління державним боргом встановлюються граничні значення індикаторів боргового навантаження економіки і платоспроможності країни, які переважно орієнтовані на норми МВФ та встановлені на національному рівні законодавчо. Критичні значення цих показників наведено в таблиці 2.4.

Згідно з наказом Міністерства економіки від 2 березня 2007 року № 60 “Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України” до показників боргової безпеки віднесено ряд важливих відносних показників, що характеризують боргову безпеку та платоспроможність країни як позичальника (Таблиця 2.4):

**Таблиця 2.4** Індикатори боргового навантаження Міністерства економіки України

№ з/п	Показник	Нормативне значення	Фактичне значення, 2019 - 2020 роки
1.	Відношення обсягу зовнішнього боргу до ВВП	$\leq 25 \%$	79,2%
2.	Рівень зовнішньої заборгованості на 1 особу	$\leq 200$ дол. США	3008,8
3.	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг	$\leq 70 \%$	88,5 %
5.	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	$\leq 12 \%$	4,7%
6.	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходу державного бюджету, %	$\leq 20 \%$	26,2 %
7.	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	$\leq 30 \%$	42%
8.	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	$\leq 25 \%$	19,9%
9.	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	$\leq 30 \%$	45,5 %

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25]*

Дана методика, на основі перерахованих показників, дозволяє оцінити стан складових боргової безпеки України. Боргова безпека є чинником забезпечення стабільності, платоспроможності державного суверенітету та фінансової незалежності країни від кредиторів, особливо зовнішніх.

Вітчизняна методика базується на комплексному аналізі індикаторів економічної безпеки для її інтегральної оцінки. Очевидно, що встановлені межі вище згаданих показників є умовними, оскільки не спроможні врахувати всі фактори кон'юнктури зовнішнього боргу та фінансування. Оцінювання боргового навантаження та платоспроможності за допомогою визначених індикаторів доцільно проводити в динаміці.

Для комплексного аналізу боргової безпеки показники боргового навантаження та платоспроможності доповнено показниками, що відображають взаємозв'язок боргу із відтворюваними процесами в економіці та показниками соціального розвитку країни. Одним із таких показників є державний борг у розрахунку на одну особу. Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу є одним з ряду показників, який демонструє тиск на соціальну сферу державної економіки, оскільки дає можливість оцінити обсяги ресурсів державного бюджету, що замість соціального спрямування залучені на обслуговування та погашення зовнішньої заборгованості. Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП показує рівень розвитку ринку боргових цінних паперів держави та їх частку у загальному обсязі державного боргу до ВВП.

Перелік та порядок розрахунку індикаторів оцінки боргової безпеки України з їх пороговими значеннями за офіційною методикою наведено в таблиці нижче.

**Таблиця 2.5.** Перелік та порядок розрахунку індикаторів оцінки боргової безпеки України з їх пороговими значеннями

Індикатор	Порядок розрахунку	Порогове значення				
		Оптимальне	Задовільне	Незадовільне	Небезпечне	Критичне
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	обсяг державного та гарантованого боргу, млн. грн. / ВВП, млн. грн. x 100	20	30	40	50	60
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x середній курс грн. до дол. США / ВВП, млн. грн. x 100	40	45	55	60	70
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	-	4	5	7	9	11
Індекс EMBI + Україна	-	200	300	500	700	1000
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	обсяг офіційних резервних активів, млн. дол. США / обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x 100	50	45	41	36	20

Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25]

Розрахунки даних індикаторів показують наступну ситуацію боргової безпеки України станом на 2020 рік.

**Таблиця 2.6.** Індикатори боргової безпеки України, 2020 рік

<i>Індекс</i>	<i>Значення</i>
<i>Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %</i>	<b>60,8%</b>
<i>Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %</i>	<b>79,2%</b>
<i>Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, %</i>	<b>12%</b>
<i>Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна, б. П</i>	<b>571</b>
<i>Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %</i>	<b>20,8%</b>

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25]*

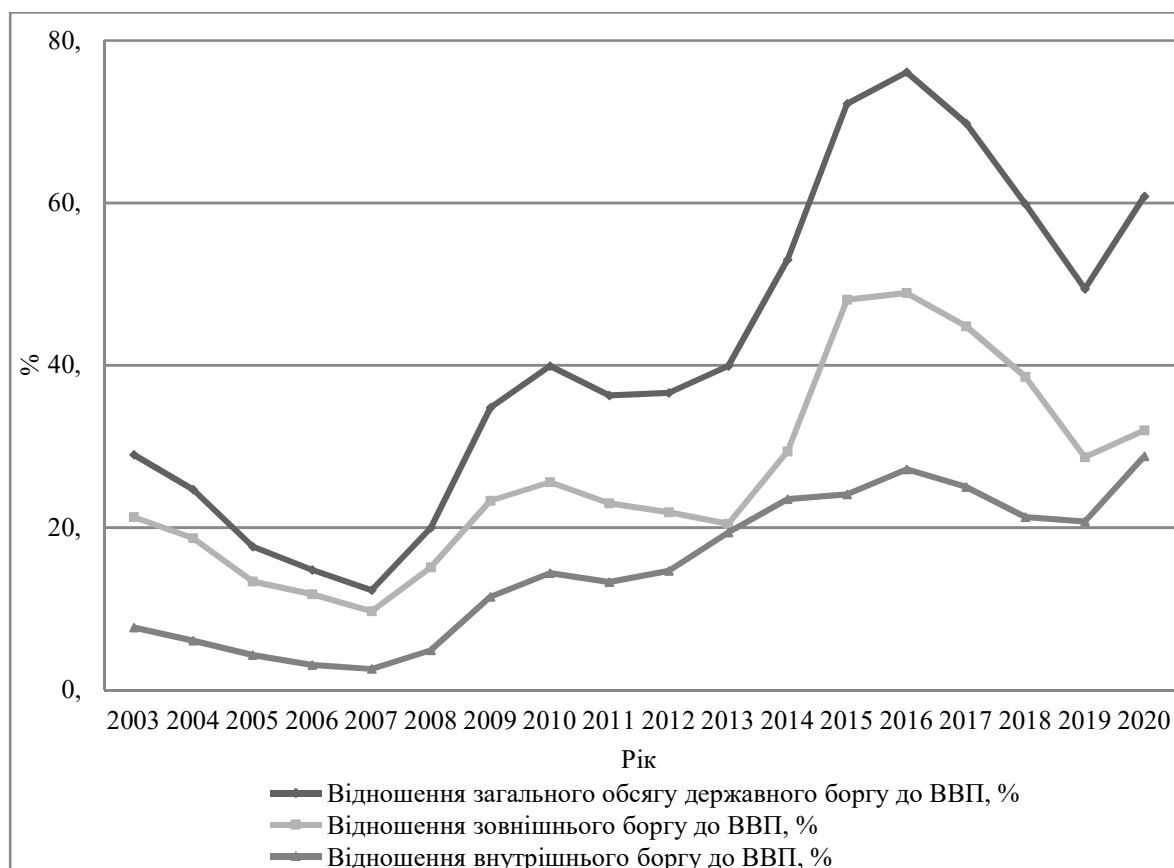
Виходячи з усього вищесказаного, на нашу думку, найбільш інформативними і значущими індикаторами боргової безпеки щодо рівня боргового навантаження і витрат на обслуговування боргу є такі:

- відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, % (критичний рівень – 55-60%);
- відношення зовнішнього боргу до ВВП, % (критичний рівень – 25%);
- відношення внутрішнього боргу до ВВП, % (критичний рівень – 30%);
- відношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, % (критичний рівень – 70%);
- відношення платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу країни до ВВП, % (критичний рівень – 5%);
- відношення платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу країни до експорту товарів і послуг, % (критичний рівень – 20-25%);

- відношення платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу країни до доходів державного бюджету, % (критичний рівень – 20%);
- відношення платежів з погашення й обслуговування внутрішнього боргу країни до доходів державного бюджету, % (критичний рівень – 25%);
- рівень зовнішньої заборгованості на 1 особу, доларів США (критичний рівень – 200 дол. США).

Одним з основних показників становища боргового навантаження країни є відношення обсягів державного зовнішнього боргу до ВВП. Цей індикатор показує наскільки національна економіка залежна від зовнішнього фінансування. За методологією Міжнародного банку реконструкції та розвитку критичним рівнем цього показника є 80-100%. За даними Організації економічного співробітництва та розвитку, у всьому світі на сьогоднішній день спостерігається зростання зовнішньої заборгованості країн. Усе зазначене дає підстави зробити висновок, що проблема полягає не лише в розмірах державних запозичень, але й у їх використанні. Величина державного зовнішнього боргу регулюється законом у більшості країн світу.

Як видно з рис. 2.5, за останнє десятиріччя Україна не один раз перетнула граничне значення показника відношення державного зовнішнього боргу до ВВП у 2010, 2014-2019 роках цей показник досягав позначок понад 25%. Позитивна динаміка скорочення відношення зовнішнього боргу до ВВП спостерігалась з 2003 по 2007 рік, а також протягом 2011-2013 та 2016-2019 років. З початку 2014 року уряд змінив принципи за якими відбувалось управління державним боргом України. З початком військового конфлікту на сході України значно зросли обсяги видатків на оборону, скоротилися надходження виручки до бюджету від підприємств, що знаходяться в зоні тимчасово окупованих територій Криму, Донецької та Луганської областей. Все це призвело до зростання обсягів зовнішніх позик та скорочення обсягів ВВП за 2014-2015 роки. У 2020 році значення показника перебуває на граничній межі і становить 60,8%.



**Рис. 2.5** — Динаміка відношення державного боргу до ВВП, %

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25]*

Важливим індикатором платоспроможності країни є відношення обсягів зовнішнього боргу до обсягів експорту товарів та послуг, що характеризує, наскільки країна спроможна погасити заборгованість валютними надходженнями від експорту. Країни, що вдаються до зовнішніх запозичень з метою фінансування інвестицій у виробництво з тривалим періодом освоєння, цілком можуть мати відносно високі значення відношення боргу до експорту. Проте цей показник може мати тенденцію до зниження, коли залучені інвестиції почнуть забезпечувати придатну для експорту продукцію. Тому дуже важливим є цільове використання залучених коштів. Скажімо, якщо значення цього індикатора перевищує 20%, країна вважається неплатоспроможною. Співвідношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг показує зможу держави покрити свої зовнішні зобов'язання за рахунок доходів від експорту, які надходять з закордону в іноземній валюті.

**Таблиця 2.7.** Відношення зовнішнього боргу країни до експорту товарів і послуг

Рік	Зовнішній борг, млн дол	Експорт товарів і послуг, млн дол	Відношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, %
2012	38659	82337	47,0
2013	37568	78148	48,1
2014	38809	65423	59,3
2015	43558	46804	93,1
2016	45605	44885	101,6
2017	48989	53714	91,2
2018	50463	59135	85,3
2019	48941	63421	77,2
2020	53721	60671	88, 5

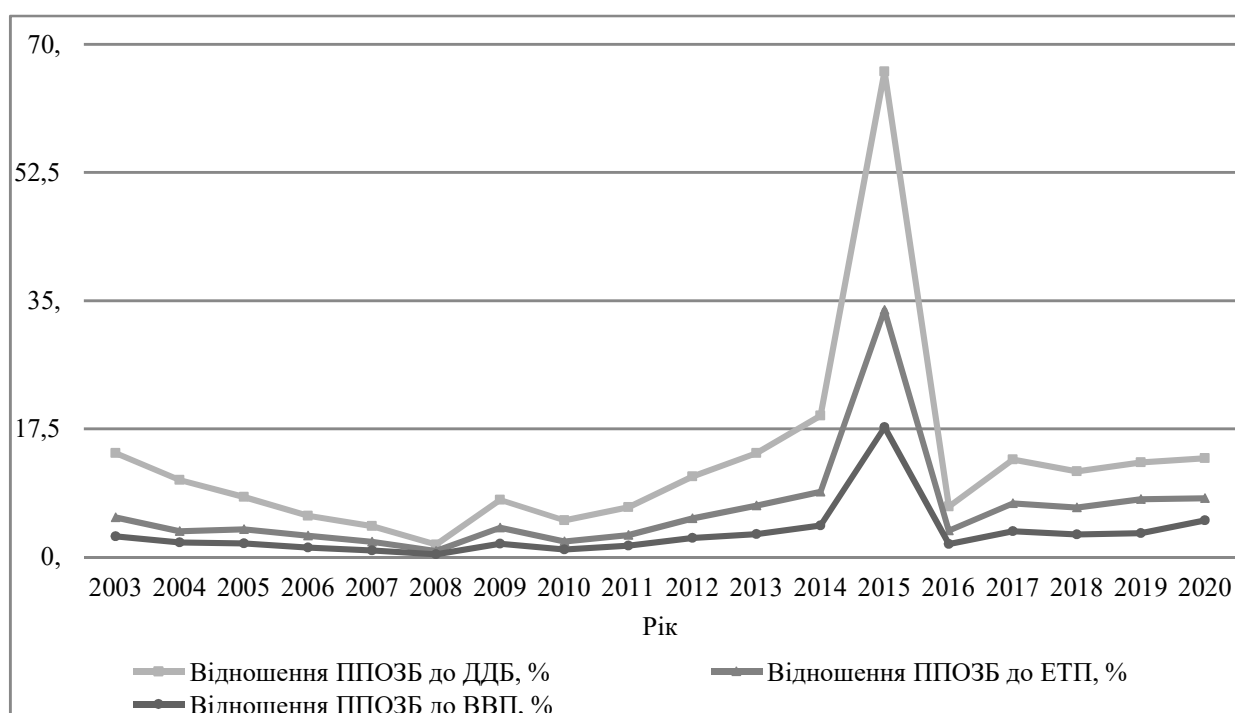
*Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25, 29]*

Відношення обсягів платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг показує, яка частина доходів від експорту витрачається на погашення й обслуговування зовнішнього боргу та характеризує боргову спроможність країни. Показник також характеризується як коефіцієнт норми обслуговування боргу. Перевищення граничного значення свідчить про серйозні проблеми у валютно-фінансовій сфері країни і потенційні загрози борговій безпеці. У 2015 році відношення платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг становило 33,72%, що перевищує граничну межу. Варто звернути увагу на те, що за останнє десятиріччя це співвідношення є найбільшим. Такий результат зумовлений не лише зростанням витрат на обслуговування та погашення зовнішнього боргу, але й значним скороченням експорту товарів та послуг (обсяг експорту в 2014 році становив 78148 млн. дол. США, в 2015 році аналогічний показник становив



65423 млн. дол. США). А це свідчить про погіршення платоспроможності України та стану боргового навантаження.

Ще одним відносним показником для характеристики зовнішнього боргу країни, який пов'язаний з державним бюджетом країни, є відношення платежів з погашення й обслуговування зовнішнього боргу країни до доходів державного бюджету. Індикатор характеризує ступінь боргового навантаження на державний бюджет та характеризує наскільки обтяжливими є платежі по внутрішньому боргу для державного бюджету.



**Рис. 2.6** — Динаміка боргових індикаторів у 2003-2019 рр.

*Джерело: Побудовано автором на основі даних [23, 24, 25, 29]*

Аналіз відношення платежів з погашення та обслуговування зовнішнього боргу до ВВП характеризує вартість запозичень, отриманих країною для її національної економіки. Критичним рівнем показника є 5%. Як видно з рис. 2.6, у досліджуваному періоді розрахунковий показник один раз перетнув критичну межу. Найбільшого ж значення, що перетинає граничну межу досліджуваний показник відношення ППОЗБ до ВВП досяг у 2015 році. А причиною стало виконання боргових зобов'язань та скороченням ВВП (в доларовому еквіваленті) на більше ніж 30% порівняно з минулим роком.

Важливо також розглянути питання кредитних рейтингів держави, які отримують держави-емітенти боргових зобов'язань. Вони є системою умовних показників оцінки можливості і готовності уряду країни погашати випущені боргові зобов'язання в національній та іноземних валютах у відповідності до умов їх випуску. Суверенний рейтинг виступає важливим чинником при прийнятті іноземними інвесторами рішень щодо вкладання капіталу в економіку іншої країни. За обчислення кредитного рейтингу держави розглядаються політичні та економічні ризики. Показники політичного ризику відображають бажання країни-реципієнта платити за зобов'язаннями, а показники економічних ризиків – можливість платити за цими зобов'язаннями [41]. Як видно, з наведеної таблиці, на сьогодні провідні рейтингові агентства надають Україні рейтинг, що відображає стабільний прогноз і є позитивною характеристикою для країни.

**Таблиця 2.8.** Динаміка кредитних рейтингів України, 2021 р.

Рейтингове агентство	Поточний рейтинг	Прогноз	Дата присвоєння рейтингу
“Fitch Ratings” (Fitch)	B/V	Стабільний	26 лютого 2021
“Standard & Poor’s” ( S&P)	B/V	Стабільний	12 березня 2021
“Moody’s Investors Service” (Moody’s)	B3	Стабільний	12 червня 2020
Rating and Investment Information. Inc* (R&I)	B+	Стабільний	3 вересня 2020

Джерело: [46]

Якщо значення показників-індикаторів боргового навантаження перетинають гранично допустимі межі – це свідчить про існування загроз борговій безпеці країни, складність економічної ситуації країни, а також можливість виникнення дефолту. Тому моніторинг та контроль показників структури та розмірів державного боргу, а також недопущення перевищення ними критично допустимих меж є одним з пріоритетних завдань системи держуправління. Оцінювання динаміки показників боргового навантаження та платоспроможності країни та прийняття відповідних управлінських рішень на їх основі може попередити виникнення кризових ситуацій. А отже, статистичний аналіз боргового навантаження є дуже важливим аспектом визначення боргової та економічної безпеки країни та ефективного управління державним боргом.

### **2.3. Використання похідних фінансових інструментів в управлінні державним боргом**

Оскільки бюджетний дефіцит та державний борг постійно зростають, потрібно забезпечити належний рівень економічної безпеки шляхом приділення особливої уваги питанням управління державним боргом.

Традиційні методи управління боргом, такі як анулювання останнього, відстрочення погашення, рефінансування, реструктуризація, консолідація, конверсія та інші, передбачають припинення виплат за боргом або їх перенесення. Також дані методи негативно впливають на кредитний рейтинг країни та підвищують процентні ставки.

Однак із розвитком фінансових інновацій з'являються «кращі» методи управління державним боргом, які безпосередньо не впливають на кредитний рейтинг країни, але дозволяють останній покрити тимчасові касові розриви. Одним із таких методів є сек'юритизації. Сек'юритизація передбачає емісію нових зобов'язань в облігаційній формі країною-боржником з метою подальшого продажу або обміну на старий борг. Після розміщення боргових облігацій, отримані кошти спрямовуються на викуп попередніх зобов'язань. Якщо

емітовані цінні папери торгуються з меншим дисконтом, то це призводить не тільки до перенесення термінів погашення, а й до скорочення загального обсягу державного боргу.

Прикладом сек'юритизації державного боргу є план Брейді – першого секретаря Казначейства Сполучених Штатів А. Н. Брейді в березні 1989 року та передбачав обмін позик комерційних банків на боргові цінні папери в межах плану реструктуризації суверенних боргів, що був підтриманий міжнародною фінансовою спільнотою.

Основні принципи плану були досить простими: суверенні кредити, по яких відбувся дефолт, обмінювалися на 30-річні облігації, номінальна вартість яких та частина купонних платежів були забезпечені надійною заставою у вигляді казначейських облігацій США з нульовим купоном. Одночасно, в обмін на списання частини боргу, країни-боржники брали на себе зобов'язання з реформування економіки та усунення перешкод для іноземних інвестицій. Вищезгадані облігації гарантувалися високим кредитним рейтингом та довірою інших кредиторів. Перевагами сек'юритизації державного боргу є:

- збільшення строку виплат за державним боргом до 20-30 років;
- широкий асортимент інструментів з різним рівнем ризику та забезпечення;
- додаткове забезпечення стабільних казначейських облігацій США;
- наявність вторинного ринку обігу державного боргу.

Особливу увагу також зслад звернути на такі інструменти, як ВВП-варанти – інструменти відновлюваної вартості (VRI), богові папери, які інвестори отримують взамін списаної частини боргу. Особливістю цих інструментів є те, що їх вартість не обліковується у складі державного боргу України, оскільки їх номінальна вартість є умовною. Ставка прибутковості за ВВП-варантами залежить від темпів зростання ВВП країни-емітента.

Розглянемо детально умови випуску інструментів.

1. Виплати за цим інструментом залежать від росту реального ВВП України, вираженого в доларах США, а саме:

- а) 0–3 % приросту ВВП – Україна не здійснює жодних виплат;

b) 3–4 % приросту ВВП – 15 % від перевищення;

c) > 4 % приросту ВВП – 40 % від перевищення.

2. Жодних виплат до 2021 р.

3. Мінімальний ВВП для початку виплат – 125,4 млрд дол. США (що є прогнозованим Міжнародним валютним фондом ВВП України на 2019 р.).

4. У 2021–2025 рр. виплати обмежені 1 % ВВП на рік (для досягнення виплат в 1 % від ВВП необхідний приріст ВВП у розмірі близько 6 % у рік).

5. Кінцевий термін дії – 2040 р.

Міністерство фінансів України зазначає: «Ці цінні папери – це механізм зацікавлення кредиторів у відновленні України та є додатковим інструментом залучення іноземних інвестицій в нашу економіку. Адже, якщо у майбутньому Україна досягне значного економічного зростання, ці цінні папери забезпечать кредиторам додаткові платежі з боку України, що базуватимуться на темпах зростання української економіки».

Досвід використання ВВП-варантів мають уряди Аргентини та Греції. В Аргентині ВВП-варанти надавали право інвесторам отримувати 5 % доходу від приросту ВВП упродовж 30 років за умови зростання реального ВВП більш як на 3 % за рік. Уряд Греції емітував VRI, що надавали право інвесторам отримувати виплати у разі зростання реального ВВП понад 2 % на рік, при цьому річна сума виплат була обмежена 1 % певної, заздалегідь обумовленої величини.

У вересні 2015 р. Україна досягла домовленостей щодо реструктуризації боргу. Частину платежів було відтерміновано на наступні 4 роки, 20 % боргу було списано, а нові облігації було випущено з єдиною відсотковою ставкою в розмірі 7,75 %. В обмін на списання було випущено новий вид інструментів VRI з терміном дії до 2040 р. За умовами угоди виплати за ВВП-варрантами почнуться, якщо ВВП України досягне значення 125,4 млрд дол. США. Якщо приріст ВВП за рік буде нижчим ніж 3% або реальний ВВП буде меншим ніж \$125,4 млрд, виплати за VRI не здійснюються. У випадку приросту реального ВВП від 3% до 4%, виплати за VRI становитимуть 15% перевищення показника ВВП над 3%, а якщо вище 4%, тоді до 15% від виплати додається 40% від суми,

що перевищує зростання в 4%. Крім цього, з 2021-го по 2025-й платежі обмежені 1% ВВП. Після 2025 року відсутні будь-які обмеження за виплатами. Варто зазначити, що випуск ВВП-варантів в Україні було проведено у ході реструктуризації державного боргу та загрози дефолту, чим обумовлені достатньо не вигідні умови. Поки зростання економіки перебуває у межах 3-4 % виплати за VRI не суттєво збільшують витрати на обслуговування державного боргу. Точніше кажучи, цей інструмент використовується як гарантія, якщо Україна не зможе розплатитися за своїми зобов'язаннями в майбутні періоди. Якщо ж економіка України зростатиме, то й відповідно держава компенсує кредиторам втрати від списання боргу. Головна проблема полягає в потенційних розмірах цих платежів і в тому, чи будуть вони вищими за розмір списання [47].

За поточним прогнозом НБУ в 2021 та 2022 роках виплат не буде, оскільки в 2019 та 2020 роках економіка зростатиме повільніше, ніж порогове значення закладене у формулу виплат. За базовим прогнозом НБУ виплати почнуться лише в 2023 році, а їх розмір щороку зростатиме у номінальному вираженні з \$160 млн до \$860 млн у 2040 році, але будуть стабільними у відсотках до ВВП (0.12% щороку) [24, 27].

Однак, варто сказати про те, що VRI в довгостроковій перспективі несе суттєві ризики, пов'язані не стільки з високими темпами зростання ВВП, скільки з відновленням економіки після падіння внаслідок кризових явищ. Тому наступні дії щодо управління державним боргом варто спрямувати на викуп ВВП-варантів, що залишились в обігу, оскільки виплати за ними не обмежені після 2025 року.

Зазначене розраховуватиметься на підставі такої формули [27]:

- якщо  $3\% \leq \text{приріст реального ВВП}_{t-2} \leq 4\%$ , платіж =  $15\% \times \text{номінальний ВВП в гривні-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times (\text{приріст реального ВВП}_{t-2} - 3\%)$ ;
- якщо  $\text{приріст реального ВВП}_{t-2} > 4\%$ , платіж =  $15\% \times \text{номінальний ВВП в гривні-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times 1\% + 40\% \times \text{номінальний ВВП в гривні-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times (\text{приріст реального ВВП}_{t-2} - 4\%)$ . При цьому VRI–

інструменти не підлягають достроковому викупу до передбаченого строку погашення.

Згідно з розрахунками вітчизняних експертів, що ґрунтуються на аналізі міжнародного досвіду посткризового відновлення економічного зростання країн із подібними економічними характеристиками, спрогнозовані додаткові виплати за VRI-інструментами впродовж 2021-2040 рр. в Україні:

- за умови низького темпу рівноважного економічного зростання (на прикладі Іспанії) з поступовим наближенням ВВП в Україні до 4 % сумарні платежі можуть скласти від 4,6-5,9 млрд дол. США (при оптимістичному варіанті) до 5,8-8,2 млрд дол. США (при песимістичному варіанті);
- за умови помірного рівноважного економічного зростання України (на прикладі Польщі, Аргентини) загальна суми додаткових виплат може скласти: за «аргентинським сценарієм» від 4,6 млрд дол. США (оптимістичний варіант) до 14,7 млрд дол. США (песимістичний варіант); за «польським сценарієм» від 5,9 млрд дол. США (оптимістичний варіант) до 24,5 млрд дол. США (песимістичний варіант);
- за умови високого рівноважного економічного зростання в Україні (середній темп зростання – 7 %) за аналогією до «чилійського сценарію» варто очікувати на значне зростання рівня сумарних виплат – від 22 млрд дол. США (оптимістичний варіант) до 84 млрд дол. США (песимістичний варіант).

Стимулювання економічного зростання та підтримка його темпів на стабільному рівні є на сьогодні одними з основних цілей економічної політики уряду будь-якої країни. Так, і в Україні досягнення стійкого економічного зростання є ключовим елементом стратегії розвитку національної економіки, загальним орієнтиром економічної політики держави. При цьому необхідно зважати на те, що економічне зростання України необхідно узгоджувати з параметрами реструктуризації зовнішнього державного боргу. Також важливим є підвищення ефективності управління державним боргом у наступних періодах з метою недопущення пікових навантажень та переддефолтного стану.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

Аналіз динаміки боргового навантаження свідчить про те, що послаблення боргової безпеки країни відбулося у період кризи 2008 року. За наступні роки продовжилась тенденція до погіршення боргової позиції і у 2015 році боргова ситуація України досягла свого негативного максимуму за період 2003-2019 років. Основними причинами нестійкої боргової позиції України є хронічний дефіцит державного бюджету і неефективне використання позикових коштів. Станом на 31 грудня 2020 року державний та гарантований державою борг України становив 2 551,88 млрд грн. При цьому протягом 2020 року сума державного боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на 516 004,2 млрд грн, тобто відбулось зростання на 27%.

За останнє десятиріччя Україна не один раз перетнула граничне значення показника відношення державного зовнішнього боргу до ВВП у 2010, 2014-2019 роках цей показник досягав позначок понад 25%. Позитивна динаміка скорочення відношення зовнішнього боргу до ВВП спостерігалась з 2003 по 2007 рік, а також протягом 2011-2013 та 2016-2019 років. З початком військового конфлікту на сході України значно зросли обсяги видатків на оборону, скоротилися надходження виручки до бюджету від підприємств, що знаходяться в зоні тимчасово окупованих територій Криму, Донецької та Луганської областей. У 2020 році значення показника перебуває на граничній межі і становить 60,8%.

Небезпечною тенденцією бюджетної системи впродовж останніх років стало не лише нарощування загальних обсягів державного та гарантованого державою боргу України, а й суттєве зростання витрат бюджету на фінансування його обслуговування та погашення. Особливий інтерес на сьогоднішній день становлять виплати по VRI-інструментами впродовж 2021-2040 рр., які за різними сценаріями можуть скласти від 4,6-5,9 млрд дол. США до 84 млрд дол. США. Відповідно, актуалізується потреба підвищення ефективності управління державним боргом, оптимізації його структури та підвищення боргової безпеки України.



### **РОЗДІЛ 3**

## **ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ**

### **3.1. Ризики державного боргу та їх вплив на боргову безпеку країни**

Стосовно визначення поняття ризику державного боргу існують різні думки фахівців. Одним з них є наступне, що ризики державного боргу – це відхилення фактичних значень показників від планових, що ускладнює виконання боргових зобов'язань державою та призводить до зростання бюджетних витрат внаслідок збільшення обсягів погашення й обслуговування боргу. Загалом у сфері державного боргу ризики класифікують за наступними ознаками: джерело ризику; можливість їх кількісної оцінки; рівень ризику; суб'єкт ризику; суб'єкт управління ризиком; вияв дії ризику.

Визначення виду та природи ризиків важливо для контролю ризиків та зменшення ймовірності їх реалізації. Контроль за ризиками державного боргу проводиться на основі оцінки показників ризику рефінансування, ліквідності, а також відсоткового, валютного та бюджетного ризиків та ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом. Розглянемо основні ризики, пов'язані із державною заборгованістю України у сучасних умовах.

В першу чергу, варто розглянути ризик рефінансування. В рамках наявного боргового портфеля України протягом наступних чотирьох років очікуються значні піки рефінансування державного боргу. Зокрема, середній обсяг виплат за державним боргом в 2020-2022 роках очікується на рівні 485 млрд гривень. Основна частина цих платежів складається з погашення державного внутрішнього боргу як у національній валюті, так і в іноземних валютах. Мінімізація цього ризику можлива шляхом розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів. З метою забезпечення достатньої ліквідності державних цінних паперів створено інститут первинних дилерів. За результатами 2018 року первинні дилери розташовані за обсягом придбання

ОВДП на первинному ринку наступним чином: Приватбанк, Ощадбанк, Укрексімбанк, Укргазбанк, ОТП Банк, Citibank, Перший Український Міжнародний Банк, Альфа-Банк, Кредобанк, Райффайзен Банк Аваль, Укрсиббанк та Банк Південний. Розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів планується також шляхом залучення міжнародних інвесторів на внутрішній ринок України. З цією метою в травні 2019 року український ринок було приєднано до мережі міжнародного центрального депозитарію цінних паперів Clearstream через рахунок в депозитарії НБУ. Цим було полегшено доступ міжнародних інвесторів до державних цінних паперів України, підвищуючи таким чином попит на ОВДП та їх ліквідність. Оскільки ризик рефінансування в найближчі роки пов'язаний зі значними обсягами ОЗДП, що підлягають погашенню, зниження цього тиску можливе також шляхом продовження практики здійснення активних операцій з управління державним боргом [32, 33].

Також варто дослідити проблему ризику ліквідності. Після економічного спаду в 2014 році Україна зазнала різкого зниження своїх міжнародних резервів. Завдяки фінансовій підтримці від міжнародних організацій, а також рішенням НБУ щодо запровадження плаваючого обмінного курсу, країна змогла швидко відновити свої резерви з 7,5 млрд дол. США на кінець 2014 року до 15,5 млрд дол. США станом на кінець 2016 року та 20,8 млрд дол. США станом на кінець 2018 року. Станом на кінець 2018 року міжнародні резерви склали 20,8 млрд дол. США, що становило 3,5 місяців майбутнього імпорту і свідчить про значний прогрес в процесі відновлення резервів з 1,8 місяців імпорту станом на кінець 2014 року. Наступні транші в рамках поточної програми МВФ та/або започаткування нової програми співпраці з МВФ допоможуть надалі зміцнювати зовнішню позицію країни.

Доволі актуальним для України є валютний ризик. Вплив зміни обмінного курсу долара США на державний борг посилюється високим рівнем кореляції з обмінними курсами інших основних валют, в яких номіновано боргові зобов'язання України, таким чином підвищуючи валютний ризик державного

боргу України. Прогноз динаміки обмінного курсу Відповідно до прогнозу економічного і соціального розвитку України очікується уповільнення девальвації гривні до долара США протягом наступних років в рамках нормалізації грошово-кредитної політики. Така динаміка номінального обмінного курсу очікувано приведе до досягнення довгострокової рівноваги реального ефективного обмінного курсу (РЕОК).

Важливим для аналізу є відсотковий ризик. Середній час рефіксації відсоткових ставок за портфелем державного боргу України становить 5,1 років. Такий термін вказує на те, що найближчим часом низька частка державного боргу буде схильна до ризику зміни відсоткових ставок. Крім того, даний показник є дещо вищим для державного внутрішнього боргу порівняно з державним зовнішнім боргом, що пояснюється більшою часткою державного зовнішнього боргу з фіксованими ставками. Україна прагне підтримувати поточну структуру відсоткових ставок, тобто утримувати в існуючих межах частину зовнішнього боргу, яка підлягатиме перегляду відсоткових ставок у найближчий час, тим самим мінімізуючи відсотковий ризик.

Бюджетний ризик – ризик значного недовиконання дохідної частини державного бюджету порівняно з планом, що може призвести до збільшення державних запозичень або невиконання боргових зобов'язань з обслуговування державного боргу. Показниками для оцінки бюджетного ризику є:

1. Відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту і до доходів державного бюджету, динаміка такого відношення.
2. Відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу у відповідному бюджетному році до надходжень державного бюджету у цьому році.
3. Котирування дохідностей єврооблігацій України, їх спред до еталонних цінних паперів, котирування свопів кредитного дефолту за суверенними зобов'язаннями України.
4. Інші макроекономічні показники.

В результаті зусиль щодо фіскальної консолідації та запровадження середньострокового бюджетного планування Україні вдалося досягти зниження відношення дефіциту державного бюджету до ВВП з 2,9% у 2016 році до 1,7% у 2018 році. Однак у 2020 році цей показник збільшився до 5,2% при умовній нормі в 3% [27, 29]. Оцінка показників бюджетного ризику дає змогу зробити висновки про негативну тенденцію різкого збільшення державного боргу та витрат на його обслуговування і погашення, що призводить до неефективного витрачання доходів бюджету та обмеження фінансування соціально-економічних видатків бюджету. Зменшення негативного впливу високого рівня державного боргу на економічні процеси реально лише за умови структурної перебудови в економіці, відновлення економічного зростання та проведення комплексних реформ у фіскальній сфері. Зокрема, в результаті запровадження середньострокового бюджетного планування, починаючи з 2019 року розробляється нова Бюджетна декларація, яка стає головним документом бюджетного процесу. Окрім іншого, бюджетна декларація міститиме граничні показники дефіциту державного бюджету, державного боргу, а також граничні показники видатків в розрізі головних розпорядників бюджетних коштів.

Оновлена у 2012 р. методика МВФ (із включенням нових інструментів оцінки боргової стійкості та врахування ризиків платоспроможності й ліквідності) при здійсненні стандартизованого підходу передбачає: аналіз поточного стану державного боргу з використанням низки індикаторів боргових ризиків, значення яких для країн, що розвиваються, зокрема України, є нижчими, ніж для розвинутих країн, в декількох позиціях, створюється сценарій розвитку подій з подальшим накладанням 4 впливу стрес-тестування, а за отриманими результатами ухвалюється рішення щодо вибору подальшого методу: звичайного оцінювання чи (за необхідності) поглибленого оцінювання та розроблення боргової «теплової матриці» як узагальненого індикатора стану боргової стійкості). Базовий сценарій для перевірки боргової стійкості за методикою МВФ ґрунтується на застосуванні низки стрес-тестів, зокрема: сповільненні темпу зростання ВВП; погіршенні стану платіжного балансу;

девальвації національної валюти; погіршенні умов запозичення. Найбільш негативний сценарій реалізується на основі комбінованого (багатофакторного) стрес-тестування із формуванням т. з. «макрофіскального шоку», за якого відбувається одночасне погіршення всіх параметрів, тобто повномасштабна криза [22]. Окремо від стрес-тестування в методиці передбачена система раннього попередження кризових явищ на основі щомісячного моніторингу та аналізу обсягу міжнародних резервів й обмінного курсу національної валюти. передбачає подальших заходів щодо вдосконалення боргової політики у відповідності до міжнародних стандартів та концепції «боргової стійкості», підхід до якої поки що не набув широкого втілення, хоча «теплові матриці» на основі методики МВФ для України (Табл. 3.1) показують, що національна економіка все ще залишається вразливою до шоків, а раптове погіршення зовнішнього економічного середовища та негативний вплив його чинників призведе до реалізації існуючих загроз фінансовій безпеці держави.

**Таблиця 3.1.** «Теплова матриця» МВФ для боргових ризиків України в 2020 р.

Рівень боргу до ВВП	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Валові потреби у фінансуванні	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Структура боргу	Сприйняття ринку	Потреба в зовнішніх запозиченнях	Зміна частки короткострокового боргу	Обсяг державного боргу без урахування боргу нерезидентів	Обсяг державного боргу у національній валюті

*Джерело: Побудовано автором на основі [43]*

Істотним недоліком і джерелом ризиків управління державним боргом є також відсутність в законодавстві критеріїв оцінки ефективності боргової політики і системи відповідальності за прийняті рішення при її реалізації, що не дозволяє в повній мірі реалізовувати контрольну функцію процесу управління, а також перешкоджає розробці необхідних заходів мінімізації ризиків.

Таким чином, державний борг сьогодні генерує чималі ризики для фінансової стійкості країни. Важливими завданнями боргової політики є пошук оптимального співвідношення між витратами на обслуговування боргу і ризиками, пов'язаними з державним боргом, оцінювання масштабів і джерел ризиків.

### **3.2. Проблеми обслуговування та управління державного боргу на сучасному етапі**

Спостерігаючи тенденцію зростання державних запозичень, значну увагу потрібно приділити управлінню й обслуговуванню зовнішнього боргу. Даним поняттям у державній політиці має приділятися значна увага. Вибір стратегії управління боргом, контроль за виконанням прийнятих рішень з регулювання державних запозичень - багатогранна проблема, адже під час її розв'язання потрібно узгоджувати дії всіх суб'єктів економіки для досягнення бажаного результату за короткий термін і мінімальними втратами для економіки країни.

Однією з проблем боргової політики України залишається відсутність стратегічних орієнтирів у сфері управління державним боргом. Реалізація визначених заходів відбувається у відповідь на поточні потреби в сфері державних фінансів, а управління зовнішнім державним боргом України зводиться переважно до вирішення короткострокових завдань бюджетної політики.

Також державний борг безпосередньо пов'язаний з державними витратами і доходами. Проблемаю державних фінансів України є хронічний дефіцит, досить високий рівень державних витрат і, що ще важливіше, їх низька

ефективність. Ці проблеми, відповідно, породжують зростання державного боргу та ускладнюють ефективне управління. Наслідком неефективної боргової політики та практичною відсутністю боргової стратегії є спрямування значної частини державних запозичень на фінансування дефіциту державного бюджету в той момент, коли лише незначна частина орієнтована на реальний сектор економіки, підтримку стратегічних галузей, та підтримку інноваційних проектів. В роботі була зроблена спроба моделювання величини державного боргу залежно від таких показників, як реальний ВВП, доходи державного бюджету, поточні та капітальні видатки державного бюджету (табл. 3.2.). Відсутність чітких зв'язків та взаємозалежностей ще раз підтвердили несистемність та необґрунтованість боргової політики та обумовленість здійснення запозичень можливостями щодо їх залучення, умовами на міжнародних рінках та політичними чинниками.

**Таблиця 3.2.** Регресійна залежність величини державного буюгу від обраних показників

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	82,82905415	1812,513993	0,045698	0,9709277	-22947,3448	23113,0029
Поточні видатки	0,00333914	0,003427763	0,974146	0,50833702	-0,04021472	0,046893
Капітальні видатки	-0,01080652	0,02834254	-0,38128	0,76810011	-0,37093264	0,34931959
Доходи бюджету	0,001071977	0,004393966	0,243966	0,8476624	-0,05475866	0,05690261
Реальний ВВП	-0,00042782	0,00080557	-0,53108	0,6892009	-0,01066356	0,00980791

Зазначимо, що державні запозичення можна розглядати з двох позицій: з одного боку, воно сприяє економічному зростанню країни, з іншого – борг збільшує навантаження на державний бюджет. Необхідно знайти оптимальне співвідношення між інвестиціями, економічним зростанням і внутрішніми та зовнішніми запозиченнями. Умови залучення нових позик мають оцінюватися з урахуванням здатності країни їх обслуговувати та ефективно використовувати.

Як правило, розглядається три варіанти використання залучених ресурсів: фінансове розміщення, коли здійснюється фінансування інвестиційних проектів і розвитку економіки; бюджетне використання, при якому залучені ресурси спрямовуються на фінансування поточних бюджетних витрат, у тому числі на обслуговування зовнішньої заборгованості; змішане бюджетно-фінансове розміщення, коли запозичення використовуються і на фінансування поточних бюджетних потреб, і на розвиток економіки в цілому. В українській практиці великого поширення набув найменш ефективний спосіб, коли нові запозичення спрямовуються на фінансування поточних витрат бюджету, включаючи й обслуговування наявного зовнішнього боргу. Така ситуація є неприйнятною, тому в процесі управління державним боргом необхідно забезпечити: пошук ефективних умов запозичення коштів із точки зору мінімізації вартості боргу; недопущення неефективного та нецільового використання запозичених коштів; забезпечення своєчасної та повної сплати суми основного боргу та нарахованих відсотків; визначення оптимального співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями за умови збереження фінансової рівноваги в країні; забезпечення стабільності валютного курсу та фондового ринку країни [33, 34].

Управління державним боргом в нашій державі ускладнюється через значну частку в ньому іноземної валюти. Боргові зобов'язання розвинених країн світу майже повністю випускаються в національній валюті. Так, частка боргових зобов'язань в іноземній валюті таких лідерів світової економіки, як Великобританія, Німеччина, Франція, США становить менш ніж 2% від обсягу державного боргу. Саме цей напрямок роботи в рамках здійснення стратегічного і поточного управління державним боргом, беручи до уваги поточну валютну структуру взятих Україною боргових зобов'язань, є найбільш пріоритетним. Адже те, що левова частка урядових боргових зобов'язань погашається в іноземній валюті, ставить управління державним боргом нашої держави в тісну залежність від валютної політики, стану платіжного балансу і ситуації на зовнішніх ринках капіталу.



Також проблемою в області державної заборгованості різних країн, в тому числі і України, залишається відсутність можливості стійкого рефінансування боргу за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень в необхідних обсягах і на сприятливих умовах. Здатність здійснювати зовнішні запозичення обмежується не тільки порівняно низьким кредитним рейтингом України, а й ризиком скорочення доступу на ринки запозичень з причин, не залежних від країни — політична ситуація в світі, боргові кризи в окремих країнах і регіонах. Також варто враховувати той факт, що соціально-економічний розвиток України відбувається в умовах збереження певних викликів і ризиків. Основними з яких можна виділити: загроза ескалації бойових дій на сході; вірогідність погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури на світових товарних ринках; міграційні процеси та інші. Всі ці умови мають свій вплив на державні фінанси та боргову політику країни.

Можна визначити, що державний борг є одним із важливих інструментів макроекономічної та фінансової політики держави. Особливого розгляду заслуговує питання соціально-економічних наслідків державного боргу. Зокрема, науково обґрунтовано, що внутрішній борг, як правило, є більш вигідним і менш небезпечним, ніж зовнішній. Оскільки сплата відсотків за внутрішнім боргом залишається в межах своєї країни то, в умовах помірних відсоткових ставок він не є тягарем для майбутніх поколінь. Можна вважати, що населення різних вікових груп позичає один в одного грошові ресурси. У результаті рівень споживання в країні не зменшується, а відбувається лише перерозподіл доходу. Дещо іншої оцінки заслуговують зовнішні позики, які в поточному періоді хоча і збільшують фінансовий потенціал країни-позичальника, у довгостроковій перспективі призводять до прямого зменшення національного доходу боржника та фінансової залежності від інших держав [33, 34]. Варто також зауважити, що, як правило, зовнішні позики надаються за умови виконання певних вимог, які негативно позначаються на національній безпеці країни [20].

Таким чином, на основі аналізу було визначено основні причини зростання державного і гарантованого державою боргу в Україні, зокрема:

- необхідність нарощування валютних резервів, які значно вичерпалися валютною інтервенцією Національного банку України;
- залежність України від імпорту енергоносіїв;
- технічна відсталість значної частини сфер національної економіки;
- політична криза, анексія Автономної Республіки Крим та тривалий військовий конфлікт на сході країни;
- використання державних запозичень для покриття дефіциту державного бюджету, зумовленого збільшенням видатків на оборону та обслуговування державного боргу, сформованого у попередні роки;
- необхідність потужної державної підтримки державних підприємств та банків [28, 37].

Також визначено основні проблеми управління державного боргу України, серед яких:

- швидке зростання обсягів державного боргу;
- перевага зовнішньої заборгованості в структурі державного боргу, що несе в собі валютний ризик;
- великі розміри гарантованого державою боргу, що викликає додаткові витрати в зв'язку з неплатоспроможністю позичальників;
- значна заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та органами управління іноземних держав, що породжує економічну небезпеку в країні;
- слабкий розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, що ускладнює залучення державних позик;
- відсутність досконалого механізму активного управління державним боргом та ефективного використання залучених коштів [20, 33, 37].

Таким чином, як засвідчує проведений у роботі аналіз, в останні роки зростають ризики державного боргу, що зменшує боргову стійкість та потребує стратегічного підходу до управління державними позиками. Визначення переваг

та недоліків даної системи, а також обґрунтування загроз та можливостей є необхідними для подальшого визначення напрямів підвищення її ефективності (табл. 3.2).

Таблиця 3.2. Аналіз системи управління державним боргом в Україні

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>• планування бюджету та обсягу державних запозичень;</li> <li>• використання у борговій політиці європейських вимог щодо дотримання параметрів боргової стійкості держави;</li> <li>• переважання у борговому портфелі довгострокових та з фіксованою ставкою боргових інструментів;</li> <li>• списання 20% державного боргу та відтермінування його погашення на 2019-2027 рр. завдяки проведеній реструктуризації у 2015 р.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• відсутність довгострокової стратегії управління боргом;</li> <li>• законодавча неврегульованість гарантійних боргових зобов'язань держави;</li> <li>• використання позик на поточні витрати та виконання попередніх боргових зобов'язань;</li> <li>• відсутність прозорості боргової політики;</li> <li>• недостатність досвіду роботи на міжнародному ринку капіталу;</li> <li>• зростання диспропорцій структури боргового портфеля.</li> </ul>
Можливості	Загрози
<ul style="list-style-type: none"> <li>• реструктуризація та сек'юритизація боргу;</li> <li>• стабілізація економіки, розвиток вітчизняного виробництва і джерел доходів державного бюджету;</li> <li>• забезпечення можливостей доступу усіх резидентів країни до ринку державних боргових цінних паперів;</li> <li>• заходи консолідації державних фінансів;</li> <li>• розвиток фондового ринку та фінансових інструментів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• зростання боргових ризиків, зниження боргової стійкості держави та загроза дефолту;</li> <li>• високий рівень залежності від зовнішніх позик, політики та кон'юнктури ринку;</li> <li>• прив'язка випуску нових державних боргових цінних паперів до темпів зростання ВВП;</li> <li>• зростання інфляції та девальвація національної валюти;</li> <li>• економічна криза та військові дії на сході країни.</li> </ul>

Подальше зростання державного боргу України є дуже небезпечним і може призвести до втрати економічної незалежності, вилучення з фінансового ринку коштів, які б могли бути використані на розвиток реального сектору економіки, зменшення конкуренто-спроможності на внутрішніх і зовнішніх ринках, спад

рівня життя населення країни. А досягнення прогнозованого рівня загрожує Україні дефолт. Для запобігання негативних наслідків необхідно удосконалити механізм управління державним боргом на інституціональному рівні, удосконалити нормативно-правову базу, а також підвищити рівень власного валового внутрішнього продукту шляхом модернізації вітчизняних підприємств [37]. Відповідно, необхідним є визначення необхідних напрямів підвищення ефективності системи управління державним боргом та посилення боргової безпеки.

### 3.3. Напрями підвищення ефективності управління державним боргом

Дослідження особливостей боргової політики на сучасному етапі, а також визначення тенденцій і показників боргового навантаження дали змогу обґрунтувати ряд напрямів щодо підвищення ефективності системи управління державним боргом України.

Аналіз структури державного та гарантованого боргу України показав значну залежність від міжнародних кредиторів, а також переважання зовнішнього боргу, що у свою чергу підвищує валютні ризики, які виникли в результаті політичної й фінансової криз в країні. Слід зазначати також темп зростання державного боргу у національній валюті за останні п'ять років, державні позики мають чітку тенденцію до зростання. Тому перед урядом, як ніколи гостро, стоїть завдання у розробленні такої боргової стратегії, в якій державний борг розглядатиметься не з позицій боргового тягара на національну економіку, а як інструмент в механізмі забезпечення стабільного економічного зростання країни, забезпечення необхідного темпу приросту ВВП, стримування інфляційних процесів, забезпечення фінансування соціальних програм, формування достатніх обсягів кредитних ресурсів для розвитку підприємницької діяльності, залучення необхідних обсягів іноземних інвестицій. Також можна рекомендувати, що для України управління державним боргом має бути

узгодженим з системою управління макроекономічними показниками. Такий підхід щодо політики управління боргом зможе забезпечити розв'язання Україною своїх боргових проблем та сприятиме не тільки зростанню національної економіки, а й збалансованому розвитку фінансової системи в цілому.

В даний час необхідно дотримуватися підходів, вже вироблених на основі міжнародного досвіду. Загальні критерії кращої практики з управління боргом:

- Об'єктом системи управління боргом є вся сукупність прямих і умовних зобов'язань, включаючи заборгованість державних і муніципальних унітарних підприємств; господарських товариств, акції (частки в статутному капіталі) яких належать регіональним (місцевим) органам влади, і кредиторська заборгованість громадського сектора економіки.
- Управління боргом здійснюється на основі формалізованих процедур, зафіксованих в нормативно-правових актах, методиках, посадових інструкціях.
- Політика управління боргом є частиною бюджетної політики, а її цілі і завдання відповідають стратегії соціально-економічного розвитку країни.
- Управління боргом і залучення запозичень здійснюються відповідно до затверджених та опублікованими кількісними обмеженнями.
- Планування боргових зобов'язань здійснюється на основі комплексної оцінки фінансових ризиків бюджету, з оцінкою кількох альтернативних варіантів розвитку.
- Інформація про обсяг і структуру боргу, про нормативно-правову базу управління боргом, про плани по залученню запозичень, інших істотних параметрах публікується в засобах масової інформації, в тому числі в інтернеті.
- Короткострокові позикові кошти залучаються виключно в цілях підтримки ліквідності бюджету (для покриття касових розривів).

- Середньо- і довгострокові позикові кошти, гарантії і поручительства залучаються виключно в цілях фінансування інвестиційних витрат.
- Структура боргу диверсифікується за термінами запозичень, видам боргових інструментів і кредиторам.
- Запозичення здійснюються (рефінансуються) таким чином, щоб забезпечити мінімальні вартість обслуговування і ризик боргу.

В першу чергу, необхідно впроваджувати в діючу в Україні систему контролю за державним боргом світову практику контролю за ефективністю з метою вдосконалення роботи. Наприклад, для оцінки методів управління державним боргом пропонується звертати увагу на наступні факти:

- уряд повинен скласти боргову стратегію, перш ніж виникне зобов'язання;
- сформована структура боргу в валютах, термінах і фінансових інструментах повинна відповідати складеній стратегії;
- процес управління боргом повинен включати в себе оцінку ризику, спрямовану на гарантування і підтримку прийнятої стратегії;
- управління боргом слід здійснювати з використанням доцільних методів;
- слід вести належний облік і підтримувати систему моніторингу та контролю, що дозволяє готувати високоякісні звіти.

Як було визначено вище, управління державним боргом є одним з найважливіших елементів державної фінансової політики. Систему управління державним боргом розглядають як взаємозв'язок бюджетних, фінансових, облікових, організаційних та інших процедур, спрямованих на ефективне регулювання державного боргу та зниження впливу боргового навантаження на економіку країни. Система управління державним боргом включає в себе стратегічне та поточне (оперативне) управління. Основними цілями поточного управління державним боргом України у сучасних умовах мають стати: підтримка обсягу боргу на економічно безпечному рівні; забезпечення своєчасного виконання боргових зобов'язань в повному обсязі; мінімізація вартості боргу.

Стратегічне управління пов'язане з постановкою основних орієнтирів щодо державного боргу та створенням організаційно-правових механізмів, необхідних для досягнення встановлених в цій області цілей. Серед значної кількості стратегічних заходів щодо управління зовнішнім боргом країни найбільш дієвими та прийнятними для досягнення Україною помітних результатів, на нашу думку, є наступні:

- переважне використання внутрішніх позик, а не зовнішніх, з метою розвитку внутрішнього ринку позичкових капіталів.
- мінімізація залучення зовнішніх позик за рахунок зростання частки позик на внутрішньому ринку України, що сприятиме зниженню загрози дестабілізації фінансової системи і відтоку валюти з держави;
- поміркована політика приватизації державного майна. Тобто, доходи від продажу майна спрямовуватимуть на погашення боргових зобов'язань країни;
- підтримання гранично прийнятного рівня дефіциту державного бюджету. Не варто перенасичувати економіку внутрішніми боргам, водночас, варто не допускати збільшення дефіциту бюджету, поступово збільшуючи саме внутрішнє фінансування;
- запровадження інвестиційного напрямку державних позик, які мають спрямовуватись у високоліквідні галузі та на розвиток промисловості.

Отже, управління державним боргом в Україні на даному етапі розвитку має досить багато проблем, які гальмують розвиток економіки в цілому. Однією з головних проблем є розробка ефективної стратегії управління. Для її вирішення необхідна узгоджена взаємодія всіх відомств та установ, що відповідають за здійснення процесу управління на всіх його етапах. Уряд має сформувати ефективну та діючу систему управління боргом, яка забезпечила б при цьому фінансову стабільність. Важливими напрямками удосконалення боргової політики в першу чергу є вирішення питання бюджетної економії на всіх рівнях, використання запозичень для реального сектору економіки, орієнтація на внутрішній ринок.

### ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

Як свідчить проведений у роботі аналіз, боргова безпека України перебуває в незадовільному стані. Практично усі показники боргової безпеки перевищують критичне значення. Окремо виділяють ряд ризиків державного боргу, зокрема, рефінансування, ліквідності, а також відсотковий, валютний та бюджетний ризики та ризики, пов'язані з управлінням державним боргом. Визначено основні проблеми управління державного боргу України, серед яких: швидке зростання обсягів державного боргу; перевага зовнішньої заборгованості в структурі державного боргу, що несе в собі валютний ризик; великі розміри гарантованого державою боргу, що викликає додаткові витрати в зв'язку з неплатоспроможністю позичальників; значна заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та органами управління іноземних держав, що породжує економічну небезпеку в країні; слабкий розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, що ускладнює залучення державних позик; відсутність досконалого механізму активного управління державним боргом та ефективного використання залучених коштів.

Визначено, що для оцінки методів управління державним боргом необхідно звертати увагу на наступні факти:

- уряд повинен скласти боргову стратегію, перш ніж виникне зобов'язання;
- сформована структура боргу в валютах, термінах і фінансових інструментах повинна відповідати складеній стратегії;
- процес управління боргом повинен включати в себе оцінку ризику, спрямовану на гарантування і підтримку прийнятої стратегії;
- управління боргом слід здійснювати з використанням доцільних методів;
- слід вести належний облік і підтримувати систему моніторингу та контролю, що дозволяє готувати високоякісні звіти.

Відповідно, з метою вирішення наведених проблем та підвищення рівня боргової безпеки України запропоновано:



- вдосконалити нормативно-правове забезпечення щодо механізму залучення державних запозичень, формування та імплементації боргової політики;
- на законодавчому рівні розширити перелік індикаторів оцінки боргової безпеки, встановити їх граничні значення з урахуванням міжнародного досвіду;
- розробити єдину методологію оцінки та моніторингу боргових ризиків;
- в умовах зростання державних боргів, посилення ризиків девальвації національної валюти та втрати платоспроможності держави й державного суверенітету основні цілі боргової політики встановлювати з урахуванням порогових значень індикаторів боргової безпеки;
- сформулювати та імплементувати середньо- та довгострокову стратегії управління державним боргом України, орієнтовані на ризик;
- обмежити швидкість зростання державного та гарантованого державою боргу, тобто заздалегідь забезпечити вчасне обслуговування та повернення боргів;
- скоротити частку запозичених ресурсів, та збільшити частку позикових фінансових ресурсів, які спрямовуватимуться на інвестиційні проекти;
- вживати заходів щодо мінімізації витрат на обслуговування та погашення державного боргу.

## ВИСНОВКИ

Провдене в роботі дослідження дозволяє сформулювати ряд висновків теоретичного та практичного характеру. Більшість країн, незалежно від розвиненості їх економіки, мають державний борг, що формується внаслідок використання державного кредиту. Використання державного кредиту обумовлено необхідністю усунення розриву між зростаючими витратами держави і обмеженими можливостями формування доходів бюджету. Основною причиною збільшення державних витрат є посилення ролі держави в сферах суспільного життя, розширення його економічних і соціальних функцій, непередбачені надзвичайні ситуації та стихійні лиха.

При цьому погляди економістів на існування державного боргу дуже різняться. Так, визначено ряд макроекономічних каналів, через які державний борг може негативно позначитися на середньостроковій і довгостроковій економічній ситуації. Зокрема, значне збільшення відношення боргу до ВВП може у майбутньому призвести до підвищення податків, а також додаткових витрат бюджету і, як результат, зниження інвестицій в країні. Поряд з цим поширеними стали твердження, що боргове фінансування бюджетного дефіциту через розширення державних видатків стимулює сукупний ефективний попит, який і є основним фактором економічного зростання. Для отримання позитивного ефекту необхідно, щоб обсяги капітальних інвестицій перевищували обсяги запозичень, а темпи зростання ВВП перевищували темп зростання боргу. Визначено, що запозичення дозволяють, як отримати додаткові ресурси для економічного стимулювання та уникнути небажаного підвищення податків, так і оптимізувати структуру фінансового навантаження на державні фінанси. Звичайно, це є складною і важливою складовою фіскальної і боргової політики, яка має розроблятися з урахуванням усього комплексу структурних впливів – як коротко-, так і довгострокового характеру.

Відповідно, актуалізується роль ефективної боргової політики та системи методів управління державним боргом. У світовій практиці акумульовано

істотний досвід управління державним боргом. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, а з тим – домогтися стійкого економічного розвитку. Для цієї мети можуть застосовуватися різні стратегії та методи управління погашення і обслуговування боргу. Виділяють загальні методи управління державним боргом, якими є консолідація, конверсія, рефінансування, уніфікація, реструктуризація, анулювання заборгованості. Найчастіше сьогодні використовується рефінансування і реструктуризація, за допомогою яких вдається погасити поточні запозичення і платежі за ними за рахунок залучення нових ресурсів. Методи регулювання боргу специфічні в кожній країні, що обумовлено відмінностями в рівні економічного розвитку, політичному ладі, соціально-економічній політиці уряду, чинному законодавстві. Вибір заходів здійснюється виходячи з економічних показників, обсягу і структури заборгованості. Ефективність управління державним боргом країни багато в чому визначає перспективи її соціально-економічного розвитку та макроекономічної стабільності.

Як свідчить проведений у роботі аналіз, боргова безпека України перебуває в незадовільному стані. Практично усі показники боргової безпеки перевищують критичне значення. Окремо виділяють ряд ризиків державного боргу, зокрема, рефінансування, ліквідності, а також відсотковий, валютний та бюджетний ризики та ризики, пов'язані з управлінням державним боргом. Визначено основні проблеми управління державного боргу України, серед яких: швидке зростання обсягів державного боргу; перевага зовнішньої заборгованості в структурі державного боргу, що несе в собі валютний ризик; великі розміри гарантованого державою боргу, що викликає додаткові витрати в зв'язку з неплатоспроможністю позичальників; значна заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та органами управління іноземних держав, що породжує економічну небезпеку в країні; слабкий розвиток

внутрішнього ринку державних цінних паперів, що ускладнює залучення державних позик; відсутність досконалого механізму активного управління державним боргом та ефективного використання залучених коштів.

Як було визначено у роботі, управління державним боргом є одним з найважливіших елементів державної фінансової політики, що включає в себе стратегічне та поточне управління. Основними цілями управління державним боргом мають бути: підтримка обсягу боргу на економічно безпечному рівні; забезпечення своєчасного виконання боргових зобов'язань в повному обсязі; мінімізація вартості боргу.

Стратегічне управління пов'язане з постановкою основних орієнтирів щодо державного боргу та створенням організаційно-правових механізмів, необхідних для досягнення встановлених в цій області цілей. Серед значної кількості стратегічних заходів щодо управління зовнішнім боргом країни найбільш дієвими та прийнятними для досягнення Україною помітних результатів, на нашу думку, є наступні:

- переважне використання внутрішніх позик, а не зовнішніх, з метою розвитку внутрішнього ринку позичкових капіталів.
- мінімізація залучення зовнішніх позик за рахунок зростання частки позик на внутрішньому ринку України, що сприятиме зниженню загрози дестабілізації фінансової системи і відтоку валюти з держави;
- поміркована політика приватизації державного майна. Тобто, доходи від продажу майна спрямовуватимуть на погашення боргових зобов'язань країни;
- підтримання гранично прийнятного рівня дефіциту державного бюджету. Не варто перенасичувати економіку внутрішніми боргам, водночас, варто не допускати збільшення дефіциту бюджету, поступово збільшуючи саме внутрішнє фінансування;
- запровадження інвестиційного напрямку державних позик, які мають спрямовуватись у високоліквідні галузі та на розвиток промисловості.

Отже, управління державним боргом в Україні на даному етапі розвитку має досить багато проблем, які гальмують розвиток економіки в цілому. Однією

з головних проблем є розробка ефективної стратегії управління. Для її вирішення необхідна узгоджена взаємодія всіх відомств та установ, що відповідають за здійснення процесу управління на всіх його етапах. Уряд має сформувати ефективну та діючу систему управління боргом, яка забезпечила б при цьому фінансову стабільність. Важливими напрямками удосконалення боргової політики в першу чергу є вирішення питання бюджетної економії на всіх рівнях, використання запозичень для реального сектору економіки, орієнтація на внутрішній ринок.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андрусів Р. Р. Порівняльний аналіз фінансово-економічних механізмів впливу зовнішнього боргу на функціонування економік України та Польщі / Р. Р. Андрусів // Науковий вісник НЛТУ. – 2011. – Вип. 21.7. – С. 139-145.
2. Богдан Т. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності /Т. Богдан // Економіка України, 2013. – №2 (615). – С. 4-17.
3. Боргова безпека Укаїни: сучасний стан та її економічна оцінка / І. І. Коблик // Ефективність державного управління. - 2013. - Вип. 36. - С. 339-344. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/efdu\\_2013\\_36\\_44](http://nbuv.gov.ua/UJRN/efdu_2013_36_44)
4. Боргова ситуація в Україні: статистичний аспект / А. М. Єріна, К. М. Ярош // Формування ринкових відносин в Україні. - 2014. - № 3. - С. 51-55. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/frvu\\_2014\\_3\\_13](http://nbuv.gov.ua/UJRN/frvu_2014_3_13)
5. Бугіль С. Я., Пазак М. Р. Державний борг України: аналіз та напрямки оптимізації боргової політики держави / // Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки. - 2016. - Вип. 51. - С. 86-91. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vlca\\_ekon\\_2016\\_51\\_17](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vlca_ekon_2016_51_17)
6. Бюджетна система. Навчальний посібник /Н.І. Климаш, К.В. Багацька, Н.І. Дем'яненко та ін. за заг. ред. Т.А. Говорушко. – Львів «Магнолія 2006», 2014. – 296 с.
7. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 р. (редакція від 24.04.2013 р.) [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
8. Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи /Т.В. Вахненко // Фінанси України. – № 6. – 2009. – С. 14-28.
9. Вахненко Т.П. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками / Т.П. Вахненко // Світ фінансів – Тернопіль: 2008. – №1. – С. 10-28.
10. Дернова І.А. Державний борг та динаміка курсу національної валюти: статистична оцінка / І. А. Дернова. // Ефективна економіка. - 2011. - № 2. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek\\_2011\\_2\\_11](http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_2_11)

11. Економічна безпека: Навч. посіб. для студентів, аспірантів, викладачів ВНЗ. Рекомендовано МОН / За ред. З.С. Варналія. — К., 2009. — 647 с.
12. Економічна статистика: Підручник : у 2 ч. — Ч. 1 Макроекономічна статистика / І.Г. Манцуrow, А.М. Єріна, О.К. Мазуренко та ін. ; за наук. ред. чл.-кор. НАНУ І.Г. Манцуrow. — К.: КНЕУ, 2013. — 325 с.
13. Єріна А.М. Статистичне моделювання та прогнозування: підручник / А.М. Єріна, Д.Л. Єрін - К.: КНЕУ, 2014. - 348 с.
14. Єріна А.М. Статистичні індикатори платоспроможності країни/ А.М. Єріна, Д.Л. Єрін // Наукові записки. — Т. 22. — К.: Видавничий дім „КМ Академія” — 2003. — С. 330-334.
15. Єріна А.М. Боргова ситуація в Україні: статистичний аспект / А.М. Єріна, К.М. Ярош // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. праць. — 2014, №3(154). — С. 51-55.
16. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти // Фінанси України. - 2014. - № 12. - С. 7-31. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu\\_2014\\_12\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2014_12_3)
17. Лук'яненко І.Г., Фарина О.І. Макрофінансова стабільність: моделі та методи оцінки. —К. : НаУКМА, 2016. -188 с.
18. Лютий, І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. — К. : Центр учбової літератури, 2008. — 352 с.
19. Марина А.С., Сервачук М.О. УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ <https://doi.org/10.32843/bses.53-27>
20. Маханець Л.Л. Зовнішній борг і політичний ризик / Л.Л. Маханець // Фінанси України. — 2000. — No 2. — С. 64–67.
21. Методичний коментар до статистики зовнішнього боргу України [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: [www.bank.gov.ua/Balance/Debt/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/index.htm).
22. Наближення вітчизняної системи управління борговими ризиками до стандартів ЄС — Режим доступу: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2019->

07/Наближення%20вітчизняної%20системи%20управління%20борговими%20ризиками%20до%20стандартів%20єс.pdf

23. Наказ Міністерства економіки України від 02.03.2007 року № 60 «Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України» [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=98200&cat\\_id=32](http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=98200&cat_id=32)
24. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/>.
25. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
26. Програма управління державним боргом на 2021 рік. Наказ Міністерства фінансів України 29 січня 2021 року № 47 — Режим доступу: <https://mof.gov.ua/storage/files/ПРОГРАМА%20удб%202021.pdf>
27. Сіденко В., Юрчишин В., Маркевич К. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. / Аналітична доповідь. – Київ: Заповіт, 2015. – 74 с.
28. Сокирко О.С. Аналіз сучасного стану державного боргу України / О.С.Сокирко. — Східна Європа: Економіка, Бізнес та Управління. — Випуск 6 (11) 2017 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ir.nusta.edu.ua/jspui/handle/123456789/2488>
29. Стан державного боргу України. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=365898](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=365898).
30. Статистика внешнего долга. Руководство для составителей и пользователей [Електронний ресурс] / Международный Валютный Фонд. — 2003. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/eds/guide/guider.pdf>
31. Статистичне оцінювання рівня боргового навантаження національної економіки / І. А. Дернова // Молодий вчений. - 2016. - № 2. - С. 37-40. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv\\_2016\\_2\\_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2016_2_12)



32. Терещенко В.Л. Державний борг України: сутність, соціально- економічні наслідки, перспективи оптимізації / В.Л. Терещенко // Економіка і регіон. – 2011. – № 4. – С. 59–62.
33. Терещенко В.Л. Проблема управління державним боргом України // Формування ринкових відносин в Україні - 2016. Режим доступу: <http://global-national.in.ua/archive/10-2016/180.pdf>
34. Федорович, І. М. Моделювання динаміки державного боргу та факторів впливу на неї [Текст] / Ірина Михайлівна Федорович // Економічний аналіз : зб. наук. праць – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 16. – № 1. – С. 257-267.
35. Флейчук М. Вплив зовнішніх запозичень на соціально-економічний розвиток посттрансформаційних країн / М. Флейчук, Р. Андрусів // Економіка України. – 2012 – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk\\_2012\\_1\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2012_1_3)
36. Фінанси: підручник / І.О.Лютій, С.Я. Боринець, З.С. Варналій та ін.; за ред. І.О. Лютого — К.: Ліра-К, 2017. — 720 с.
37. Фурдичко Л. Є., Піхоцька О. М. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. DOI: 10.32702/2306-6806.2018.11.45
38. Фурманець К. Л. Формування зовнішнього державного боргу України та фінансовий механізм його регулювання в умовах глобалізації / К. Л. Фурманець [Електронний ресурс]. – Вісник Вінницького політехнічного інституту. – №1. – 2013. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/natural/vvpi/2013\\_1/13\\_1\\_ekonomika\\_4.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/natural/vvpi/2013_1/13_1_ekonomika_4.pdf)
39. Черняк О.І. Криза платіжного балансу: фактори, індикатори та способи попередження/ О.І. Черняк О.І., В.Р. Хом'як // Економіка і прогнозування, 2011. № 4. С.27-37.
40. Шумська С.С. Система індикаторів попередження кризи: міжнародний досвід та проблеми вибору для України. Фінанси України, 2010. № 6. С.38-49.

41. Юркевич О.М. Кредитні рейтинги як інструмент оцінки кредитного ризику // Збірник наукових праць КНЕУ «Фінанси облік і аудит». –2009. – Випуск 13. – С. 130–135.
42. Ярош К.М. Аналіз індикаторів боргової безпеки України / Ярош К.М. // Економічний аналіз: зб. Наук. Праць. – Тернопіль, 013. – Том 13. – С.207-213. Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecan\\_2013\\_13\\_31](http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecan_2013_13_31)
43. IMF Country Report No. 20/197  
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501>
44. The Countries with the Largest National Debt burdens <https://www.statista.com/chart/22479/countries-with-highest-share-debt-to-gdp/>
45. National debt of important industrial and emerging countries in 2020 in relation to gross domestic product <https://www.statista.com/statistics/264647/national-debt-of-selected-countries-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/>
46. Credit Rating of Ukraine. URL: <https://mof.gov.ua/en/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini>
47. Derivatives And Public Debt Management. URL: [https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj99cftqenwAhVik4sKHQAnBxMQFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FDerivatives%2Band%2BPublic%2BDebt%2BManagement.pdf&usg=AOvVaw1MWCD-JOUm7AymgGO2DbM\\_](https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj99cftqenwAhVik4sKHQAnBxMQFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FDerivatives%2Band%2BPublic%2BDebt%2BManagement.pdf&usg=AOvVaw1MWCD-JOUm7AymgGO2DbM_)
48. Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development. URL: <https://www.oecd.org/fr/finances/dette-publique/39354012.pdf>