

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«ЗОВНІШНЄ ДЕРЖАВНЕ БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ
В СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ КРАЇНИ»**

Виконала: студентка 4-го року навчання,
спеціальність 072
«Фінанси, банківська справа та страхування»

Максимів Софія Андріївна

Керівник: Глущенко С.В.
кандидат економічних наук, доцент

Рецензент: Ткаленко С.І.

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.
«_____» _____ 2020 р.

Київ 2020

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГОВОГО ФІНАНСУВАННЯ ЕКОНОМІКИ	6
1.1. Поняття, цілі та види державних запозичень	6
1.2. Умови надання кредитів міжнародними фінансовими організаціями	12
1.3. Управління державним боргом та індикатори боргової безпеки	19
Висновки до розділу 1	24
РОЗДІЛ 2. ХАРАКТЕРИСТИКИ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У ПРАКТИЦІ РІЗНИХ КРАЇН	26
2.1. Структура і динаміка зовнішнього боргового навантаження в Україні	26
2.2. Структура і динаміка зовнішнього боргового навантаження в Польщі та Туреччині	32
2.3. Порівняльний аналіз боргового навантаження в різних країнах	38
Висновки до розділу 2	42
РОЗДІЛ 3. МОДЕЛЮВАННЯ ВЗАЄМОЗАЛЕЖНОСТІ МІЖ БОРГОВИМ НАВАНТАЖЕННЯМ ТА ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ КРАЇНИ	43
3.1. Обґрунтування логічних зв'язків між показниками макроекономічного розвитку та боргового навантаження	43
3.2. Моделювання залежності між борговими та економічними змінними в Україні та Польщі	46
Висновки до 3 розділу	55
ВИСНОВКИ	59
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	62

ВСТУП

Державний борг для людини без економічної освіти неодмінно нестиме негативне значення, лякливий сенс і можливі неприємні наслідки, однак у всіх бюджетах країн світу існує стаття державного боргу. Якщо він за своїми розмірами та структурою не порушує визначені центральними банками параметри та не впливає негативно на інші макроекономічні показники, то він не є чимось загрозливим. Крім того, у високорозвинутих країнах, як правило, державний борг більший, ніж у тих, що розвиваються, і провести однозначної залежності між рівнем розвитку країн та їх борговими зобов'язаннями не можна. Відповідно, не варто звинувачувати лише борг у економічних проблемах держав.

При формуванні внутрішніх і зовнішніх державних боргів краще надавати перевагу внутрішнім, аби не залежати від можливих валютних скачків та іноземних кредиторів в політичному та економічному сенсі. Зовнішній державний борг - заборгованість офіційним урядовим інститутам інших країн, міжнародним валютно-фінансовим організаціям, приватним банкам, що підлягає сплаті у встановлені терміни та за домовлених умов.

Якщо зовнішній борг зростає швидше, ніж ВВП, тоді його обслуговування може здійснюватися за рахунок зниження життєвого рівня населення, що не є оптимальним і бажаним. Якщо країна не здатна впоратись із борговим навантаженням та виплатити його, вона стикається із борговою кризою. Однак, у деяких випадках, коли існують сприятливі економічні умови, державний борг здатний навіть приносити користь державі. Саме тому при затвердженні політики управління державним боргом, передусім зовнішнім, треба шукати варіанти, які б мінімізували втрати для населення і держави та максимізували користь та ефективність взятого боргу.

Відтак, зовнішнє державне боргове фінансування є важливим аспектом макроекономічного розвитку держави і потребує уважного вивчення, опрацювання іноземного досвіду для ефективного управління ним.

У першому розділі даної дипломної роботи описано теоретичну базу державного боргу, зокрема зовнішнього, наведено класифікації боргів та окреслено умови надання позик міжнародними організаціями.

У другому розділі на прикладі трьох країн – України, Польщі та Туреччини окреслено особливості їх зовнішніх боргів, а саме: міжнародні індикатори заборгованості, розподіл боргу за валютами, типом кредитора, секторами тощо.

У третьому розділі побудовано економетричну модель залежності зовнішнього боргу від низки макроекономічних показників двох описаних країн-сусідів – України та Польщі. Зроблено висновки про те, що різні показники мають вплив у цих країнах, що означає, що кожна економіка разом із політико-економічною ситуацією та іншими геополітичними особливостями держави по-різному впливає на утворення та управління зовнішнім державним боргом.

Актуальність даної теми полягає в тому, що у всесвітній кризовий період 2020 року зовнішній борг часто стає необхідністю для ефективного функціонування не лише окремих підприємств, а й цілих держав.

Метою роботи є оцінка ефектів впливу показників економічного розвитку на обсяги зовнішнього державного боргу в практиці різних країн за допомогою вирішення таких **завдань**: макроекономічного аналізу цих показників, опрацювання наукових матеріалів, збору доцільних даних для побудови наочної економетричної моделі.

Об'єктом дослідження є зовнішній державний борг як економічне явище.

Предметом даної роботи є характеристика зовнішнього державного боргового фінансування в різних країнах і зв'язки між показниками макроекономічного розвитку та боргового навантаження.

Методами дослідження є побудова графіків залежності на основі теоретико-методологічних напрацювань міжнародних фінансово-валютних організацій, вітчизняних науковців та національних банків, а також використання пакету E-Views для побудови економетричної моделі.

Інформаційну базу дослідження становлять аналітичні звіти МВФ, Світового банку, постанови та статистичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, результати наукових досліджень зарубіжних і вітчизняних учених, ресурси мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів характеризується конкретизацією того факту, що політично, географічно та економічно схожі держави можуть мати різні фактори впливу на зовнішню заборгованість.

Обсяг і структура. Робота складається зі вступу, трьох розділів та висновків. Робота містить 3 таблиці, 38 рисунків та 2 формули. Загальний обсяг роботи 65 сторінок.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГОВОГО ФІНАНСУВАННЯ ЕКОНОМІКИ

1.1. Поняття, цілі та види державних запозичень

Однією з умов ефективного функціонування економіки в сучасних умовах є проведення виваженої боргової політики через залучення державних запозичень, тобто додаткових фінансових ресурсів на зовнішньому та внутрішньому ринках позикового капіталу [4].

Варто розрізняти основні поняття “боргова політика”, “державний кредит” та “державний борг”.

Боргова політика – складова економічної політики держави, яка містить в собі систему заходів по залученню додаткових фінансових ресурсів за рахунок кредитів, випуску і розміщення державних боргових зобов’язань, обслуговування та погашення державного боргу з метою боргового фінансування державних видатків чи програм економічного розвитку в країні [2].

Державний кредит – це сукупність кредитних відносин між державою та суб’єктами економіки на національному та міжнародному рівнях, метою яких є фінансування державних видатків, програм розвитку різного рівня та програм розвитку підприємств (як правило, державних підприємств).

Основними двома функціями державного кредиту вважають:

- *фінансову* – забезпечує накопичення до централізованих та децентралізованих державних фондів додаткових коштів;
- *регулюючу* – регулює обіг грошей за допомогою операцій на відкритому ринку (купівля-продаж державних цінних паперів), що впливає на пропозицію грошей і, відповідно, на облікову ставку.

Державний борг – загальна сума боргових зобов’язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату,

що виникають внаслідок державного запозичення, згідно із Бюджетним кодексом України [1]. Він складається із заборгованості регіональних та місцевих органів влади та центрального уряду, а також боргів усіх корпорацій з державною участю, пропорційною частці держави в їх капіталі [25].

Основною **ціллю** залучення додаткових фінансових ресурсів через здійснення державних запозичень виступають такі фактори [4]:

- фінансування бюджетного дефіциту держави;
- нормалізація стану економіки при різких валютних коливаннях, високій інфляції.
- регулювання обігу грошової маси;
- залучення грошових ресурсів в часи економічних спадів, зокрема кризи, рецесії, депресії;
- поповнення валютних і золотовалютних резервів, підтримка позитивного сальдо платіжного балансу;
- мобілізація ресурсів для інвестиційних проектів;
- соціальна відповідальність держави перед населенням, зокрема забезпечення енергоносіями, виплата пенсій тощо;
- забезпечення стабільності економіки при настанні політичної нестабільності, війни, втрати територіальної цілісності тощо;
- фінансування програм з ліквідації наслідків стихійних лих.

Загальний державний борг, за визначенням Організації економічного співробітництва та розвитку [29], – відображення валового боргу як відсотку від ВВП країни. Це ключовий індикатор стійкості державних фінансів. Він виникає внаслідок *кредитів (державних запозичень)*, які націлені на зменшення бюджетного дефіциту, інфляції; збільшення річного ВВП, загальних торговельного та платіжного балансів; стабілізації макрофінансової ситуації; покриття видатків. Борг підраховується сумою таких категорій зобов'язань: валюта та депозити, позики, страхування, пенсії та інші види кредиторської заборгованості.

Фінансування державного бюджету завжди відбувається на умовах строковості, платності та повернення.

Окрім цього, виділяють ще *гарантований державою борг* – загальну суму боргових зобов'язань суб'єктів господарювання-резидентів щодо повернення отриманих та непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями [1].

Гарантувати борги державі варто лише у деяких випадках, як-от на покриття дефіциту держбюджету, розвиток життєво важливих галузей виробництва (енергетичної, медичної), розвиток експортоспроможних галузей виробництв, фінансування критичного імпорту.

Використовуються ще два терміни для характеристики боргу: капітальний та поточний.

Капітальний борг — це загальна сума заборгованості минулих років і процентів, що мають бути сплачені за позиками.

Поточний борг — це видатки держави, пов'язані з погашенням у поточному році боргових зобов'язань і належних до сплати в цей період процентів за всіма випущеними на даний момент позиками.

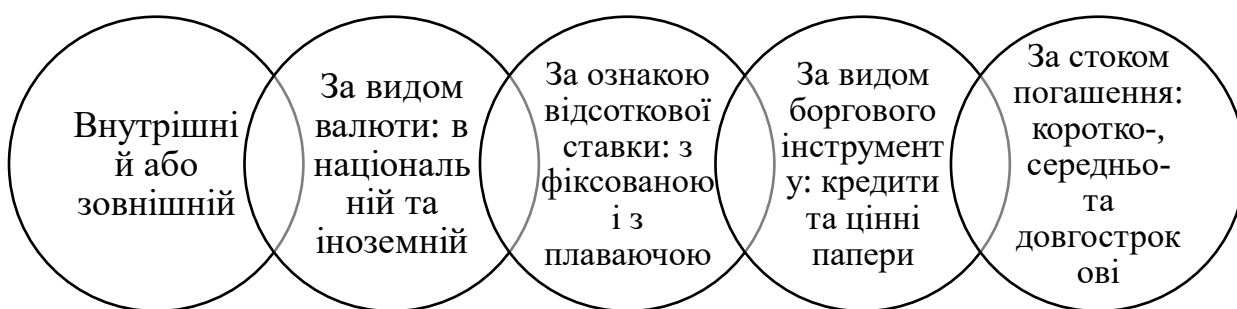


Рис. 1.1. Класифікація державного та гарантованого державою боргу

Джерело: на основі [4, с. 113].

Класифікація державного боргу містить ще низку критеріїв, які різняться у країнах світу. Нижче наведено розширений список можливих критеріїв.

1) **За типом кредитора державний кредит** є таких видів:

- **внутрішній** – запозичення коштів державою у власних підприємств і населення;
- **зовнішній** – запозичення державою на міжнародному рівні.

Основні форми внутрішнього державного кредиту:

- державні позики;
- використання частини вкладів населення в ощадних установах;
- грошово-речові лотереї;
- використання коштів державного позичкового фонду.

2) **За правом емісії** розрізняють *місцеві й державні* позики. Перші випускаються місцевими органами влади, а другі спрямовують у центральний бюджет.

3) **Залежно від забезпеченості** державні позики поділяють на *заставні й беззаставні*.

4) **За методами розміщення** позики бувають *добровільні, примусові та розміщені за підпискою*. При добровільному – рішення про купівлю державних цінних паперів покупець приймає самостійно. Безоблігаційні позики (див. п.8) розміщуються тільки на добровільних засадах. При примусовому розміщенні відбувається тиск на покупця з боку держави, як, наприклад, це було за радянських часів, коли громадяни були вимушені вкладати в облігації частину свого заробітку. Позики, розміщені за підпискою, зазвичай використовуються підприємствами у країнах з командно-адміністративною системою управління.

5) **За формою виплати доходу** державні позики поділяють на *процентні, виграшні, процентно-виграшні, безпроцентні та дисконтні* (з нульовим купоном). Дохід за процентними позиками встановлюється у вигляді позичкового процента. Виплата такого доходу здійснюється на купонній основі щокварталу, раз на півріччя або щороку.

Виграшні позики виплачуються на підставі проведення тиражів виграшів. Дохід у такому разі отримують не всі кредитори, а тільки ті, у кого виграшні облігації. Така система вигідна для незначних сум позик.

Процентно-виграшні позики передбачають виплату доходів як у грошовій, так і у виграшній формах.

Безпроцентні, або цільові, запозичення держава зазвичай використовує для фінансування інвестиційних проектів у надзвичайних ситуаціях. На сьогодні такий вид позик не застосовується.

Дисконтні позики характерні тим, що державні цінні папери купуються з певною знижкою, а погашаються за номінальною вартістю. Зазначена різниця і формує дохід кредитора. Для таких цінних паперів не існує купонів, тому їх називають облігаціями із нульовим купоном.

6) **За характером погашення заборгованості** розрізняють два його варіанти: *одноразова виплата і виплата частинами*.

7) **Залучення позикового капіталу** за допомогою державних позик може проводитись у двох формах: *грошовій та товарній*. Остання не застосовується у розвинених країнах, але характерна для країн із слабо розвиненою або перехідною економікою, де відбувається процес розладнання грошової системи.

8) **За правовим оформленням** грошові позики ділять на *облігаційні та безоблігаційні* державні позики.

Облігаційні позики супроводжуються випуском цінних паперів: облігацій та казначейських зобов'язань.

Безоблігаційні позики здійснюються урядом чи уповноваженою особою (установою) на міжурядовому рівні для консолідації коштів за допомогою підписання угод та договорів, записів у боргових книгах, залучаються на зовнішніх ринках.

Згідно з класифікацією державного боргу за типом кредитора, існує внутрішній та **зовнішній** борг.

Внутрішній державний борг – це сукупність державних зобов'язань перед резидентами, тобто держави перед громадянам, які тримають внутрішні державні облігації (ОВДП).

Зовнішній державний борг – це сукупність боргових зобов'язань держави, що виникають в результаті державних запозичень на зовнішньому ринку [2, 35].

Зовнішній борг має такі дві складові:

1) Борг органів державної влади і управління, який виникає в результаті залучення кредитів іноземних держав та випуску державних цінних паперів, що розміщуються на міжнародних ринках капіталів;

2) Борг суб'єктів господарювання, гарантований урядом.

Борг органів влади погашається та обслуговується за рахунок коштів державного бюджету та центрального банку, а борг суб'єктів господарювання за рахунок позичальників. Проте в разі невиконання боргових зобов'язань перед іноземними кредиторами діє державна гарантія, яку здійснює казначейство за рахунок коштів бюджету.

Національний банк України класифікує зовнішній держборг за кількома статтями, зокрема за *фінансовими інструментами*: боргові цінні папери, кредити, валюта і депозити, торгові кредити та аванси, інші боргові зобов'язання, прямі інвестиції: міжфірмовий борг; за *початковими термінами погашення*: коротко-, середньо- та довгострокові.

А також використовується класифікація за *секторами економіки*: сектор загального державного управління, центральний банк, депозитні корпорації (крім центрального банку), інші сектори [25].

Є чотири категорії джерел, звідки надходять іноземні гроші: іноземні країни, іноземні банки, міжнародні організації та облігації з цінними паперами, залучені на міжнародному ринку [23].

В цілому, можна сказати, що державний борг є невід'ємною складовою економіки, а правильна політика щодо його обслуговування - важливими макроекономічними аспектами розвитку економіки країни.

1.2. Умови надання кредитів міжнародними фінансовими організаціями

Одним із джерел зовнішнього боргового фінансування для країн є позики МФО – міжнародних фінансових організацій. Відносини із міжнародними фінансовими організаціями юридично регламентуються меморандумами, нормативно-правовими актами, програмами, стратегіями розвитку та угодами.

До провідних міжнародних фінансових організацій належать:

- Світовий банк – це багатостороння кредитна установа, що об'єднує п'ять інституцій, провідною з яких є Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР);
- Міжнародний валютний фонд;
- Європейський банк реконструкції та розвитку;
- Європейський інвестиційний банк;
- Паризький клуб
- Лондонський клуби.

Світовий Банк

Необхідними умовами при отриманні позик від Світового Банку є членство, фінансові звіти за останні три роки, документація про різного типу діяльність країни чи підприємства, щоб прослідкувати його надійність в контексті виконання контрактів, кваліфікований менеджмент.

Надання кредитів Світовим банком має репутаційний ефект, адже його авторитет стимулює приватних інвесторів спрямовувати капітали в країни-кредитори [26].

Для кожної країни на сайті СБ розраховується окремий відсоток. На рис. 1.2 зображено топ-10 позичальників Світового банку, серед яких знаходяться зокрема Китай (лідер), Бразилія, Росія, Туреччина та інші.

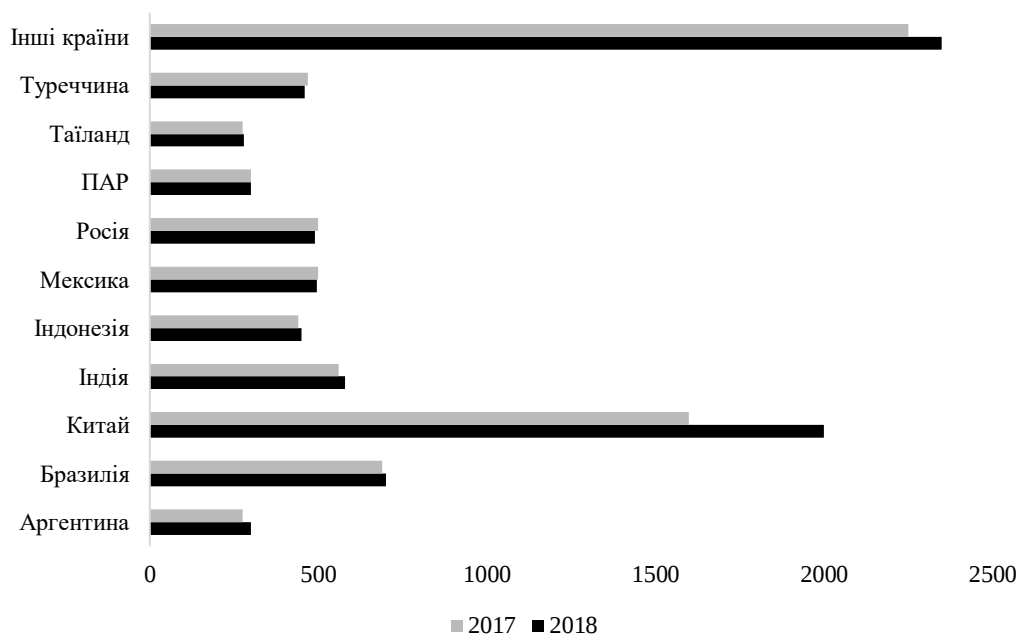


Рис. 1.2. Топ-10 позичальників Світового банку у 2017-18 роках (темно-сірий – 2017, сірий – 2018, дані наведені у млн. доларів США)

Джерело: Світовий банк. Міжнародна боргова статистика 2020.

Існує два види позик від СБ: інвестиційні (5-10 років) та корегувальні (1-3 роки), більшість з яких надається під невисокі відсоткові ставки 1-3%. **МБРР** як частина Групи Світового банку займається наданням позик на період 15-20 років (рис. 1.3).

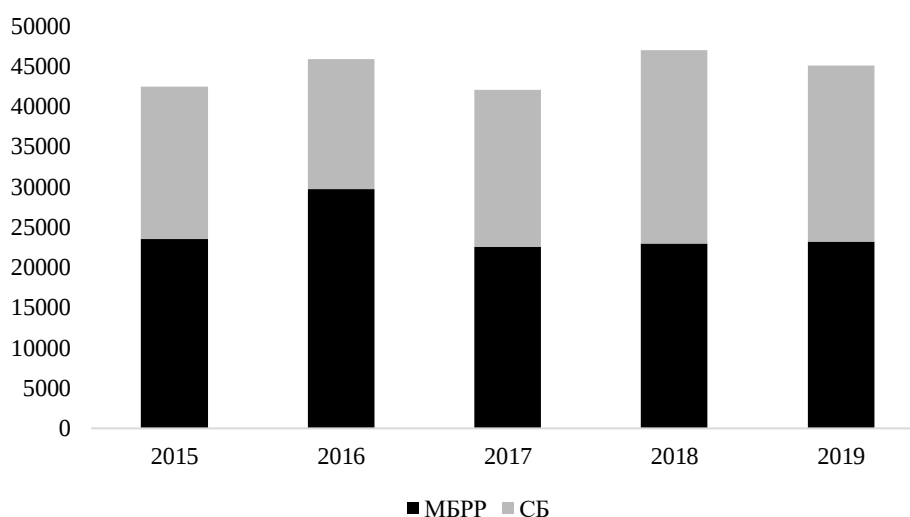


Рис. 1.3. Розподіл та величина боргів групи Світового банку 2015-19рр, млрд. дол. США

Джерело: Світовий банк. Щорічний звіт 2019.

Міжнародна асоціація розвитку (МАР), Міжнародна фінансова корпорація (МФК) та Багатостороннє інвестиційно-гарантійне агентство (БІГА) є частинами МБРР. МАР доповнює діяльність власне МБРР через надання нерозвинутим державам кредитів на 35-40 років без відсотків з пільговим терміном (10 років), коли вони сплачують тільки комісійні на покриття адміністративних витрат. Особливістю МФК є інвестування коштів державам-членам без урядових гарантій. Однак, загальна система кредитів є схожою у всіх підрозділах СБ. Вона містить такі позики:

- 1) Секторні позики;
- 2) Структурні позики;
- 3) Інвестиційні позики;
- 4) Позики термінових реконструкцій;
- 5) Позики адаптивних програм;
- 6) Технічні позики;
- 7) Навчальні та інноваційні позики.

Для надання кредитів МБРР ставить ряд вимог: проведення економічних реформ, стабілізація макропоказників та курсу національної валюти, наявний дефіцит платіжного балансу, наявність чинної програми соціального розвитку, ВВП на особу нижчий, ніж 1215 дол. США (у 2015 році для звичайних кредитів, для “жорстких” – вищий, ніж 1215 дол. США), сплатити 0,75% від суми кредиту за адміністративні витрати, сплатити збір за резервування боргу (від 0 до 0,5%).

До основних проблем співробітництва з МБРР часто відносять відносну непрозорість системи відбору кредитних проектів (тут має місце «міністерське лобіювання», а не відкриті тендери) та викривлена реальна оцінка ефективності реалізації цих проектів. Зазвичай Світовий банк працює разом із МВФ.

Міжнародний валютний фонд

МВФ розробив різні підходи до різних типів країн. Для країн середнього розвитку (middle income) та віднедавна ще і розвинених (advanced) створена програма **Stand-By Arrangement (SBA)**, яка націлена на підтримку платіжного балансу в межах 1-3 років. Основними умовами, які висуває МВФ, є [24]:

1. Виплата кожного траншу повинна розпочатись через 3 і $\frac{1}{4}$ року після його надходження і виплатитись повністю в період з 3 і $\frac{1}{4}$ до 5 років;
2. Позичковий процент розраховується в залежності від СДР (міжнародний резервний актив, до складу якого входять наразі 5 валют: долар США, євро, японська єна, китайський юань і фунт стерлінга). СДР не є ані валютою, ані вимогою до МВФ. Це, швидше, потенційна вимога до вільно використовуваних валют держав-членів МВФ. Власники СДР можуть отримувати ці валюти в обмін на свої СДР двома способами: по-перше, через добровільний обмін; і, по-друге, через призначення МВФ-ом потужніших держав на купівлю СДР у слабших країн. СДР є фактично одиницею розрахунку МВФ та деяких інших міжнародних організацій. СДР наразі прирівнюється до 100 пунктів і є базовим відсотком (rate of interest), від якого відштовхуються всі інші. Величина кредиту та його тривалість провокують виникнення ще одного відсотку, який називається surcharge. Якщо кредит становить 187.5% квоти, то surcharges по цьому кредиту становлять 200 пунктів. Якщо через 3 роки кредит становитиме більше, ніж 187.5% квоти, surcharges становитиме 300 пунктів. Через таку накопичувальну систему нарахування зникає бажання великого та довготривалого користування коштами МВФ.
3. Існує базовий сервісний збір – 50 пунктів.
4. Щороку країнами-членами сплачується обов'язковий членський внесок (commitment fee), який повністю виплачується в разі використання відведеної квоти кредиту цій країні цього року.

Таблиця 1.1

Види кредитування Міжнародного валютного фонду

Мета	Назва програми	Тривалість	Умови
Усунути проблему теперішніх та потенційних потреб платіжного балансу (ПБ)	SBA	До 3 років, зазвичай 12-18 місяців	Зобов'язання виконати їх після надання позики
	SCF	1-2 роки	

Усунути проблему зтяжнього платіжного дисбалансу (на середні строки)	EFF	До 4 років	Зобов'язання виконати їх після надання позики (акцент на структурних реформах)
	ECF	3-4 роки, можливо 5	
Актуальна та термінова потреба у вирішенні проблеми ПБ	RFI	Одноразовий викуп	Немає програм, підтриманих фондом, а також після надання позики, але можливі дії і перед її наданням
	RCF	Одноразова виплата	
Усунути проблему теперішніх та потенційних потреб ПБ у стабільних, розвинених економіках	FCL	1-2 роки	Умови виконуються перед наданням позики з перевітками перші два роки
Усунути проблему теперішніх та потенційних потреб ПБ у волатильних, однак досить сильних економіках	PLL	6 місяців (вікно ліквідності) або 1-2 роки	Умови виконуються як перед, так і після надання позик
Нефінансові інструменти	PSI	1-4 роки з подовженням до 5	Зобов'язання виконати їх після надання позики
	PCI	6 місяців – 4 роки	

Джерело: МВФ.

Для малорозвинених країн та країн, що потерпіли від несподіваної катастрофи створено програму **Support for Low-Income Countries**, на яку щороку виділяються пільгові кошти у спеціальний фонд, який частково фінансується із внесків, пов'язаних із розподілом прибутку від продажу золота.

Для середньо- і довгострокової допомоги існує програма **Extended Fund Facility (EFF)**, і вона розрахована на імплементацію структурних змін у

економіках. EFF розрахована на середньострокову допомогу низькодохідним країнам із затяжним платіжним дисбалансом.

Rapid Financing Instrument (RFI) ставить за мету допомогу у несподіваних катастрофах, як природніх, так і воєнних тощо.

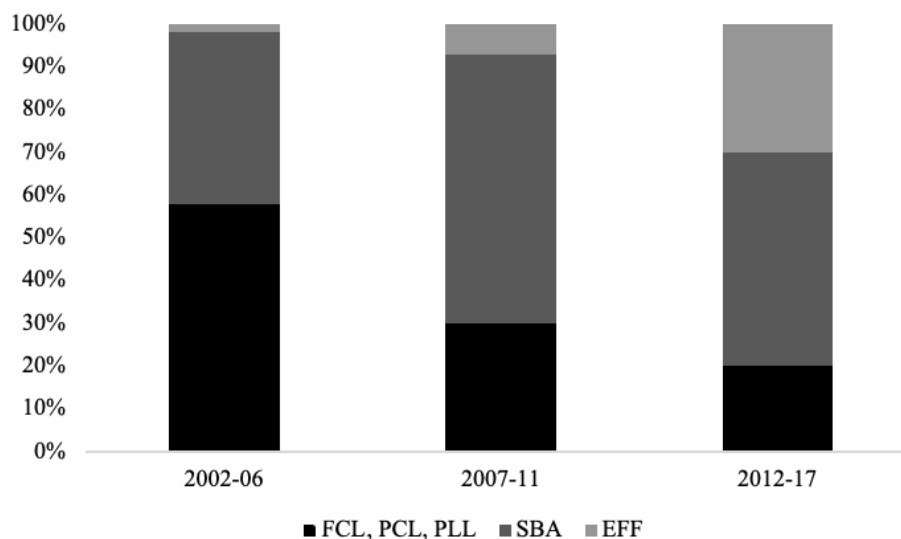


Рис. 1.4. Відсоток поширення програм МВФ від всіх за 2002-2017 роки

Джерело: на основі [37].

Для країн із високими доходами створено програми **Flexible Credit Line (FCL)** та **Precautionary and Liquidity Line (PLL)**. FCL націлена на попередження криз та викривлень економіки у країнах із важко змінною політикою і розрахована на країни, які хочуть уникнути повномасштабної кризи. PLL займається збільшенням ліквідності у країнах і також попередженням негативних шоків.

Європейський банк реконструкції та розвитку

ЄБРР був заснований як міжурядова угода зі сприяння реформам у державах Європи в умовах переходу від планових до ринкових відносин, оскільки ЄБРР - це комерційний банк. Акціонерами Банку є 64 держави, Європейська комісія та Європейський інвестиційний банк.

Принципи, яких у своїй діяльності дотримується ЄБРР такі:

- банк вкладає кошти у приватний сектор та у визначені галузі (як приклад, надаються кредити на реконструкцію металургійного виробництва, об'єктів енергетичного та АПК);

- ЄБРР надає цільову допомогу;
- кошти для реалізації проектів залучаються як з приватного, так і з державного сектору економіки країн-акціонерів.

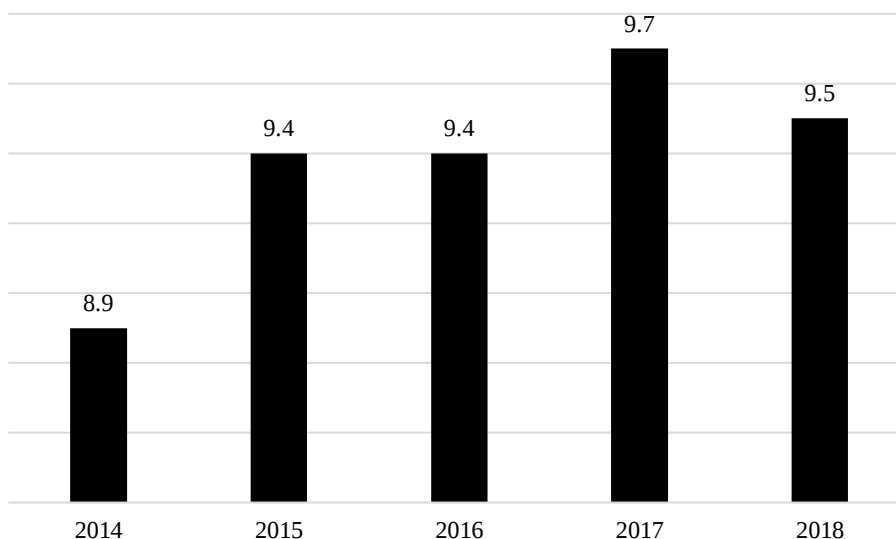


Рис. 1.5. Кількість щорічних інвестицій ЄБРР за 2014-2018 роки, млрд. євро

Джерело: на основі [31].

Європейський інвестиційний банк

Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) – фінансово-кредитна установа Європейського Союзу, що займається фінансуванням відсталих європейських регіонів шляхом надання довготривалих кредитів.

ЄІБ безпосередньо виділяє кошти на спорудження та реконструкцію об'єктів, які становлять важливість для країн Європейського союзу та асоційованих держав.

Банк працює за рахунок випуску облігаційних позик на міжнародному грошовому ринку та на національних грошових ринках країн ЄС. Позики банку покривають лише частину вартості проекту і доповнюються власним капіталом позичальника (зазвичай менше 50%). Сфери використання кредитів: енергетика, транспорт і телекомунікації [30].

Паризький клуб

Паризький клуб є неформальною *організацією держав та приватних кредиторів*. Основними його членами є розвинені країни - члени ОЕСР. Сьогодні

клуб виступає платформою для багатосторонніх переговорів західних банків і небанківських інвесторів із найбільшими боржниками.

Основними принципами, якими керується клуб, є такі:

- всі рішення приймаються лише за згодою всіх членів клубу;
- МВФ затверджує програму економічного коригування країни-боржника;

Згідно з Неапольськими умовами (діють з 1995), країни можуть отримати списання 67% їхнього поточного боргу.

До найменш розвинених країн із високою заборгованістю застосовують скорочення чистої поточної вартості боргу на 80% з виплатою іншої частини протягом 40 років протягом восьми пільгових років.

Лондонський клуб кредиторів

Це консультативний *комітет* найбільших банків-кредиторів (близько 1000), який засідає задля вирішення питань реструктуризації заборгованості урядів країн-боржників.

Лондонським клубом передбачені такі заходи:

- викуп зі знижкою урядом країни-боржника приватного боргу своїх компаній в іноземних банків;
- обмін зі знижкою боргів на інші активи, скорочення платежів з обслуговування боргу та надання нових позик для виплати старих боргів.

Таким чином, наявність різноманітних міжнародних кредиторів та видів кредитів, що вони можуть надавати, формує для позичальників можливість обирати оптимальні умови для різних країн чи підприємств.

1.3. Управління державним боргом та індикатори боргової безпеки

Управління державним боргом – це сукупність заходів, що обговорюються та реалізуються державою в особі її уповноважених органів щодо визначення місць і умов розміщення та погашення державних позик.

Управління державним боргом ставить за мету у короткому та довгому строках:



Рис. 1.6. Завдання управління державним боргом

Джерело: Міністерство фінансів України [25].

Безпечний рівень боргу – це такий його рівень, за якого держава може своєчасно і в повному обсязі виконати свої боргові зобов'язання без допомоги міжнародних фінансових організацій, без проведення реструктуризації цих зобов'язань чи оголошення дефолту.

Для моніторингу боргової ситуації країн створено ряд *індикаторів*, які все ж різняться в залежності від організації чи держави, яка їх встановлює.

Країни, що підписали Маастрихтський договір (1992)¹, ініціювали перелік із 5 критеріїв для країн-претендентів на вступ до ЄС. Цей же перелік застосовується **ЄІБ та ЄБРР** для оцінки стану економіки при наданні кредитів:

- дефіцит державного бюджету не має перевищувати 3% від ВВП;
- державний борг повинен становити менше, ніж 60% від ВВП;
- курс національної валюти, стабільність цін та темпи інфляції повинні підтримуватись сталими протягом 2-х років;

¹ Договір про утворення Європейського Союзу.

- рівень інфляції не має перевищувати 1,5% від середнього значення трьох країн-учасниць ЄС із найбільш стабільними цінами;
- довгострокові відсоткові ставки по державних облігаціях не повинні перевищувати 2% від середнього значення відповідних ставок в трьох країнах з найнижчою інфляцією.

Експерти **Світового банку** виділяють три основні чинники, які визначають боргову стійкість країни-дебітора:

- 1) обсяг зовнішнього боргу і умови його погашення;
- 2) динаміка, структура і умови рефінансування позик;
- 3) динаміка економічного розвитку країни.

Показники, на які звертає особливу увагу **МВФ** при здійсненні кредитування, наведені на рисунку 1.7.



Рис. 1.7. Показники МВФ

Джерело: на основі [24].

Окрім наведених, враховуються також леверидж, рентабельність активів, чистий грошовий потік в іноземній валюті до сукупного грошового потоку, відношення чистого боргу в іноземній валюті до капіталу тощо.

До основних *показників боргової безпеки*, які можна застосувати для аналізу стану економіки, належать такі співвідношення [38]:

1. Відношення валового зовнішнього боргу до доходів від експорту товарів і послуг. Граничні норми: 200%.
2. Відношення всього випущеного та непогашеного зовнішнього боргу до ВВП. Граничні норми: для країн з ринками, що формуються – 30-50%, а для розвинених – 70-90%.
3. Відношення державного і гарантованого боргу до доходів держави. Граничні норми: 200%.
4. Відношення зовнішнього боргу та відсотків за ним до експорту або доходів бюджету. Для приватного сектору чи економіки в цілому в знаменнику береться річний експорт, а відповідно для державного сектору – річні доходи бюджету. Цей показник вважається найбільш корисним у визначенні фінансової стійкості країни. Граничні норми: 225%.
5. Відношення валютних резервів до частини зовнішнього боргу (без врахування відсотків), що має бути погашена впродовж одного року. Цей показник вимірює ліквідність країни і показує, наскільки країна готова погасити свою поточну частину боргу лише за допомогою валютних запасів. Граничні норми: 100%.

Традиційним методом зменшення боргу є його *реструктуризація*. При реструктуризації боргу умови його обслуговування переглядаються. Найпоширенішою є реструктуризація, яка відбувається в рамках домовленостей Паризького клубу.

Одним із найбільш поширених способів управління боргом є *рефінансування державного боргу*, тобто погашення заборгованості і процентів шляхом застосування засобів, отриманих від розміщення нових позик. Для цього державі необхідно займати високу сходинку серед держав-

позичальників, яка виражається в рейтингах агентств Fitch, Moody's та Standard & Poor's відповідно до міжнародних правил.

Накопичення та **використання золотовалютних запасів** також може слугувати джерелом розрахунку по боргах, однак треба взяти до уваги, "коефіцієнтом Ренді", згідно з яким обсяг валютних резервів має становити не більше 30% державного бюджету.

Вкладення інвестицій у державні облігації, **позики**, розвинений вторинний ринок державних цінних паперів, якісне інформаційне забезпечення **та дотримання профіциту** вважаються одними із запорук успішного подолання державного тягаря. Ще більше інструментів погашення позик наведено в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Інструменти погашення позик



Джерело: на основі [7].

Хронічний дефіцит бюджету, циклічні спади в економіці (кризи, депресії, рецесії), політична нестабільність, перевищення видатків над прибутками,

втрата частини територій, інфляційні процеси та соціальна відповідальність держави перед населенням лише поглиблюють заборгованість, у зв'язку з чим збільшується та накопичується державний борг.

Висновки до розділу 1

У 1 розділі наведено теоретичну основу для розуміння державного боргу як економічного явища. Перераховано основні терміни, причини виникнення заборгованості, класифікацію та функції. Із теоретичного викладу можна зрозуміти, що найважливішою із причин виникнення заборгованості є відсутність сталого розвитку та відповідальної макроекономічної політики, а також загальноєвропейські та світові впливи у вигляді криз та інших несприятливих політичних, кліматичних та соціальних подій.

Через неспроможність низки держав самотійно впоратись із затяжними боргами були створені міжнародні фінансові організації, які допомагають цим державам. До них належать: Світовий банк, МБРР, Міжнародний валютний фонд, Європейський банк реконструкції та розвитку, Європейський інвестиційний банк, Паризький та Лондонський клуби. Кожна із вище організацій має певну специфіку у діяльності, власні підходи до кредитування та самотійно встановлені показники рівня економічного розвитку, на які вони і звертають увагу.

Для аналізу боргової безпеки використовують показники, основні з яких: відношення державного і гарантованого боргу до доходів держави; відношення всього випущеного та непогашеного боргу до ВВП; відношення валового зовнішнього боргу до доходів від експорту товарів і послуг; відношення зовнішнього боргу та відсотків за ним до експорту або доходів бюджету; відношення валютних резервів до частини зовнішнього боргу (без врахування відсотків), що має бути погашена впродовж одного року.

Умови залучення, розміщення та погашення позик передбачають застосування таких методів управління державним боргом як відстрочення

погашення, конверсія, уніфікація, консолідація, обмін облігацій за регресивним співвідношенням, анулювання позики, капіталізація, а також загальні методи рефінансування та реструктуризації.

Ці методи вкупі з налагодженням бюджетно-банківської системи, викоріненням корупції, створенням стратегій сталого розвитку та підвищенням рівня ВВП забезпечать поступове зменшення державного боргу.

РОЗДІЛ 2

ХАРАКТЕРИСТИКИ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У ПРАКТИЦІ РІЗНИХ КРАЇН

2.1. Структура і динаміка зовнішнього боргового навантаження в Україні

Для ефективного аналізу впливу зовнішнього державного боргу на українську економіку варто дослідити його структуру та історію управління ним. Основні показники заборгованості в Україні відображені на рис. 2.1.

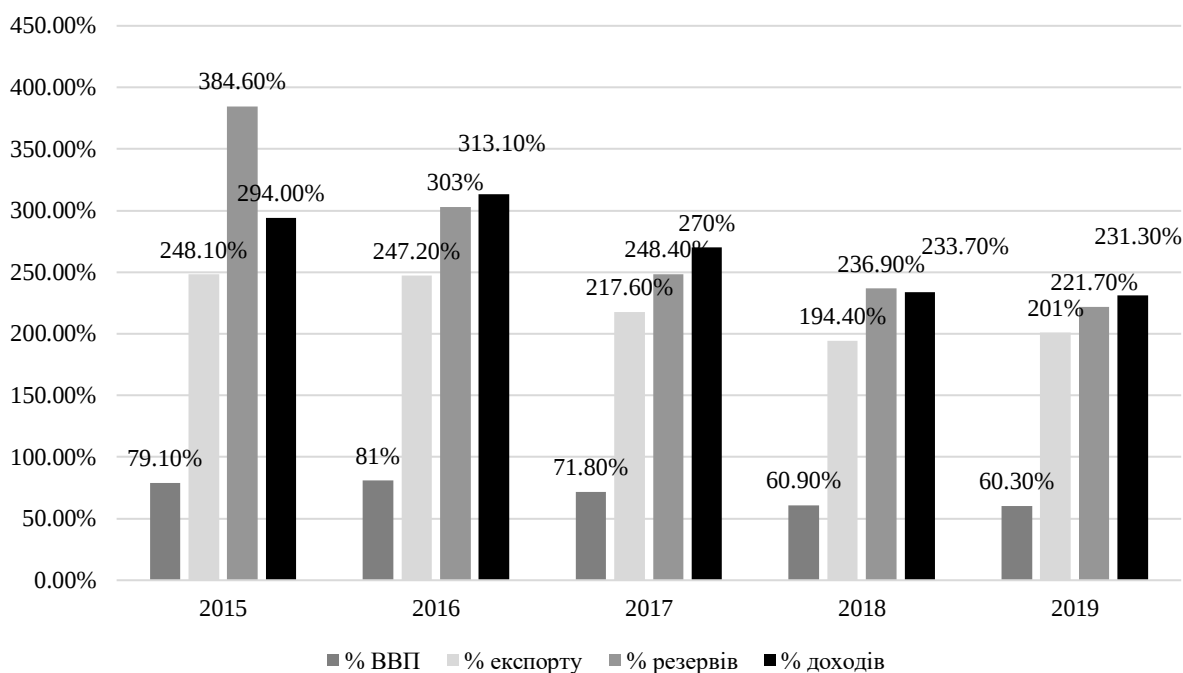


Рис. 2.1. Основні показники заборгованості України, 2015-2019 роки, %
Джерело: на основі [38].

За 2015-2019 роки відношення зовнішнього боргу до ВВП в Україні зменшилось до 60,3% при нормі 60%, хоча відразу після кризи 2014 року воно коливалось між 70-80%. Такі позитивні зміни були спричинені підвищенням реального обмінного курсу гривні та зростанням реального ВВП при стабілізації номінальної суми зовнішнього та внутрішнього державного боргу.

Відношення валового зовнішнього боргу до експорту при нормі 200% у 2018-2019 році почав нормалізуватись (194% і 201% відповідно), а до того явно перевищував допустимі норми.

Відношення короткострокового зовнішнього боргу до валових міжнародних резервів при нормі 100% вагомо перевищував її, хоч і тенденція з 2015 до 2019 позитивна – з 384% до 221,7%.

Такий стан вказує на нестійкість зовнішньоборгової позиції України, а також на недостатність валютних резервів для абсорбування шоків платіжного балансу.

При нормі 200% відношення державного боргу до доходів постійно перевищувало норму, але з 2016 року відбувається повільне зменшення показника до норми (з 313% до 231%).

Статистично зовнішній борг завжди переважав внутрішній – рис. 2.2. У 2013 році цей розрив був майже знівельований, однак після революційних подій і кризи 2014 року знову став збільшуватись, в тому числі через нові кредити від МВФ.

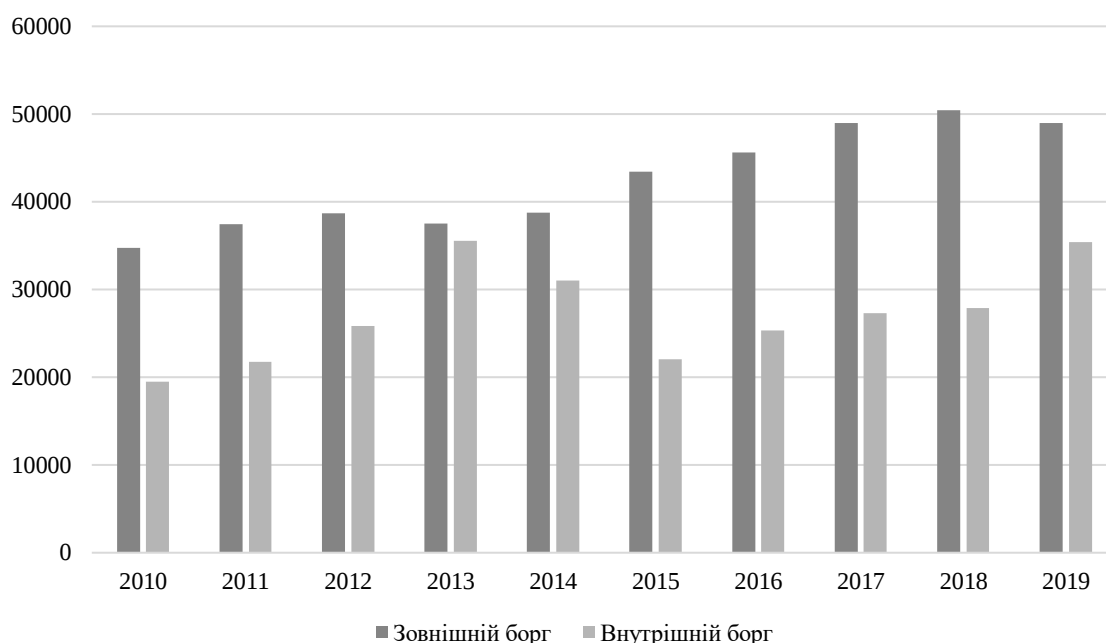


Рис. 2.2. Статистика зовнішнього та внутрішнього боргу України за 2010-2019 роки, млн дол США

Джерело: складено авторкою на основі даних Міністерства фінансів України.

Аналіз валютної структури боргів (рис. 2.3) показує, що вагомої різниці у її розподілі з 2014 року не відбулося. Однак, не набагато зменшилась частка гривні та збільшилась частка долара.

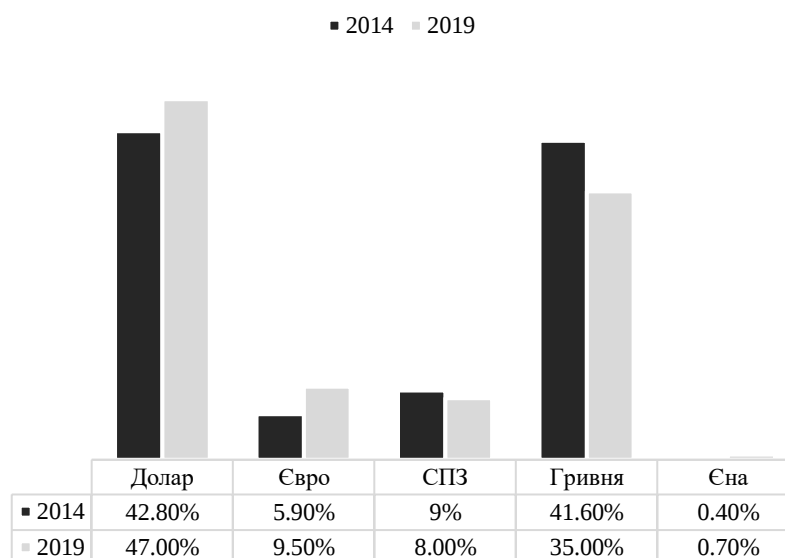


Рис. 2.3. Державний борг України в розрізі валют, 2014 та 2019 роки

Джерело: складено авторкою на основі даних Національного банку України.

У таблиці 2.1 можна прослідкувати більш детальні зміни у боргу за останні 2018-2019 роки у гривневому та доларовому еквівалентах: зокрема, через зміну курсу загальний борг у гривнях за рік зменшився на 8.2%, а у доларах зріс на 5.7%, а зовнішній відповідно зменшився на 16,6% та 3,9%.

Таблиця 2.1

Борг України 2018-2019 роки

	Загальний борг		Зовнішній борг		Внутрішній борг	
грудень 2018 (млн грн)	2 168 627	+1.3%	1 397 217	1.6%	771 409	0.6%
листопад 2019 (млн грн)	1 990 775	-8.2%	1 165 251	-16.6%	825 524	+7.0%
грудень 2018 (млн дол)	78 323	+2.6%	50 462	+3.0%	27 860	+2.0%

Продовження таблиці 2.1

листопад 2019 (млн дол)	82 826	+5.7%	48 480	-3.9%	34 346	+23.3%
----------------------------	--------	-------	--------	-------	--------	--------

Джерело: складено авторкою на основі матеріалів на сайті Міністерства фінансів України.

Помітним залишається той факт, що іноземні валюти сумарно становлять більшу частку у державному борзі України. Це означає високий ступінь його чутливості до коливань валютного курсу гривні, що припускає можливість настання боргової кризи у випадку значних курсових змін.

У розрізі типів боржників український зовнішній борг зображений на рис. 2.4. З нього можна прослідкувати, що з 2004 по 2019 рік вагома частка заборгованості припадає переважно на сектор загального державного управління, банки та інші сектори (нефінансові здебільшого), а міжфірмовий борг та органи грошово-кредитного регулювання займають невелику частку.

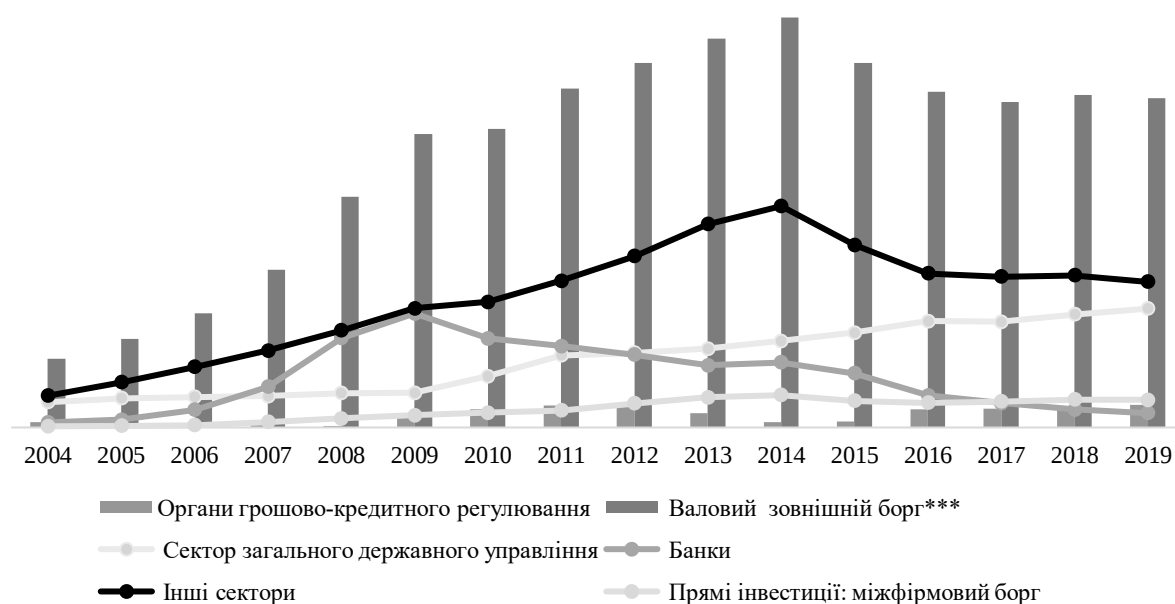


Рис. 2.4. Зовнішній борг України за типом боржника (2004-2019рр.), млн. дол. США

Джерело: складено авторкою на основі даних Національного банку України.

До 2014 року банки займали подекуди (2008-2009рр.) і найбільшу частку серед боржників, однак після кризи 2014 року та, очевидно, скорочення кількості збиткових банків, інші сектори та сектор загального управління різко випередили решту боржників через активізацію боргоутворення для розвитку різних сфер України.

У розрізі ж самих кредиторів вагоме місце за останні роки (2017-2019) займають міжнародні організації та власники-нерезиденти ОЗДП (найбільша частка) – рис. 2.5. Комерційні банки збільшили свою частку з 2017 до 2019 року, а частка урядів іноземних країн залишилась незмінною.

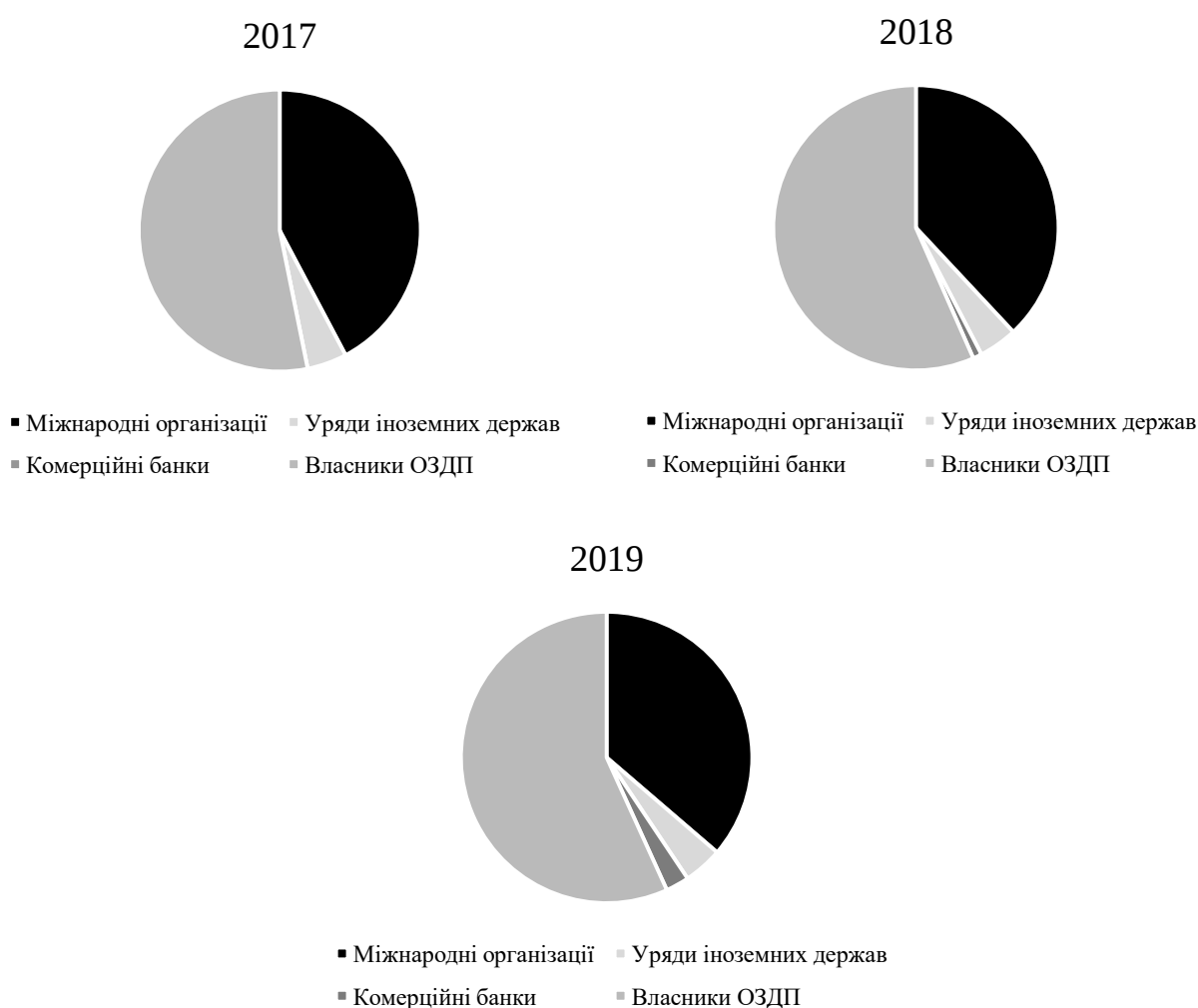


Рис. 2.5. Зовнішній борг України за типом кредитора (2017-2019рр.), %

Джерело: складено авторкою на основі даних Національного банку України.

Останніми роками найбільш поширеними є довгострокові позики (таблиця 2.2), які становлять третину усіх зовнішніх боргів України.

Зовнішній борг України за строками (2017-2019рр.)

	2017	2018	2019
<3 років	23%	23%	22%
3-5 років	12%	8%	10%
5-7 років	8%	19%	16%
7-10 років	22%	13%	15%
>10 років	35%	38%	37%

Джерело: складено авторкою на основі даних Національного банку України.

Як видно з рис. 2.6, у 2020 році Україна планує остаточно погасити виплати по валютних ОВДП, а з часом позбутись заборгованості уряду США, Канаді, Німеччині, по купонах МВФ і залишитись лише на боргах ЄС, Світового банку та єврооблігаціях.

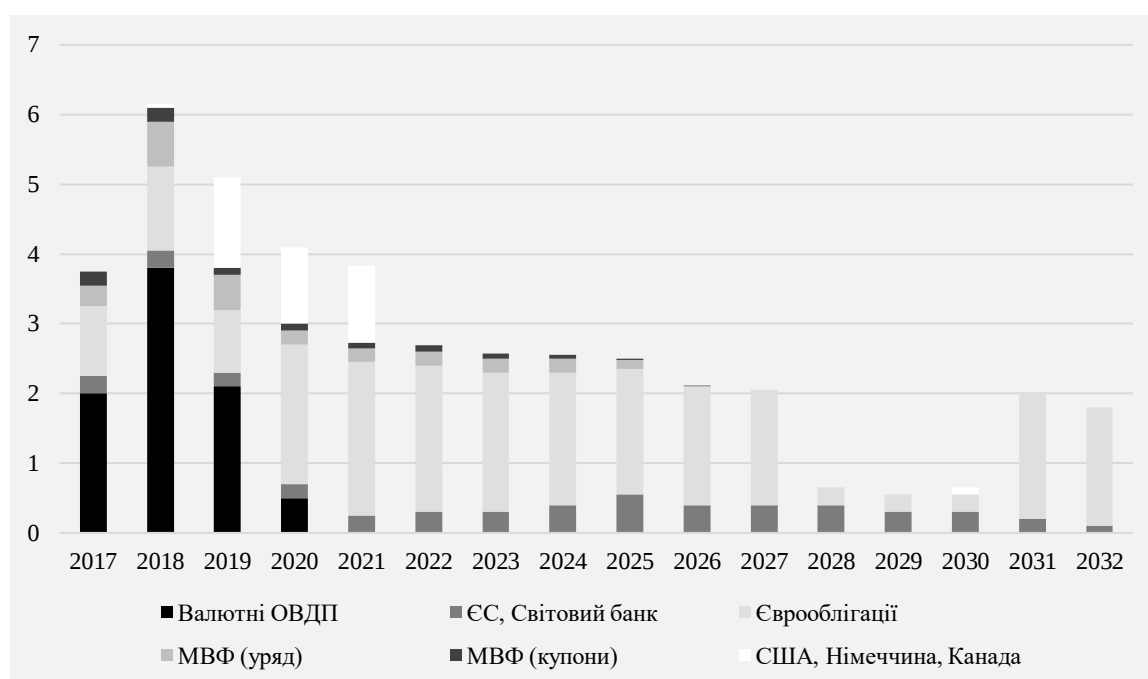


Рис. 2.6. Графік боргових платежів уряду та НБУ в іноземній валюті, мільярди \$ (з урахуванням відсотків і купонів)

Джерело: Vox Ukraine, МВФ, Світовий банк, банк Південний, Cbonds.

За 2020-2022 роки Україна повинна виплатити понад **24 млрд доларів** [32]. Більшу частину цієї суми необхідно буде рефінансувати на зовнішніх ринках.

У проекті бюджету України на 2020 рік передбачено зменшення розміру державного боргу до **54,1% від ВВП**. Більшу частину державного боргу у 2020 році складуть валютні виплати — 9,2 мільярда доларів. Збільшення частки євро в структурі державного боргу є однією з цілей середньострокової стратегії Мінфіну в управлінні державним боргом, адже тренд демонструє збільшення ролі євро в українській економіці внаслідок інтеграції в ринки ЄС [25].

Уряд виокремив декілька джерел коштів для виплат за валютними боргами: рефінансування, використання валюти, яка накопичилася з попередніх років, купівля іноземної валюти за гривню на ринку або безпосередньо в НБУ. «Крайній» варіант – не платити за валютними боргами, тобто оголосити дефолт, і домовлятися з кредиторами про реструктуризацію – відстрочення виплат або списання боргу чи його частини.

До основних цілей управління державним боргом у середньому строці відносять збільшення частки державного боргу у національній валюті, забезпечення рівномірного графіка погашення боргу, залучення довгострокового пільгового фінансування та продовження розвитку взаємовідносин з інвесторами [34].

2.2. Структура і динаміка зовнішнього боргового навантаження в Польщі та Туреччині

Проблема зовнішнього боргового навантаження не унікальна для України, адже такі проблеми виникали завжди: як у країнах, що розвиваються, так і у стабільних країнах.

Для порівняння ситуацій між політикою зовнішньої заборгованості в Україні та інших країнах було обрано [34, с.4]:

- 1) **Польщу** як країну-аналог за регіоном;

2) Туреччину як країну-аналог – “регіональний лідер”;

Із статистичних даних по зовнішній заборгованості **Польщі** (рис. 2.7) помітно, що індикатор залежності боргу від експорту з 2013 року стабільно зменшується і перебуває нижче критичної позначки 200%. Відношення боргу до ВВП перебуває на межі нормативних 60-70% і практично не змінилося протягом 2013-2019 років.

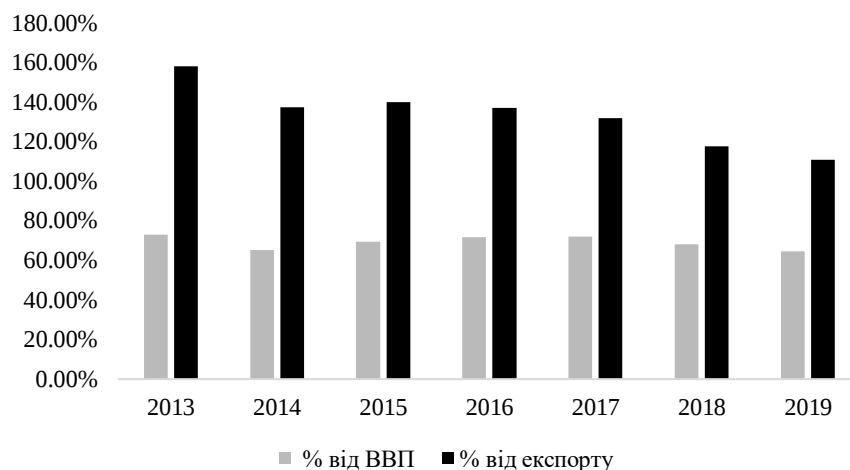


Рис. 2.7. Індикатори заборгованості Польщі у 2013-2019 роках, %

Джерело: МВФ.

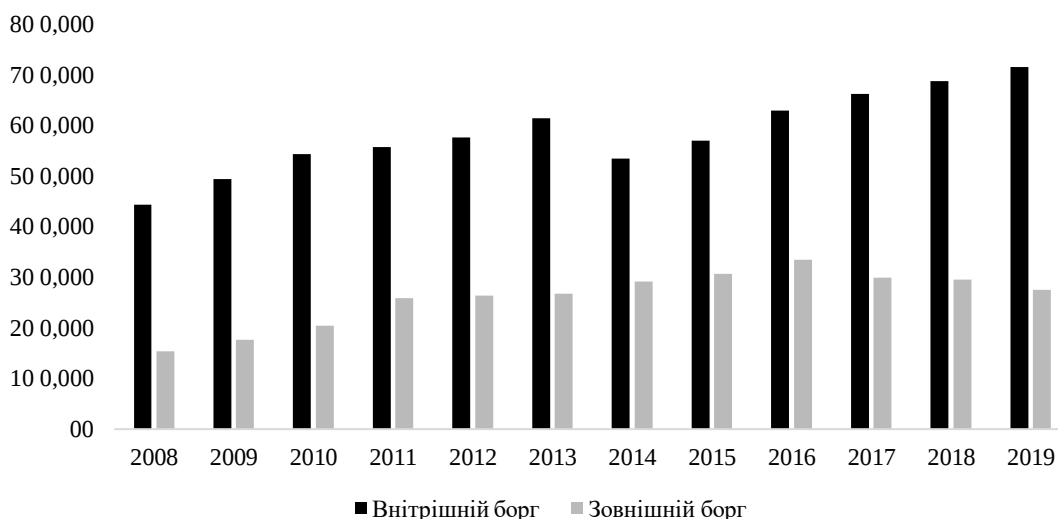


Рис. 2.8. Зовнішній та внутрішній борг Польщі у 2012-2018 роках, млн. дол. США

Джерело: складено авторкою на основі Міністерства фінансів Польщі.

Із рис. 2.8 видно, що внутрішній борг стабільно набагато більший, ніж зовнішній. У нього чіткий тренд на збільшення, а у зовнішнього немає чітко вираженої тенденції розвитку.

У розподілі валют (рис. 2.9) зовнішній борг виглядає так: у польських злотих він коливається у межах 30% від ВВП, а у іноземних валютах – близько 70% від ВВП.

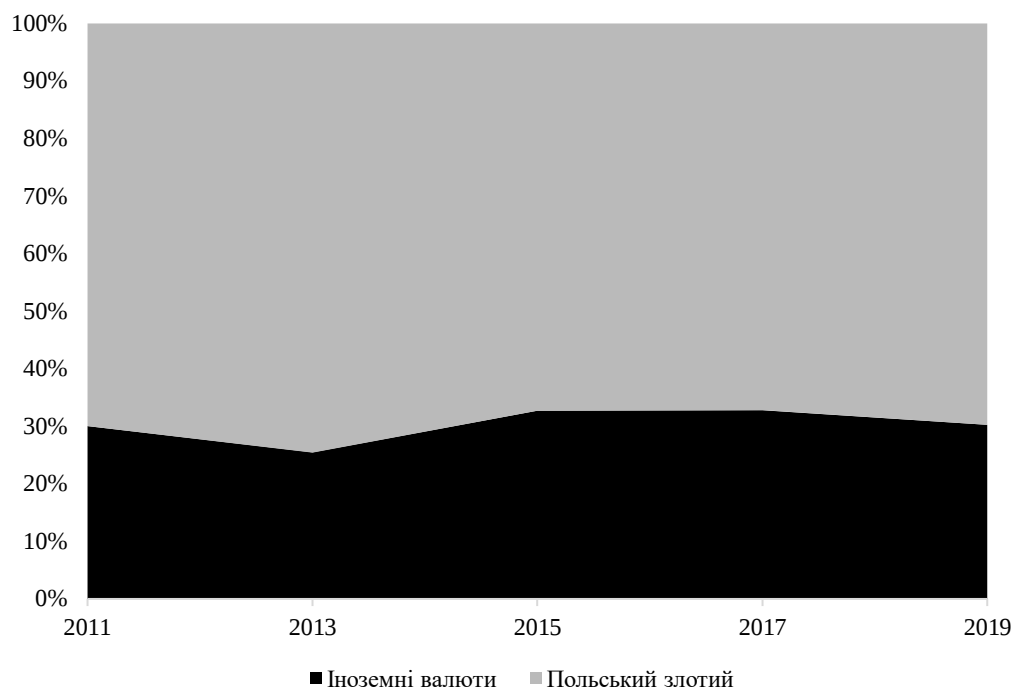


Рис. 2.9. Валютний розподіл зовнішніх боргів Польщі у 2011-2019 роках (% від ВВП)

Джерело: МВФ.

З часів кризи 2008 року **Польща** п'ять разів отримувала короткострокові FCL (Flexible Credit Line) кредити, які надаються після виконання умови і перевірок [40]. На рис. 2.10 видно, що найбільший відсоток зовнішніх позик належить міжбанківському ринку, наступний за величиною – банківський сектор, а найменшу частку займають власне державні позики.

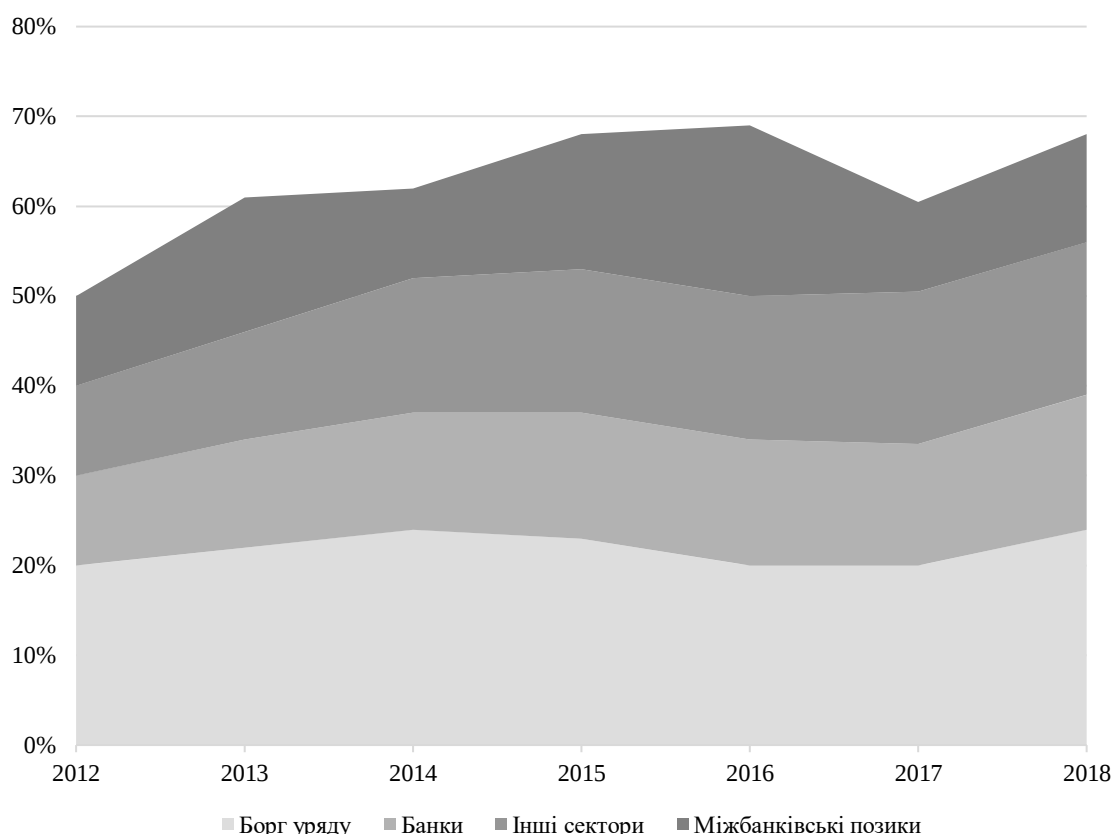


Рис. 2.10. Зовнішній борг Польщі за секторами у 2012-2018 роках, % від ВВП

Джерело: на основі [40].

Протягом 2004-2015 років зовнішній борг Польщі зріс приблизно на 250% через більший доступ до запозичень після набуття членства ЄС. У зовнішньому борзі не спостерігається великих скачків (рис. 2.8), і прогнози МВФ стосовно боргової поведінки Польщі залишаються також стабільними. Протягом 2016-2019 років відбувається стабілізація та поступове зменшення заборгованості [40].

S&P оцінює Польщу як країну із якісним управлінням боргом. Однак, в квітні 2020 Європейська комісія засудила судові реформи у Польщі, спровокувавши конфлікт і з іншими інституціями ЄС, зокрема МВФ.

За планом, найбільше виплат припадає на 2021 рік - 0,5% від ВВП [52].

Загальний рівень заборгованості **Туреччини**, як і розрив між зовнішнім і внутрішнім рівнями, збільшувався з роками (рис. 2.11). До 2011 року внутрішній рівень заборгованості був вищим у відсотковому відношенні до ВВП, а з 2012 року зовнішні борги щороку збільшували своє відношення.

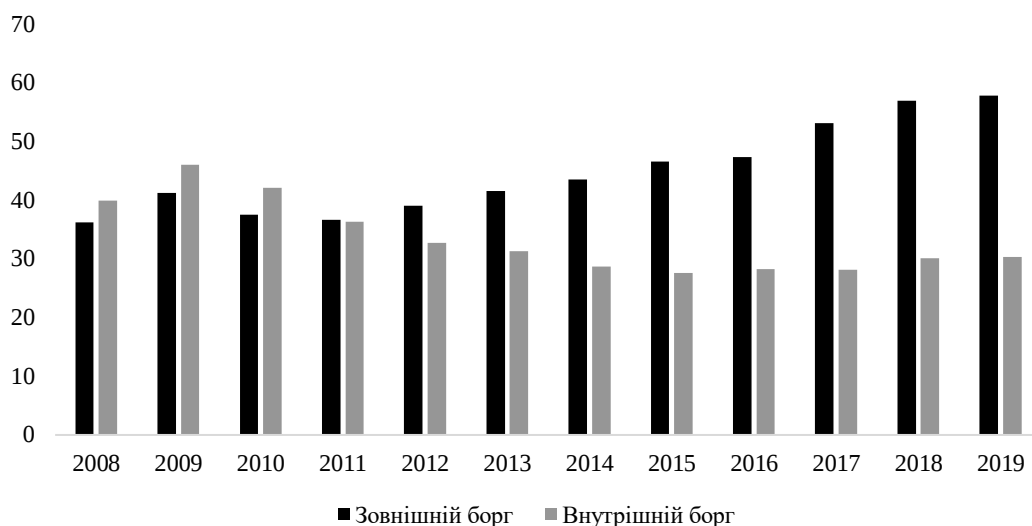


Рис. 2.11. Зовнішній і внутрішній борг Туреччини у 2008-2019 роках, % від ВВП

Джерело: МВФ.

Індикатор залежності боргу від експорту з 2010 по 2014 рік показував низхідний рух, однак з 2014 року і надалі збільшувався. Він весь час перебував вище понад критичну позначку 200%.

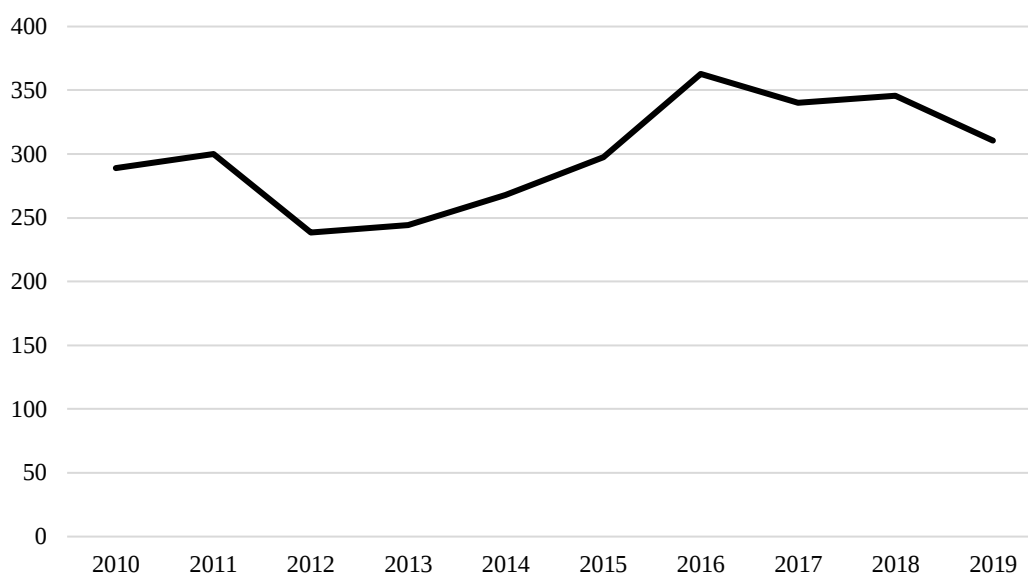


Рис. 2.12. Індикатор заборгованості Туреччини у 2010-2019 роках, % від експорту

Джерело: на основі [41].

З рис. 2.13 видно, що зовнішній борг у іноземних валютах становить більшу частку, ніж у місцевій лірі. Однак, у період 2013-2015 років співвідношення було 50% на 50%.

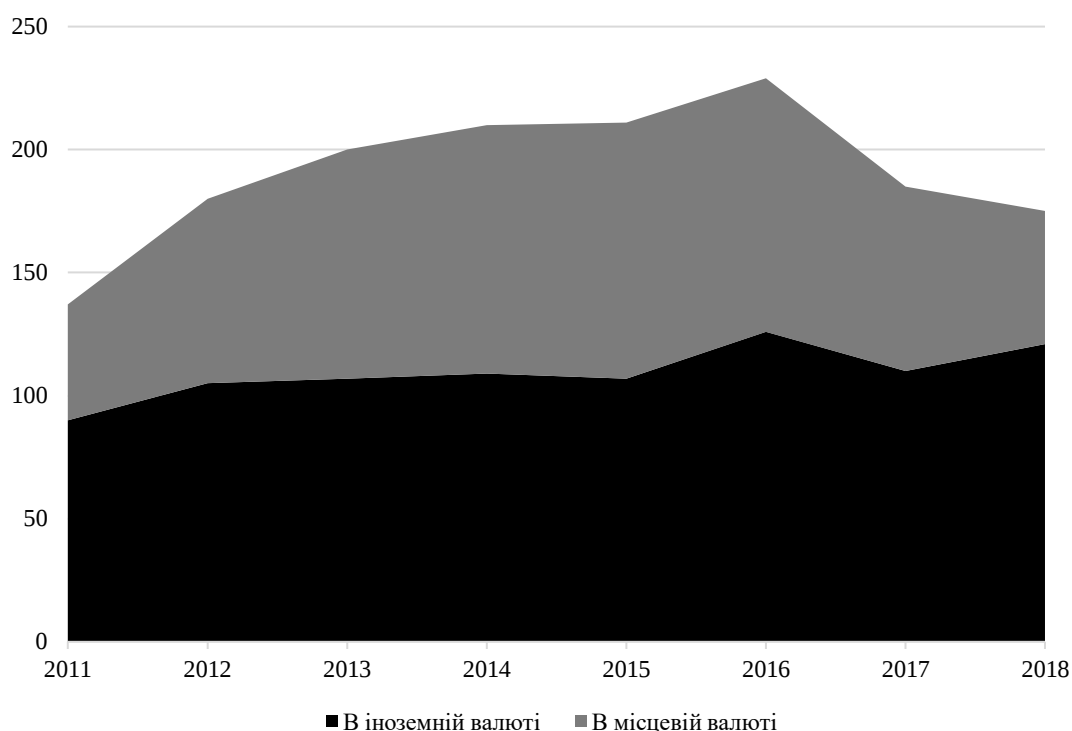


Рис. 2.13. Валютний розподіл зовнішніх боргів у 2011-2018 роках, млрд. доларів

Джерело: на основі [41].

Приватні фінансові та нефінансові інституції мають більший рівень заборгованості, в той час як державні нефінансові інституції та центральний банк навпаки – менший.

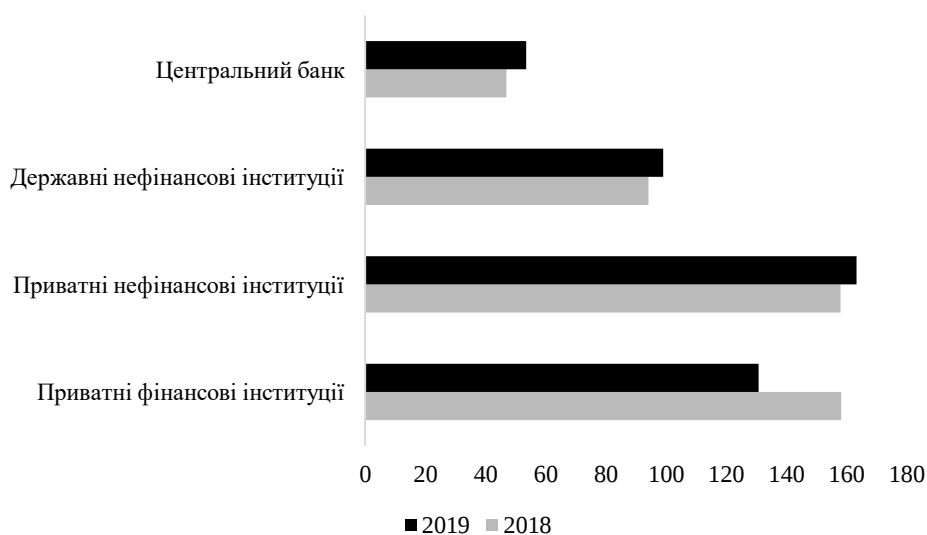


Рис. 2.14. Розподіл зовнішньої заборгованості Туреччини у 2018-2019 роках, млрд доларів

Джерело: на основі [41].

На загал, очікується вагоме зменшення ВВП Туреччини (приблизно на 2.2%) найближчим часом через низький експорт та розвиток торгівлі, в тому числі через спалах пандемії коронавірусу. В Туреччині спостерігається також знецінення національної валюти на фоні високої інфляції, що може призвести до накопичення зовнішніх боргів для стабілізації економічної ситуації.

2.3. Порівняльний аналіз боргового навантаження в різних країнах

За допомогою зібраних статистичних даних можна порівняти боргову ситуацію **України, Польщі та Туреччини**.

В цьому контексті найпопулярніша схема розподілу індикаторів заборгованості є за експортом, ВВП та державними доходами.

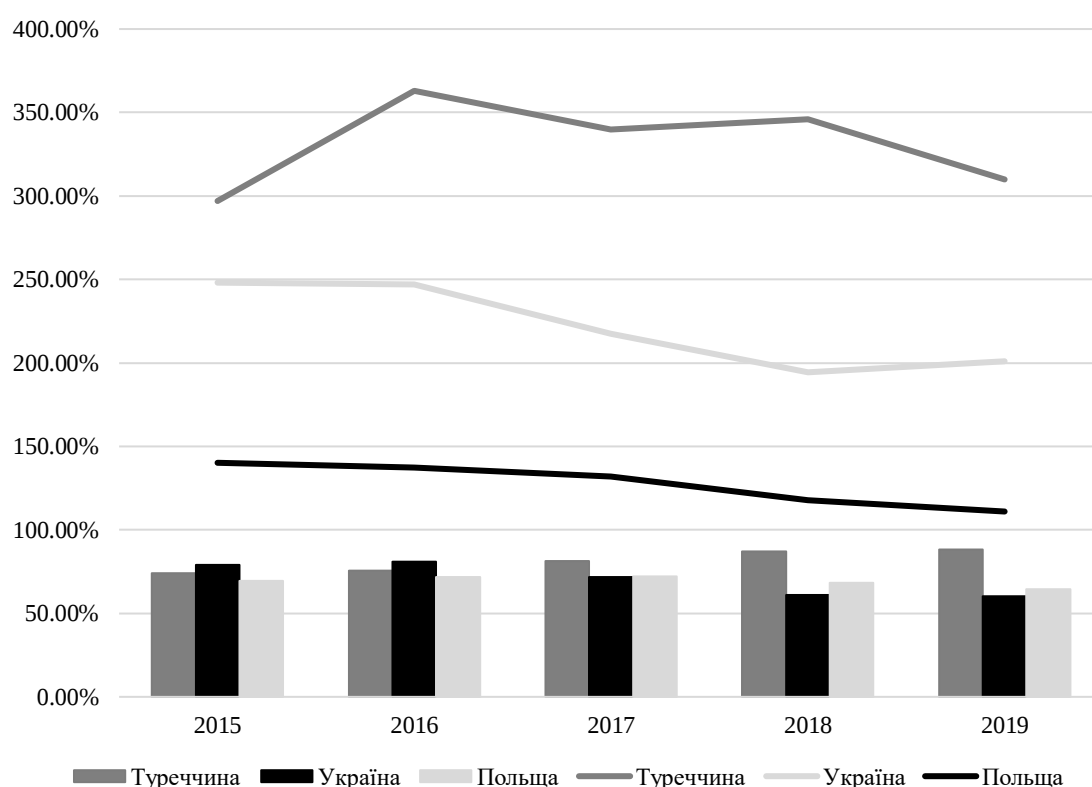


Рис. 2.15. Залежність боргу від ВВП (стовбці) та експорту (лінії) Туреччини, України та Польщі у 2015-2019 роках, %.

Джерело: МВФ.

Згідно з інформацією, наведеною на сайті МВФ [24], індикатор **залежності боргу до експорту** є найбільш релевантним, адже він менш волатильний, аніж **залежність боргу до ВВП** через меншу залежність від облікових ставок. Експорт також є базою для повернення боргів.

Порівнюючи основні індикатори по державному боргу (рис. 2.15), можемо спостерігати, що відношення боргу до ВВП в Україні та Польщі приблизно однакове – коливається біля критичних 60% і має схожий тренд, в той час як в Туреччині з 2016 року помітний тренд на підвищення сукупного зовнішнього боргу.

Відношення ж зовнішнього боргу до експорту різняться у трьох країн. У Польщі воно завжди у нормі 200% та показує тенденцію на спад, а українське лише у 2018 році наблизилось до норми. Туреччина ж демонструє переважання цього відношення на усьому проміжку часу 2015-2019 років.

Фактично, для України, як країни із перехідною економікою, безпечне порогове значення коефіцієнта відношення боргу до ВВП повинно бути нижчим, ніж визначені міжнародними організаціями 60%. Причиною цього є насамперед недостатній рівень розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, залежність від зовнішніх ринків капіталу, світовий стан експорту.

Міжнародні фінансові організації та вітчизняні науковці дослідили, що державний борг для України не повинен перевищувати 35-40% від ВВП, а зовнішній – 25% від ВВП. Таке значення було закладено ще в Меморандумі про співробітництво з МВФ у 2015 році [9, с. 210].

Згідно із останніми напрацюваннями, представленими МВФ, відношення держборгу до ВВП збільшується меншими темпами в країнах, що розвиваються: 0.4 процентних пункти проти 1.5 у розвинених [10]. Це продемонстрували і випадки із Україною, Польщею, Туреччиною.

Стосовно валютного розподілу (рис. 2.16) можна сказати, що у 2014 році у Туреччині спостерігався рівномірний розподіл, у Польщі превалювали борги у національній валюті, а в Україні – у іноземній. У 2018 році ситуація для

України та Польщі суттєво не змінилась і зберегла тренд, а у Туреччини зріс борг у іноземній валюті.

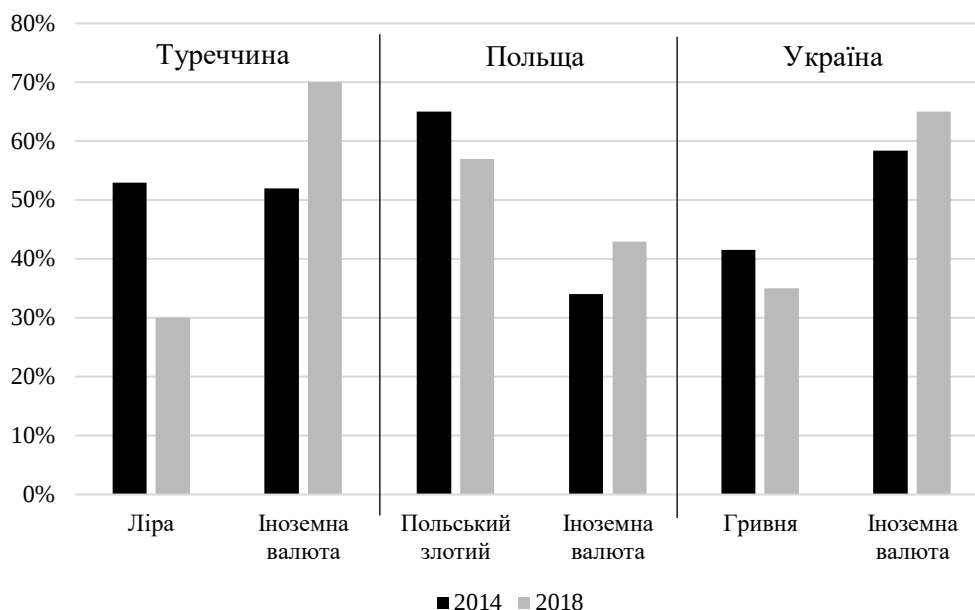


Рис. 2.16. Валютний розподіл по країнах, %.

Джерело: МВФ.

До плану з розвитку економіки Польщі, зокрема, належать: реіндустріалізація, розвиток інноваційних компаній, мобілізація капіталу, іноземні інвестори та регіональний розвиток [40]. Схожі принципи розвитку на найближчі роки діють і в Україні.

Країни переслідують два підходи до зменшення боргу [12, с. 41].

Ортодоксальний підхід полягає у зростанні, переважанні доходів над витратами та приватизації державних активів. У свою чергу цей підхід дозволяє довгострокові кредити та збереження нерезидентів (non-resident holdings).

Неортодоксальний підхід включає реструктуризацію боргових контрактів, високу інфляцію, оподаткування багатства та стримування приватних фінансів. Зазвичай, він здійснюється через обмеження отримання державних облігацій іноземцями та отримання довгострокових кредитів інвесторами.

З попереднього пункту 2.2 помітно, що Україна та Туреччина, так чи інакше, використовують неортодоксальний підхід, а Польща послуговується більше ортодоксальним.

Зокрема, і Україна, і Туреччина стабільно нарощували зовнішні борги з 2011 по 2018 роки, а не намагались іншими способами збільшити дохідність бюджету. Польща ж навпаки має суттєво більшу частку від ВВП внутрішнього боргу з 2011 до 2018 року - рис. 2.17.

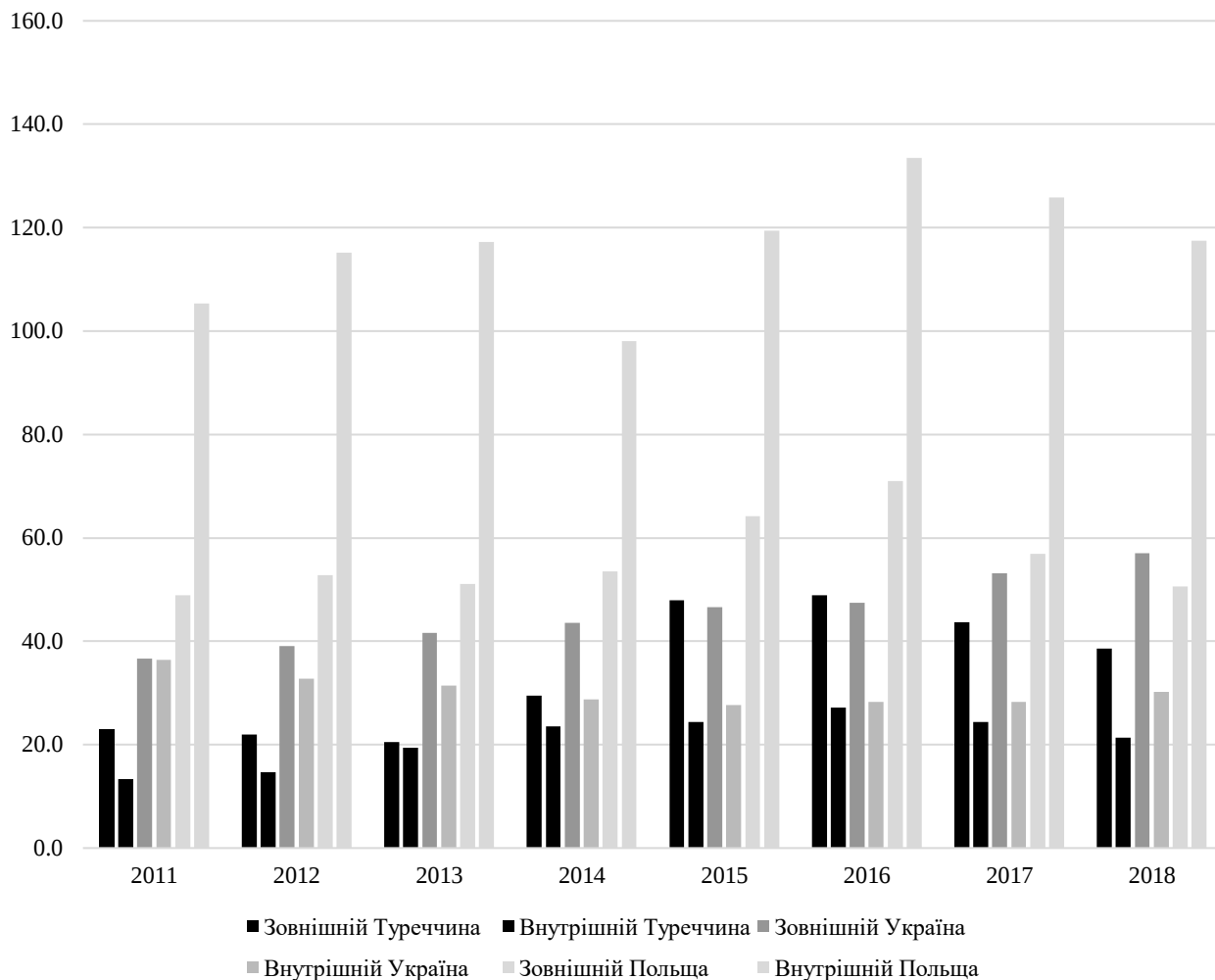


Рис. 2.17. Відношення зовнішніх та внутрішніх боргів до ВВП (відповідно), %.

Джерело: МВФ.

Усі досліджені країни все ж схильні імпортувати більше, ніж експортувати, що призводить до негативного торговельного балансу, а також використовувати резерви для часткового погашення заборгованості перед іноземними кредиторами.

Якщо розглядати країни за рівнем розвитку, то країни, що розвиваються, позичають за кордоном більше, ніж у внутрішніх агентів, у порівнянні із

багатшими країнами [12, с. 35]. Таким чином, Польщу із наведених статистичних даних можна віднести до розвиненої країни.

Таким чином, боргові ситуації України, Польщі та України схожі, але очевидно не ідентичні. Польща демонструє стабільнішу ситуацію із боргами та поступово позбавляється зовнішніх заборгованостей, а Україна та Туреччина наразі не можуть собі цього дозволити.

Висновки до розділу 2

У розділі досліджено вплив величини, структури зовнішнього боргу у трьох країнах - Україні, Польщі та Туреччині, а також методи його обслуговування. Хоча країни політично та економічно мають схожості, політика обслуговування боргу у них різниться.

Бездумне накопичення зовнішнього боргу може призвести навіть до масштабних криз, наприклад Азійська фінансова криза та криза у Латинській Америці. Рефінансування зовнішніх боргів набагато складніші: невідомо, чи іноземні інвестори виявлять бажання повертатися; чи захоче МВФ та інші кредитори надалі співпрацювати з кризовими країнами, чи захочуть боржники впроваджувати непопулярні політико-економічні реформи.

Як для країн, що розвиваються, так і для багатих країн, які стикаються зі спадом, взяття позики під низькі процентні ставки може бути більш бажаним, ніж підвищення податків. Для країн, що розвиваються, цей вид фінансування може допомогти зменшити бідність та сприяти довгостроковому зростанню. Цим і користуються Україна, Туреччина та Польща.

Таким чином, зовнішня боргова ситуація в Україні нагадує турецьку за більшістю показниками, а от Польща суттєво покращила свої показники і накопичує внутрішні борги. Вона, однак, завжди виконує усі вимоги МВФ та справно сплачує заборгованість, через що останні їй прогнозують подальше зменшення відношення боргу до ВВП.

РОЗДІЛ 3

МОДЕЛЮВАННЯ ВЗАЄМОЗАЛЕЖНОСТІ МІЖ БОРГОВИМ НАВАНТАЖЕННЯМ ТА ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ КРАЇНИ

3.1. Обґрунтування логічних зв'язків між показниками макроекономічного розвитку та боргового навантаження

Хоча прийнято вважати, що певні країни є високорозвиненими та багатими (Японія, США, низка європейських), статистичні дані, що оприлюднюються щороку міжнародними організаціями (МВФ, Світовим банком), рейтинговими агенціями, аудиторськими фірмами, медійниками демонструють дещо іншу ситуацію.

Наприклад, боргове навантаження у США, Канади, Італії, Іспанії та Франції істотно більше, аніж в Україні, хоч остання і не належить до економічно розвинених країн. Отже, рівень розвитку країни не є достатнім індикатором рівня заборгованості країни.

Відтак для моделі було обрано дві описані вище країни – Польщу та Україну.

Щоб зрозуміти, яким чином найкраще управляти зовнішнім боргом та як його зменшувати, необхідно окрім політичної ситуації, перш за все, зрозуміти, які макроекономічні чинники впливають на його утворення та збільшення.

До таких чинників можна віднести інфляцію, зростання ВВП, реальний ефективний курс, сальдо платіжного балансу, дефіцит бюджету, рівень безробіття, облікову ставку. Це звісно не увесь список можливих факторів, однак вони є одними з найосновніших.

При розгляді заборгованості в розрізі країн варто розрізняти:

- суб'єкти заборгованості, як-от: домогосподарства, фірми та державу;

- типи кредитів: зовнішній чи внутрішній.

Оскільки немає релевантних даних окремо по домогосподарствах, фірмах та державних, у моделі використано агреговані дані, а об'єктом дослідження обрано зовнішній державний борг.

Низька **інфляція** та баланс рахунків сприяють зростанню економіки. З нормалізацією, тобто зниженням, інфляції можна досягти меншого ризику дефіциту бюджету [17], тобто і потреба у зовнішніх запозиченнях зникає.

Інфляція перебуває у тісному зв'язку із змінами облікової ставки. Зміна облікової ставки Центральним банком визначає рівень короткострокових відсоткових ставок на міжбанківському ринку, які впливають на сукупний попит і інфляцію, зокрема через зміну очікувань населення та бізнесу. Збільшення ставок спричиняє зниження споживчого та інвестиційного попиту, а також зростання заощаджень, а скорочення сукупного попиту стримує інфляцію, тобто зростання цін [23].

Інфляція різко збільшується зі зростанням зовнішнього боргу у країнах, що розвиваються, та не показує ніякого зв'язку з ним у розвинених державах [17].

ВВП характеризує сукупну ринкову вартість кінцевих товарів і послуг, вироблених на території країни, від напрямків його використання також залежить ефективність функціонування економіки та рівень багатства нації. Фактично ВВП, як і надходження **прямих іноземних інвестицій**, можна вважати індикатором зростання економіки і відповідно її здатності обслуговувати та виплачувати заборгованість.

В кейнсіанській теорії зі збільшенням ВВП дефіцит платіжного балансу зменшується, що підвищує сукупний попит, і неодмінно веде до зниження бюджетних витрат, зовнішнього державного боргу та відсоткових ставок [17].

Реальний ефективний обмінний курс є індикатором зміни цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів у відношенні до продукції основних торговельних партнерів. Зменшення РЕОК вказує на те, що

конкурентоспроможність вітчизняних товарів на світових ринках збільшується, а отже зменшується інфляції або ж девальвує національна валюта [23]. Зокрема, існує ризик, пов'язаний з нестабільністю обмінних курсів, який пояснюється високим ступенем доларизації економіки.

Сальдо платіжного балансу – це різниця між переказами за кордон і надходженнями звідти. Дефіцит платіжного балансу зменшує сукупний попит, що призводить до збільшення державного боргу, бюджетних витрат та ставок.

Збільшення **рівня безробіття** змушує уряд витрачати більше на ринки праці, а також на утримання пенсіонерів, що збільшує зовнішній борг, адже наявної кількості грошей може бути недостатньо, що змушує звертатись до зовнішніх кредиторів.

З одного боку, зменшення **облікової ставки** збільшує пропозицію грошей та монетарну базу, робить кредитування дешевшим, що створює для бізнесу можливість розвиватися, а для економіки відповідно – зростати. Ефект мультиплікатора дає можливість заохотити місцевих інвесторів та підвищити рівноважний ВВП. Це фактично внутрішні інвестиції [23]. Відповідно потреба у зовнішньому запозиченні зникає.

Однак, з іншого боку, зменшення облікової ставки відлякує **іноземних інвесторів**, які могли б купувати державні цінні папери, використовуючи національну валюту, підвищувати таким чином попит на неї, та сприяти її ревальвації. Таке подорожчання національної валюти стимулює імпорт і пригнічує експорт. Перевищення імпорту над експортом впливає на сальдо платіжного балансу та призводить до його скорочення. В такому випадку з'являється необхідність іноземних запозичень.

Таким чином, збільшення облікової ставки може призводити до збільшення боргу через негативний платіжний баланс. Через це зростають державні видатки для досягнення позитивного сукупного попиту.

Однак в той же час збільшення облікової ставки може призвести до зростання економіки через дешеві кредити для банків.

3.2. Моделювання залежності між борговими та економічними змінними в Україні та Польщі

Для моделі було обрано певний перелік змінних, аби перевірити ступінь їх впливу на утворення зовнішнього боргу в Україні та в Польщі. Об'єктом побудови регресійної моделі було обрано інфляцію, ВВП, прямі іноземні інвестиції, сальдо платіжного балансу, обмінний курс, облікову ставку та рівень безробіття.

Для дослідження було використано апарат багатофакторної регресії. Проведення аналізу та побудова моделі проводиться за допомогою пакету E-Views. Висунуто такі гіпотези:

- зовнішній борг обернено залежить від ВВП;
- зовнішній борг прямо залежить від інфляції;
- зовнішній борг обернено залежить від ПІІ [13];
- зовнішній борг прямо залежить від сальдо платіжного балансу;
- зовнішній борг прямо залежить від реального обмінного курсу [16];
- зовнішній борг прямо залежить від облікової ставки;
- зовнішній борг прямо залежить від рівня безробіття.

Мета створення двох моделей – визначення масштабів впливу обраних макроекономічних змінних на обсяг зовнішнього державного боргу та порівняння які чинники в більшій і в меншій мірі впливають на нарощення зовнішнього державного боргу в Україні та в Польщі.

Характеристика змінних: залежною змінною в даній моделі є зовнішній державний борг у млн. \$ США (EXT_DEBT в позначеннях програми Eviews). Незалежними змінними є ВВП у млн. \$ США (GDP), інфляція у % (INF), ПІІ у млн. \$ США (FDI), сальдо платіжного балансу у млн. \$ США (BALANCE), реальний обмінний курс у національній валюті за долар (EXCH), облікова ставка у % (IRATE) та рівень безробіття у % (UNEM).

Модель 1. Україна

Період спостережень: квартали 2004Q1-2019Q4 рр.

Джерело даних: МВФ, НБУ.

При початкових спробах побудови моделі було помічено, що певні змінні незначимі або ж не проходять тести на адекватність моделі, тому було прийняте рішення їх відкинути і залишити GDP, INF, EXCH, FDI, BALANCE та UNEM. Змінна облікової ставки не показала значимості, що можна пояснити несезонністю її даних. Оскільки GDP, FDI та EXT_DEBT – великі числа у порівнянні із відсотковими значеннями, застосовується логарифмування цих змінних.

Остаточний вигляд моделі може бути описаний рівнянням:

$$\text{Log (EXT_DEBT)} = \beta_0 + \beta_1 * \text{EXCH} + \beta_2 * \log (\text{GDP}) + \beta_3 * \log (\text{FDI}) + \beta_4 * \text{INF} + \beta_5 * \text{BALANCE} + \beta_6 * \text{UNEM} + \varepsilon_i.$$

Перш за все, побудувавши регресійну модель (рис.3.1) та подивившись на її коефіцієнти, їх значимість та на коефіцієнт детермінації, бачимо, що за t-статистикою змінні значимі (prob<0,05). Т-стат. > t кр., де t-кр. = 1,99.

Dependent Variable: LOG(EXT_DEBT)

Method: Least Squares

Date: 05/14/20 Time: 19:30

Sample: 2004Q1 2019Q4

Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCH	0.018818	0.006911	2.722976	0.0086
LOG(GDP)	0.111112	0.042131	2.637309	0.0108
LOG(FDI)	0.130612	0.068493	1.996929	0.0516
INF	7.460188	0.791226	9.428647	0.0000
BALANCE	0.000150	3.02E-05	-4.966075	0.0000
UNEM	14.04569	6.842593	2.052685	0.0447
C	5.985267	2.786890	2.147651	0.0360
R-squared	0.644216	Mean dependent var	11.38695	
Adjusted R-squared	0.613007	S.D. dependent var	0.523014	
S.E. of regression	0.325360	Akaike info criterion	0.682626	
Sum squared resid	6.033986	Schwarz criterion	0.886734	
Log likelihood	-15.50273	Hannan-Quinn criter.	0.762903	
Durbin-Watson stat	1.806743			

Рис. 3.1. Початкова модель. Україна

Модель є досить якісною, оскільки коефіцієнт детермінації становить 0,64 (зміна зовнішнього державного боргу на 64% пояснюється змінами обраних незалежних змінних і на 36% іншими зовнішніми чинниками). Prob. t-statistics не більше, ніж 0,05, а отже всі змінні одночасно не є нулями.

Далі проведемо низку тестів на адекватність побудованої моделі.

Тест на автокореляцію залишків

Автокореляція першого порядку (рис. 3.2) перевіряється за допомогою тесту Дарбіна-Уатсона. За допомогою таблиці критичних значень встановлюється, які критичні значення в даній моделі. Так, $d_1=1,23$, а $d_2=1,63$ при кількості факторів $k=6$ і кількості спостережень $n=63$. Тоді будується графік зон автокореляційного зв'язку.

Порівнюючи проміжок та наш коефіцієнт Дарбіна-Уотсона ($D-W=1.80$), робимо висновок про відсутність автокореляції першого порядку.



Рис. 3.2. Тест на автокореляцію першого порядку

Через квартальність даних тепер дослідимо наявність автокореляції вищих порядків за допомогою LM тесту Бреуша-Годфрі (рис. 3.3).

Якщо Prob. F та Prob. Chi-Square більші, ніж критичний рівень (0,05), то є підстави не відхиляти нульову гіпотезу, а отже кореляції між залишками нульові. У випадку даної моделі автокореляція відсутня, однак не усіх змінних – присутня лише у платіжного балансу та безробіття. Її причиною може бути нестача додаткових факторів, які б доповнили якісно модель та лагові затримки в економічних процесах, адже дані щодо цих змінних можуть надходити із затримкою.

З результатів тесту також можна визначити автокореляцію залишків.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.332685	Prob. F(4,53)	0.0500
Obs*R-squared	26.03584	Prob. Chi-Square(4)	0.0700

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/14/20 Time: 19:35

Sample: 2004Q1 2019Q4

Included observations: 63

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCH	0.008066	0.006068	1.329334	0.1894
LOG(GDP)	0.014053	0.036903	0.380801	0.7049
LOG(FDI)	0.056398	0.055347	1.018975	0.3128
INF	0.686931	0.678569	1.012323	0.3160
BALANCE	5.90E-05	2.62E-05	2.250244	0.0286
UNEM	-15.41187	6.086130	-2.532294	0.0143
RESID(-1)	0.314910	0.132449	2.377598	0.1211
RESID(-2)	0.376109	0.138317	2.719175	0.4088
RESID(-3)	-0.033010	0.133364	-0.247520	0.8055
RESID(-4)	0.396850	0.133317	2.976737	0.0044
R-squared	0.413261	Mean dependent var	0.000975	
Adjusted R-squared	0.313627	S.D. dependent var	0.311964	
S.E. of regression	0.258455	Akaike info criterion	0.276425	
Sum squared resid	3.540337	Schwarz criterion	0.616605	
Log likelihood	1.292627	Hannan-Quinn criter.	0.410219	
Durbin-Watson stat	1.768773			

Рис. 3.3. Тест на автокореляцію вищих порядків

Згідно з p-value ($>0,05$), автокореляції не виявлено, окрім автокореляції 4 порядку. Це є логічним з огляду на наявність сезонних коливань деяких змінних: рівня ВВП, платіжного балансу та обмінного курсу.

Тест на гетероскедастичність залишків

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.200997	Prob. F(21,41)	0.0007
Obs*R-squared	39.13216	Prob. Chi-Square(21)	0.2095
Scaled explained SS	22.02208	Prob. Chi-Square(21)	0.3982

Test Equation:

Dependent Variable: RESID*2

Method: Least Squares

Date: 05/16/20 Time: 19:46

Sample: 2004Q1 2019Q4

Included observations: 63

White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.396050	0.519859	-0.761841	0.4505
EXCH*2	-0.001706	0.001000	-1.706153	0.4955
EXCH*LOG(GDP)	0.022350	0.010218	2.187236	0.3345
EXCH*LOG(FDI)	0.005893	0.002997	1.966269	0.0561
EXCH*INF	-0.410957	0.145273	-2.828862	0.0072
EXCH*BALANCE	1.08E-06	1.75E-06	0.619041	0.5393
EXCH*UNEM	1.534860	0.582994	2.632722	0.0119
LOG(GDP)*2	-0.014343	0.020107	-0.713340	0.4797
LOG(GDP)*LOG(FDI)	-0.100063	0.027542	-3.633086	0.4008
LOG(GDP)*INF	1.666531	0.274889	6.062563	0.0000
LOG(GDP)*BALANCE	-9.46E-06	8.87E-06	-1.067045	0.2922
LOG(GDP)*UNEM	-10.68459	3.220782	-3.317389	0.0019
LOG(FDI)*2	0.019243	0.020281	0.948786	0.3483
LOG(FDI)*INF	0.252710	0.401053	0.630115	0.5321
LOG(FDI)*BALANCE	-5.75E-06	1.27E-05	-0.453051	0.6529
LOG(FDI)*UNEM	7.235444	4.496552	1.609109	0.1153
INF*2	-11.47639	3.119693	-3.678694	0.1007
INF*BALANCE	7.53E-05	0.000138	0.547322	0.5871
INF*UNEM	84.27239	46.57880	1.809244	0.0777
BALANCE*2	-7.98E-09	5.67E-09	-1.405903	0.1673
BALANCE*UNEM	0.000850	0.001942	0.437775	0.6638
UNEM*2	-125.6434	260.3950	-0.482511	0.6320
R-squared	0.621145	Mean dependent var	0.095778	
Adjusted R-squared	0.427098	S.D. dependent var	0.113209	
S.E. of regression	0.085688	Akaike info criterion	-1.807352	
Sum squared resid	0.301042	Schwarz criterion	-1.058955	
Log likelihood	78.93157	Hannan-Quinn criter.	-1.513004	
F-statistic	3.200997	Durbin-Watson stat	1.789475	
Prob(F-statistic)	0.000704			

Рис. 3.4. Тест на гетероскедастичність

Задля цього проведено тест Вайта, нульова гіпотеза котрого полягає у гомоскедастичності залишків.

Prob. F-stat., котра має бути більше 0.05, аби підтвердилась відсутність гетероскедастичності залишків. Зважаючи на результат (0,0007), є підстави відхилити нульову гіпотезу, а отже зробити висновок про наявність гетероскедастичності (Рис. 3.4).

Для усунення даної проблеми було проведено зміни через пакет E-Views в меню опцій Equation Estimation стосовно коефіцієнту матриці коваріації: з Ordinary на White (рис. 3.5).

Отримано наступні результати для рівняння регресії, причому самі значення параметрів залишилися практично незмінними (рис. 3.5).

Dependent Variable: LOG(EXT_DEBT)
 Method: Least Squares
 Date: 05/16/20 Time: 19:33
 Sample: 2004Q1 2019Q4
 Included observations: 63
 White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCH	0.018818	0.006929	2.715753	0.0087
LOG(GDP)	0.111112	0.039080	2.843194	0.0062
LOG(FDI)	0.130612	0.082423	1.584651	0.0486
INF	7.460188	0.734316	10.15937	0.0000
BALANCE	0.000150	3.14E-05	-4.773251	0.0000
UNEM	14.04569	7.808900	1.798677	0.0774
C	5.985267	2.786890	2.147651	0.0360

R-squared	0.644216	Mean dependent var	11.38695
Adjusted R-squared	0.613007	S.D. dependent var	0.523014
S.E. of regression	0.325360	Akaike info criterion	0.682626
Sum squared resid	6.033986	Schwarz criterion	0.886734
Log likelihood	-15.50273	Hannan-Quinn criter.	0.762903
Durbin-Watson stat	1.306743		

Рис. 3.5. Без гетероскедастичності

Перевірка на мультиколінеарність незалежних змінних

Для проведення аналізу на відсутність мультиколінеарності незалежних змінних необхідно побудувати кореляційну матрицю попарних залежностей між незалежними змінними (рис. 3.6).

	EXCH	FDI	GDP	INF	BALANCE	UNEM
EXCH	1.000000	-0.401487	0.529359	0.000700	0.175820	0.549949
FDI	-0.401487	1.000000	-0.313098	-0.069448	-0.358191	-0.471032
GDP	0.529359	-0.313098	1.000000	-0.115740	-0.087441	0.374892
INF	0.000700	-0.069448	-0.115740	1.000000	0.118750	0.195116
BALANCE	0.175820	-0.358191	-0.087441	0.118750	1.000000	0.388847
UNEM	0.549949	-0.471032	0.374892	0.195116	0.388847	1.000000

Рис. 3.6. Таблиця мультиколінеарності

Отримано такі результати. Звідси бачимо, що між незалежними змінними відсутній сильний зв'язок, а, отже, відсутня мультиколінеарність.

Тест на нормальність розподілу залишків

Останнім показником адекватності моделі в цьому аналізі є **нормальність розподілу залишків** (Рис. 3.7). Для перевірки того, що залишки розподілені нормально, необхідно провести тест Харке-Бера, нульовою гіпотезою якого є нормальність їхнього розподілу.

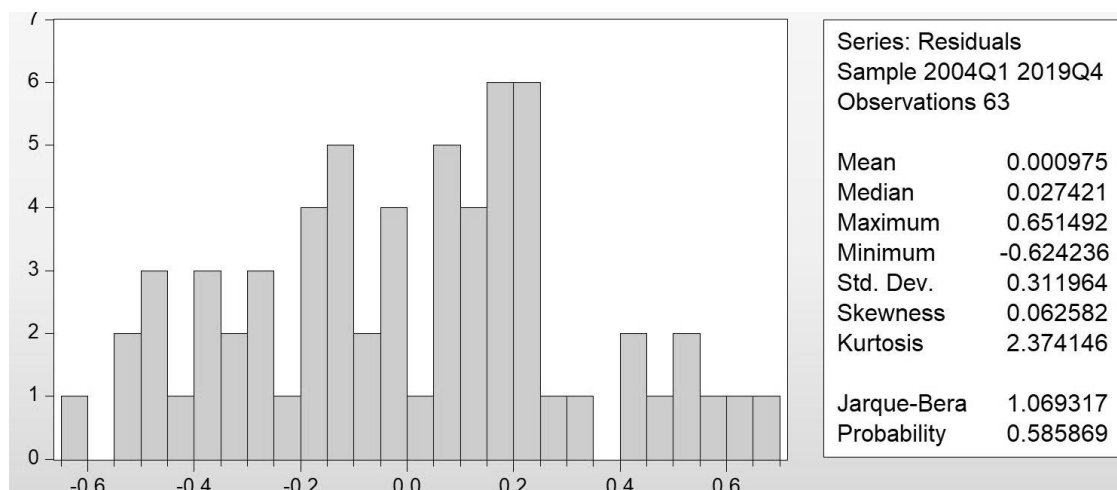


Рис. 3.7. Тест на нормальність

Як видно, Probability = 58%, а отже, ми не маємо підстав відхилити нульову гіпотезу й стверджуємо, що залишки розподілені нормально.

Модель 2. Польща

У моделі Польщі значення рівня безробіття та сальдо платіжного балансу виявились незначимими, адже значно перевищували критичний рівень 0,05. Через це їх було усунено з моделі та проведено маніпуляції з іншими змінними, внаслідок чого рівняння Польщі набуло такого вигляду:

$$\text{Log (EXT_DEBT_POL)} = \beta_0 + \beta_1 * \text{EXCH} + \beta_2 * \log (\text{FDI}) - \beta_3 * \log (\text{GDP}) + \beta_4 * \text{INF} - \beta_5 * \log \text{IRATE} + \varepsilon_i.$$

Модель є якісною (рис. 3.8), оскільки коефіцієнт детермінації - 0,97 (зміна зовнішніх державних боргів на 97% пояснюється змінами обраних незалежних змінних і на 3% зовнішніми чинниками). Для аналізу правильності моделі було знову звернено увагу на гроб. кожної змінної, яка має нульову гіпотезу про те,

що всі коефіцієнти одночасно є нульовими. Prob. t-statistics менший, ніж 0,05, а отже всі змінні одночасно не є нулями. Т-стат. > t кр., де t-кр. = 1,99.

Dependent Variable: LOG(EXT_DEBT_POL)

Method: Least Squares

Date: 05/15/20 Time: 19:13

Sample: 1 64

Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCH	0.126097	0.029904	4.216783	0.0001
LOG(FDI)	0.176828	0.046718	3.784983	0.0004
LOG(GDP)	-0.716929	0.026146	27.42037	0.0000
INF	1.726221	0.402666	4.286981	0.0001
IRATE	3.255206	1.072436	3.035338	0.0036
C	2.185267	2.786890	2.147651	0.0360
R-squared	0.972469	Mean dependent var	12.49857	
Adjusted R-squared	0.970602	S.D. dependent var	0.407034	
S.E. of regression	0.069789	Akaike info criterion	-2.411773	
Sum squared resid	0.287361	Schwarz criterion	-2.243110	
Log likelihood	82.17674	Hannan-Quinn criter.	-2.345328	
Durbin-Watson stat	1.931059			

Рис. 3.8. Початкова модель. Польща

Тест на автокореляцію залишків ідентичний до моделі України.

Коефіцієнт Дарбіна-Ватсона дорівнює 1,93, з чого випливає відсутність автокореляції першого порядку.

Стосовно автокореляцій вищих порядків було проведено тест LM Бреуша-Годфрі (рис. 3.9). Якщо Prob. та prob. Chi-square менші за критичний рівень (0,05), то є підстави відхилити нульову гіпотезу, а отже кореляції між залишками не нульові. У випадку даної моделі (0,46 та 0,35) присутня нульова кореляція.

З результатів тесту, однак, можна визначити, що присутня автокореляція залишків четвертого порядку. Це може частково пояснюватись сезонними коливаннями обмінного курсу. Згідно з p-value (>0,05), інших кореляцій вищих порядків не виявлено.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.349422	Prob. F(4,55)	0.4655
Obs*R-squared	9.339654	Prob. Chi-Square(4)	0.3531

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/15/20 Time: 19:14

Sample: 1 64

Included observations: 64

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCH	0.004028	0.028828	0.139716	0.8894
LOG(FDI)	0.018366	0.045994	0.399314	0.6912
LOG(GDP)	-0.013916	0.025748	-0.540444	0.5911
INF	-0.068703	0.390021	-0.176151	0.8608
IRATE	0.453740	1.045808	0.433866	0.6661
RESID(-1)	0.350326	0.135594	2.583649	0.2125
RESID(-2)	0.056728	0.141493	0.400924	0.6900
RESID(-3)	-0.120295	0.146022	-0.823816	0.4136
RESID(-4)	0.215202	0.146403	1.469926	0.1473

R-squared	0.145902	Mean dependent var	0.000396
Adjusted R-squared	0.021670	S.D. dependent var	0.067536
S.E. of regression	0.066800	Akaike info criterion	-2.444518
Sum squared resid	0.245426	Schwarz criterion	-2.140925
Log likelihood	87.22456	Hannan-Quinn criter.	-2.324917
Durbin-Watson stat	1.928539		

Рис. 3.9. Тест на автокореляцію вищих порядків. Польща

Перевірка на мультиколінеарність незалежних змінних

Між незалежними змінними немає сильного зв'язку, а отже відсутня мультиколінеарність незалежних змінних (рис. 3.10).

	EXCH	FDI	GDP	INF	IRATE
EXCH	1.000000	0.238623	-0.287356	0.425410	-0.617541
FDI	0.238623	1.000000	0.733678	0.356289	-0.615362
GDP	-0.287356	0.733678	1.000000	0.626061	-0.260875
INF	0.425410	0.356289	0.626061	1.000000	-0.762685
IRATE	-0.617541	-0.615362	-0.260875	-0.762685	1.000000

Рис. 3.10. Таблиця мультиколінеарності

Тест на гетероскедастичність залишків

Задля цього проведено тест Уайта, нульова гіпотеза котрого полягає у гомоскедастичності залишків.

Prob. F-stat., котра має бути більше 0,05, аби підтвердилась відсутність гетероскедастичності залишків, дорівнює 0,15 і prob. Chi-square > 0,05, що дає підстави прийняти нульову гіпотезу, а отже зробити висновок про відсутність гетероскедастичності (рис. 3.11).

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	1.461223	Prob. F(15,48)	0.1586	
Obs*R-squared	20.06303	Prob. Chi-Square(15)	0.1695	
Scaled explained SS	12.14105	Prob. Chi-Square(15)	0.6683	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/15/20 Time: 20:48				
Sample: 1 64				
Included observations: 64				
White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors and covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.070110	0.057466	-1.220027	0.2284
EXCH^2	0.000699	0.006929	0.100836	0.9201
EXCH*LOG(FDI)	0.010492	0.017092	0.613869	0.5422
EXCH*LOG(GDP)	-0.002401	0.010864	-0.221006	0.8260
EXCH*INF	-0.075286	0.139717	-0.538846	0.5925
EXCH*IRATE	-0.173582	0.338871	-0.512235	0.6108
LOG(FDI)^2	0.001386	0.014338	0.096692	0.9234
LOG(FDI)*LOG(GDP)	-0.010527	0.012148	-0.866608	0.3905
LOG(FDI)*INF	0.058167	0.254093	0.228920	0.8199
LOG(FDI)*IRATE	0.240326	0.503481	0.477328	0.6353
LOG(GDP)^2	0.009207	0.006616	1.391649	0.1704
LOG(GDP)*INF	-0.091483	0.105346	-0.868412	0.3895
LOG(GDP)*IRATE	0.004868	0.418938	0.011621	0.9908
INF^2	0.375929	1.112265	0.337985	0.7368
INF*IRATE	-2.286977	5.609870	-0.407670	0.6853
IRATE^2	6.269002	10.97580	0.571166	0.5706
R-squared	0.313485	Mean dependent var	0.004490	
Adjusted R-squared	0.098949	S.D. dependent var	0.005401	
S.E. of regression	0.005126	Akaike info criterion	-7.496498	
Sum squared resid	0.001261	Schwarz criterion	-6.956777	
Log likelihood	255.8879	Hannan-Quinn criter.	-7.283875	
F-statistic	1.461223	Durbin-Watson stat	2.355824	
Prob(F-statistic)	0.158603			

Рис. 3.11. Тест на гетероскедастичність

Тест на нормальність розподілу залишків:

За тестом Харке-Бера (рис. 3.12), нульовою гіпотезою якого є нормальність їхнього розподілу, розподіл нормальний (prob = 62%).

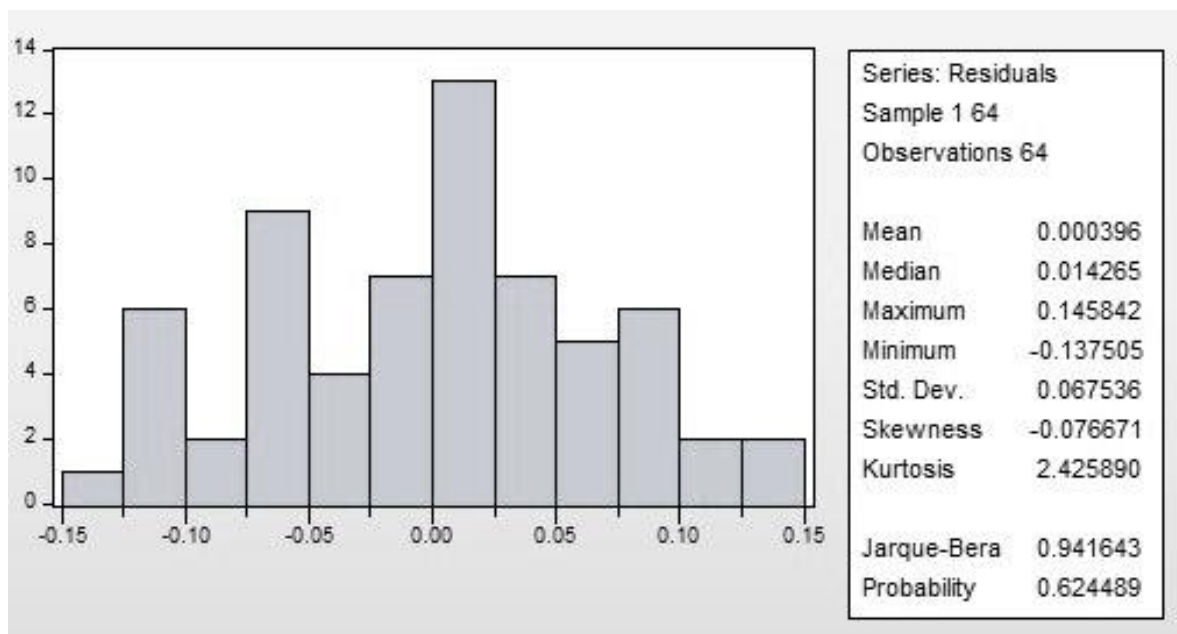


Рис. 3.12. Тест на нормальність

Висновки до 3 розділу

Створені моделі дали можливість зробити кілька вагомих висновків.

По-перше, із обраних семи змінних спрацювали не всі через свою незначимість, яку показували початкові побудови. По-друге, для України і для Польщі значимими виявились різні змінні. Перша модель України продемонструвала вплив платіжного балансу, інфляції, рівня безробіття, прямих іноземних інвестицій, обмінного курсу та ВВП на зовнішній борг із точністю 64%, а друга модель Польщі – обмінного курсу, облікової ставки, ВВП, інфляції та прямих іноземних інвестицій із точністю 97%.

У моделі України вийшло таке рівняння:

$$Y = 5,985 + 0,019 \cdot \beta_1 + 0,111 \cdot \beta_2 + 0,131 \cdot \beta_3 + 7,460 \cdot \beta_4 + 0,0001 \cdot \beta_5 + 14,046 \cdot \beta_6 + \varepsilon_i.$$

Звідси видно, що справдилися не усі висунуті спочатку гіпотези.

Зі збільшенням інфляції на 1%, зовнішній борг збільшуються на 7,46%.

Зі збільшенням обмінного курсу на 1 пункт національної валюти за долар, зовнішній борг теж зростає на 0,02 млн \$.

Зростання безробіття на 1% призводить до зростання боргу на 14%.

Зі збільшенням платіжного балансу, тобто розриву між експортом та імпортом на 1 млн. \$, зовнішній борг теж збільшується на 0,0001 млн \$.

Якщо аналізувати взаємовплив ВВП та зовнішнього боргу з точки зору відношення боргу до ВВП, то зі збільшенням ВВП збільшується і змога країни виплатити борг і відповідно він знижується. Однак, модель продемонструвала, що зі збільшенням ВВП на 1 млн. \$ зовнішній борг теж збільшується на 0,11 млн \$. Це можна пояснити тим, що в Україні ВВП зростає стрімко через те, що наша країна ще належить до країн, що розвиваються, а зовнішні борги теж зростають через політико-економічні чинники.

Такі ж результати і з прямими іноземними інвестиціями. Хоч вони і демонструють значимість, не виправдали гіпотезу щодо протилежного зв'язку із зовнішнім державним боргом. Однак, схожих досліджень не було проведено до цього, тому важко однозначно стверджувати про вплив ПІІ на зовнішній державний борг. Для подальших моделей варто використовувати додаткові змінні, що пояснювали б поведінку безпосередньо ПІІ.

Тести на адекватність моделі були пройдені досить успішно. У моделі присутня невелика автокореляція, однак не усіх змінних – лише платіжного балансу та безробіття та автокореляція залишків 4-го порядку. Перше можна пояснити нестачею додаткових факторів, які б доповнили якісно модель та наявністю лагових затримок в економічних процесах, адже дані щодо цих змінних можуть надходити із затримкою. Автокореляція залишків 4-го порядку логічна через сезонність деяких змінних: рівня ВВП, платіжного балансу та обмінного курсу.

Не було виявлено автокореляції перших порядків. У моделі відсутні мультиколінеарність. Гетероскедастичність була виправлена, а розподіл продемонстрував нормальність.

У моделі Польщі значимими визначено такі змінні: інфляція, обмінний курс, ВВП, облікову ставку та прямі іноземні інвестиції.

$$Y = 2,185 + 0,126*\beta_1 + 0,177*\beta_2 - 0,717*\beta_3 + 1,726*\beta_4 + 3,255*\beta_5 + \varepsilon_i.$$

Зі збільшенням обмінного курсу на 1 пункт національної валюти за долар зовнішній борг теж зростає на 0,13 млн \$.

Зі збільшенням інфляції на 1% зовнішній борг збільшуються на 1,73 %.

Зі збільшенням облікової ставки на 1% зовнішній державний борг збільшується на 3,26%.

Зі збільшенням ВВП на 1 млн. \$ зовнішній борг спадає на 0,72 млн \$.

При збільшенні надходжень інвестицій зовнішній борг збільшується, а не спадає, на 0,18 млн \$, що можна пояснити додатковим залученням позик для підтримки подальшої інвестиційної діяльності. Таким чином, усі гіпотези крім прямих іноземних інвестицій, підтвердились.

Всі тести спрацювали і показали правильність моделі.

Обмежені макроекономічні дисбаланс перед кризою, контр циклічна політика під час нього та правильні дії після нього сприяли зменшенню зовнішніх боргів у Польщі. Центральний банк Польщі також веде політику інфляційного таргетування за допомогою встановлення облікової ставки, операцій на відкритому ринку, кредитно-депозитних операцій та норми резервування. Через плаваючий курс ймовірність кризи знижується [37].

У двох країнах однозначну роль у впливі на зовнішній державний борг мають ВВП, інфляція та обмінний курс, а *от сальдо платіжного балансу та безробіття* в Польщі не грають ролі, на відміну від України. У Польщі натомість значимою є *облікова ставка*.

В Україні *облікова ставка* не виявилась значимою очевидно через те, що її зміна впливає на рівень інфляції через 9-18 місяців за даними НБУ [23], тобто існує великий лаг.

У Польщі рівень *безробіття* не вийшов значимим, можливо, через великий притік робочої сили з-за кордону, в тому числі з України (згідно з дослідженнями МВФ [40]). Таким чином, його рівень є нижчим, ніж в Україні, однак до ВВП ця робоча сила не додає, та і офіційна реєстрація таких працівників не завжди відбувається.

Щодо *платіжного балансу* можна зробити такий висновок: через переважання у Польщі внутрішнього боргу, а в Україні зовнішнього, в останній існує валютний ризик, пов'язаний з нестабільністю обмінних курсів, до чого може призвести висока доларизація економіки. В 2018 році, наприклад 71% надходжень на поточний рахунок відбулись у доларах США [34]. Таким чином ця змінна виявилась незначимою для України.

Цікавим спостереженням із двох побудованих моделей є несправджена гіпотеза щодо прямих іноземних інвестицій. Окрім притоку інвестицій, важливим ще залишається власне легкість ведення бізнесу в країні. Згідно із рейтингом *Doing business* [53], Україна займала в 2019 році 69 місце, а Польща – 40. Це звісно непогані результати, однак до першості їм ще далеко.

Отже, головним завданням України у середньостроковій перспективі в управлінні державним боргом є залучення зовнішніх позик за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків; зменшення частки боргу у іноземній валюті; залучення довгострокового пільгового фінансування та ретельний нагляд за поведінкою макропоказників, адже вони сукупно здійснюють вплив на формування зовнішнього державного боргу.

Для Польщі важливо також бажано звертатись до довгострокових кредитів, однак зважаючи на поступове та послідовне зниження зовнішнього державного боргу, обрана політика управління ним є доцільною.

Для обох країн важливим є продовження міцних взаємовідносин з інвесторами і міжнародними фінансовими організаціями, а та подальше вдосконалення політики управління зовнішнім боргом.

ВИСНОВКИ

У дипломній роботі було розглянуто зовнішній борг як економічне явище, способи управління ним та економічні причини і наслідки його накопичення.

У першому розділі описано теоретичну основу державного боргу та місце зовнішнього боргу у ньому. Наведено термінологію, фактори, які впливають на виникнення заборгованості, класифікації та функції. Багато економістів розглядають борг як податок на майбутнє виробництво країни: в такому випадку страждатимуть інвестиції в освіту, медичну систему, інфраструктуру та схожі сфери через необхідність виплат боргів.

До найважливіших причин виникнення заборгованості відносять відсутність сталого розвитку та відповідальної макроекономічної політики, а також всесвітні чинники у вигляді криз, воєн, пандемій та інших несприятливих політичних, кліматичних та соціальних подій. Зовнішні борги часто є необхідністю для уникнення дефолту країн, саме тому низка міжнародних організацій надають кредити країнам, які цього потребують. Надання кредитів ними має репутаційний ефект, адже їх авторитет стимулює приватних інвесторів спрямовувати капітали в ці країни.

Для аналізу боргової безпеки використовують низку показників.

Однак, накопичення саме зовнішньої заборгованості є небажаним, адже рефінансування таких боргів є набагато складнішим: невідомо, чи іноземні інвестори виявлять бажання повертатися в країну; чи захоче МВФ та інші кредитори надалі співпрацювати з нею, адже вони вимагають проведення непопулярних реформ у “боржників”.

У другому розділі обрано три країни для наочного дослідження впливу величини та структури зовнішнього боргу - Україну, Польщу та Туреччину. Політично та економічно країни мають схожості, однак політика обслуговування боргу у них різниться.

Зазвичай країни обирають борг міжнародних організацій під низькі відсотки замість небажаного підвищення податків чи облікових ставок. Такий вид фінансування може допомогти країнам, які розвиваються, встояти перед несприятливими світовими та внутрішніми економіко-політичними умовами. Цим і користуються Україна, Туреччина та Польща.

Зібрана статистична інформація показала, що зовнішня боргова ситуація в Україні схожа на турецьку за більшістю показниками, як-от валютний розподіл та співвідношення внутрішнього та зовнішнього боргів, а от Польща суттєво покращила свої показники і накопичує внутрішні борги.

У третьому розділі побудовано економетричну модель в пакеті Eviews, для якої було використано одні з найбільш важливих макропоказників, аби прослідкувати, чи схоже вони впливають на зовнішній борг в подібних за багатьма критеріями країнах. Для моделі було обрано дві із описаних країн – Україну та Польщу, оскільки у Туреччини складно отримати адекватні дані. Модель України продемонструвала вплив платіжного балансу, інфляції, рівня безробіття, прямих іноземних інвестицій, обмінного курсу та ВВП на зовнішній борг із точністю 64%, а модель Польщі – обмінного курсу, інфляції, облікової ставки, прямих іноземних інвестицій та ВВП із точністю 97%.

Таким чином було зроблено висновки про те, що, зважаючи на те, що обидві країни – аналоги за регіоном, зовнішній борг перебуває під впливом неідентичних показників.

Отже, можна зробити висновки, що борг та його управління відрізняється в кожній країні, навіть у тих, які, здавалося б, мають схожі показники, особливості економіки чи політичні устрої. Тому, у кожному окремому випадку розгляду зовнішнього боргу та пошуках “правильної” політики управління ним треба аналізувати якнайбільше показників саме цієї країни.

Борг з макроекономічної точки зору позитивно впливає на споживання, пришвидшення накопичення капіталу та збільшення випуску, однак в середньостроковому майбутньому може негативно впливати на вразливість економіки країни до ризиків, а також за неправильного управління навіть

призвести до дефолту. Поступове, помірне підвищення боргу спричиняє зростання економіки, однак, якщо таке зростання перевищуватиме 2-3%, це призведе до буму, а згодом і до спаду у ній.

“Країна втрачає суверенітет, якщо її державний борг занадто високий”, - сказав голова Європейського центрального банку Маріо Драгі. Він стверджує, що втрата суверенітету відбувається тому, що за занадто великого державного боргу "все вирішують ринки".

Щоб ринки не все вирішували, для управління боргом передбачені умови залучення, розміщення та погашення позик, щоб найякісніше застосовувати методи управління державним боргом: відстрочення погашення, конверсія, уніфікація, консолідація, обмін облігацій за регресивним співвідношенням, анулювання позики, капіталізація, а також загальні методи рефінансування та реструктуризації.

При обранні політики та методів управління зовнішнім державним боргом необхідно ще якісно врахувати об’єктивні вимоги та інтереси суб’єктів фінансових відносин, щоб уникнути негативних наслідків.

Ці методи вкупі з налагодженням бюджетно-банківської системи, викоріненням корупції, створенням стратегій сталого розвитку та підвищенням рівня ВВП забезпечать поступове зменшення державного боргу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про державний борг та гарантований державою борг: Закон України від 07.06.2011 № 8637-ВР. Київ: Парламентське видавництво, 2015.
2. Босенко О.С. Управління державним та гарантованим державою боргом як складова євроінтеграційного процесу України: дис. кандидата ек. наук: 08.00.08 / Державна навчально-наукова установа “Академія фінансового управління”. Київ, 2019.
3. Гетьман Д. О. Аналіз індикаторів оцінки фінансової конкурентоспроможності регіонів України. *Економіка і організація управління*. 2016. № 1 (21). С. 68–82.
4. Коблик І. Теоретичні аспекти державних запозичень: методи та форми здійснення. *Економічний аналіз*. 2012. № 11 (1). С. 110–114.
5. Манків Н. Г. Макроекономіка. *Основи*. Київ, 2000. 580 с.
6. Миськів Г.В. Кредити міжнародних фінансових організацій в економіці України. *Фінансовий простір*. 2015. № 2 (18). С. 48–53.
7. Сич Н. О. Світовий досвід як векторний орієнтир в управлінні зовнішнім державним боргом. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2013. № 37. С. 350–358.
8. Царук О. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави. *Світ фінансів*. 2007. № 1 (10). С. 46–50.
9. Ярош К. М. Аналіз індикаторів боргової безпеки України. *Економічний аналіз*. 2013. Том 13. С. 207–213.
10. Arsanalp S., Bergthaler W., Stokoe P. and Tieman A. The Current Landscape. *IMF*. 2018. 32 p.
11. Yun Jung Kim, Jing Zhang. Debt and Growth. *IMF*. 2019. 30 p.
12. Eichengreen B., El-Ganainy A. Public Debt through the Ages. *IMF*. 2018. 53 p.
13. Sami Al Kharusi, Mbah Stella Ada. External Debt and Economic Growth: The Case of Emerging Economy. *Journal of economic integration*. 2018. № 1 (33). P. 1141–1157.

14. Eren E., Malamud S. Dominant Currency Debt. *IMF*. 2019. 58 p.
15. Gamber E., Seliski J. The Effect of Government Debt on Interest Rates. *Congressional Budget Office*. Washington, D.C., 2019. 34 p.
16. Kouladoun J.-C. External Debts and Real Exchange Rates in Developing Countries: Evidence from Chad. *MPRA Paper*. 2018. № 88440. 15 p.
17. Sávai M., Kiss G. D. Examination of Indicators Determining the Rate of Government Debt. *Public Finance Quarterly*. 2017. № 4. P. 444-457.
18. Fang C., Schumacher J., Trebesch C. Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs. *IMF*, 2019. 44 p.
19. Horn S., Reinhart C., Trebesch C. China's overseas lending. *IMF*, 2019. 65 p.
20. Котович Т. Ризики державного боргу, або як краще позичати. *Економічна правда*. 2019. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2019/11/8/653474/>.
21. Офіційна інтернет-сторінка Державної казначейської служби України. URL: <http://treasury.gov.ua>.
22. Офіційна інтернет-сторінка Євростату. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat>.
23. Офіційна інтернет-сторінка Національного банку України.
URL: <https://bank.gov.ua/>.
24. Офіційна інтернет-сторінка Міжнародного валютного фонду.
URL: <https://www.imf.org/external/index.htm>.
25. Офіційна інтернет-сторінка Міністерства фінансів України.
URL: <http://www.minfin.gov.ua>.
26. Офіційна інтернет-сторінка Світового банку.
URL: <https://www.worldbank.org/>.
27. Офіційний сайт Державної служби статистики України.
URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
28. Офіційна інтернет-сторінка Державної казначейської служби. Виконання бюджетів. URL: <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu>.
29. Офіційна інтернет-сторінка Організації економічного співробітництва та розвитку. URL: <https://www.oecd.org/>.

30. Офіційна інтернет-сторінка Європейського інвестиційного банку.
URL: <https://www.eib.org/en/index.htm>.
31. Офіційна інтернет-сторінка Європейського банку реконструкцій і розвитку.
URL: <https://www.ebrd.com/home>.
32. Звіт про фінансову стабільність. Грудень 2019. *НБУ*. Київ, 2019. 50 с.
URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2019-H2.pdf?v=4.
33. Річний звіт. *НБУ*. Київ, 2019. 123 с.
URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2019.pdf?v=4.
34. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки. *Урядовий портал*. Київ, 2019. 27 с. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/serednostroкова-strategiya-upravlinnya-derzhavnim-borgom-na-2019-2022-roki>.
35. Структура державного боргу. *Євростат*. 2019.
URL: <https://bitly.su/vWOqyQ>.
36. International Monetary Fund. Effectiveness of IMF Lending Programs. IMF, 2019.
URL: <https://www.imf.org/en/About/effectiveness-of-imf-lending>.
37. IMF Policy Paper 2018. Review of the Fund's Capacity Development Strategy. *IMF*. Washington, D.C., 2018. 43 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/PolicyPapers/Issues/2019/05/20/2018-Review-of-Program-Design-and-Conditionality-46910>.
38. Аналіз управління державним боргом України в I кварталі 2019 року. *Експертно-аналітичний центр «Оптіма»*. Київ, 2019. 25 ст. URL: <https://bitly.su/Yintp8Sm>.
39. IMF Country Report. Republic of Poland. *IMF*. European Dept., 2017. 71 p.
URL: <https://www.imf.org/en/Countries/POL>.
41. IMF Country Report. Republic of Poland. *IMF*. European Dept., 2019. 80 p. URL: <https://www.imf.org/en/Countries/POL>.
42. IMF Country Report. Republic of Turkey. *IMF*. European Dept., 2017. 84 p. URL: <https://www.imf.org/en/Countries/TUR>.

43. IMF Country Report. Republic of Ukraine. *IMF*. European Dept., 2019. 78 p.
URL: <https://www.imf.org/en/Countries/UKR>.
44. Data on Turkish external debt. *CEIC*. URL:
<https://www.ceicdata.com/en/indicator/turkey/external-debt--of-nominal-gdp>.
45. Will the US debt ever be paid off? *The balance*. 2020. URL:
<https://www.thebalance.com/will-the-u-s-debt-ever-be-paid-off-3970473>.
46. Countries with the Most External Debt. *Global Finance*. 2019. URL:
<https://www.gfmag.com/global-data/economic-data/xtegh9-external-debt-in-countries-around-the-world>.
47. Які вимоги висував МВФ до України за останні 26 років. *Слово і діло*. 2020.
URL: <https://www.slovoidilo.ua/2020/04/23/infografika/finansy/yaki-vymohy-vysuvav-mvf-ukrayiny-ostanni-26-rokiv>.
48. Держборг України. Перший аналітичний експлейнер. *Vox Ukraine*. 2018.
URL: <https://voxukraine.org/cards/debt/index.html>.
49. МВФ — Україні: політична підтримка зараз, а транш — потім. *Економічна правда*. 2019.
URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2019/12/10/654702/>.
50. ЦБ ЄС: високий держборг – це втрата суверенітету. *Економічна правда*. 2019.
URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2019/01/29/644747/>.
51. Угода з МВФ: Мінфін очікує підписання до кінця травня і першого траншу в 1,9 мільярда доларів. *Економічна правда*. 2020. URL:
<https://www.epravda.com.ua/news/2020/05/20/660764/>.
52. China Is Only Nibbling at the Problem of "Zombie" State-Owned Enterprises. *Peterson Institute for International Economy*. 2019. URL:
<https://www.piie.com/blogs/china-economic-watch/china-only-nibbling-problem-zombie-state-owned-enterprises>.
53. EU launches legal action against Poland. *Financial Times*. 2019.
URL: <https://www.ft.com/content/c5875cee-4af1-4b1f-a836-24d7d0cc1fa3>.
54. Doing business Rankings. *The World Bank*.
URL: <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>.