

Кафедра фінансів

освітній ступінь - магістр

на тему: «АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ
УКРАЇНИ»

страхування та фондовий ринок»

Піддубна Людмила Валентинівна

фінансів

(прізвище та ініціали)

З ОЦІНКОЮ « _____ »

« _____ » 2026 p.

Київ 2026

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ.....	5
1.1. Визначення сутності та класифікація державного боргу	5
1.2. Основні принципи та методи управління державним боргом.....	13
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ.....	22
2.1. Сучасний стан та структура державного боргу.....	22
2.2 Моделювання та прогнозування зовнішнього боргу України.....	32
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ТА ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....	47
3.1. Порівняльний аналіз підходів до управління державним боргом у різних країнах.....	47
3.2. Шляхи оптимізації управління державним боргом в Україні.....	61
ВИСНОВКИ.....	75
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	77

ВСТУП

Збільшення державного боргу є глобальною тенденцією та характерною рисою фіскальних систем більшості економік. Сучасні економічні теорії не вважають державний борг сам по собі великою проблемою, а основною проблемою є неефективне управління та нестабільність боргу.

Проблеми управління державним боргом розглядаються у сучасній західній економічній літературі. Значний внесок у дослідження питань формування державного боргу та його впливу на макроекономічне становище зробили такі вчені, як Д. Рікардо, А. Сміт, А. Лернер, Р. Масгрейв, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц. У вітчизняній літературі ці питання висвітлюють В. Андрущенко, В. Федосов, Т. Вахненко, Є. Гайдар, О. Заруба, В. Лисицький, Ю. Алексєєв. Вплив рівня державного боргу на національну безпеку досліджував О. Барановський. Проблеми управління державним боргом в умовах вітчизняної економіки розглядаються у працях А. Вавілова, Г. Трофімова, В. Федорова, Т. Бондарука, О. Плотнікової, О. Береславської, В. Лісовенка. Незважаючи на значний теоретико-методологічний базис, деякі питання залишаються невивченими, зокрема, негативні соціально-економічні наслідки, концепція вдосконалення управління боргом та розробка ефективної боргової стратегії України.

Зокрема, вплив структури державного боргу на національну безпеку в умовах нестабільності фінансової системи та валюти потребує подальшого вивчення. Погане управління боргом і безперервне зростання співвідношення боргу до ВВП може мати негативні наслідки для основних макроекономічних показників, таких як витіснення інвестицій, фінансова нестабільність, інфляційний тиск, валютні коливання тощо. Також існують соціальні та політичні наслідки неприйнятного боргового тягаря. Довготривалий і високий державний борг вимагає значних бюджетних ресурсів для обслуговування боргу.

В умовах глобалізації та зростаючої взаємозалежності світових економік, ефективне управління державним боргом набуває особливої актуальності. Війна, що

триває в Україні, створює безпрецедентні виклики для управління державним боргом, що робить цю тему надзвичайно актуальною.

Наукове і практичне значення дослідження полягає у визначенні основних чинників, що впливають на ефективність управління державним боргом, та розробці рекомендацій щодо його оптимізації. Це дозволить знизити ризики фінансових криз, забезпечити стабільність економіки та сприяти сталому економічному зростанню.

Об'єктом дослідження є державний борг України, а предметом - процеси та механізми його управління. Метою дослідження є аналіз ефективності управління державним боргом України та розробка рекомендацій щодо його оптимізації.

Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити такі завдання:

1. Вивчити теоретичні аспекти управління державним боргом;
2. Проаналізувати структуру та динаміку державного боргу України.
3. Визначити основні чинники, що впливають на ефективність управління державним боргом.
4. Дослідити світові підходи управління державним боргом.
5. Розробити рекомендації щодо оптимізації управління державним боргом України.

Методологічною основою дослідження є системний підхід, що дозволяє комплексно аналізувати процеси управління державним боргом. Використовуються методи економічного аналізу, моделювання, статистичні методи, а також методи порівняльного аналізу для оцінки ефективності управління державним боргом.

Інформаційну базу дослідження становлять статті, електронні ресурси, статистичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України та дослідження Міжнародного валютного фонду.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

1.1. Визначення сутності та класифікація державного боргу

У сучасному науковому лексиконі державний борг є загальновизнаною економічною категорією нарівні з фінансами, бюджетом і податками. Він відіграє важливу роль в економічному житті суспільства і вимагає чіткої концептуальної, законодавчої і організаційно-правової регламентації для забезпечення ефективного управління. Зокрема, з'ясування сутності та економічної природи державного боргу має значну теоретичну і практичну цінність.

Державний борг — це сукупність усіх фінансових зобов'язань держави, що виникають внаслідок запозичень на внутрішніх і зовнішніх ринках, включаючи основну суму боргу, відсоткові платежі, а також гарантії за кредитами, наданими державним підприємствам, які підлягають поверненню на умовах строковості, платності та зобов'язань. Він відображає економічні відносини між державою як позичальником і її кредиторами (резидентами та нерезидентами) щодо перерозподілу частини національного доходу [8].

Економічна сутність державного боргу проявляється через властиві йому функції, наведені на рис. 1.1.



Рисунок 1.1. Основні функції державного боргу

Джерело: Складено автором за даними джерел [15]

У вітчизняній фінансовій науці довгий час державний борг сприймався як негативне явище, властиве лише капіталістичним економікам, з негативними

наслідками для країн-позичальників. Проте досвід багатьох країн показує, що державний борг у певних допустимих межах не має негативного впливу на економіку. Водночас надмірний державний борг може призвести до негативних наслідків, таких як високі виплати відсотків, скорочення заощаджень, витіснення приватних інвестицій державними запозиченнями, уповільнення економічного зростання і зниження доходів населення. Через це ставлення науковців до державного боргу залишається неоднозначним [8].

Оскільки українські та міжнародні банки й фінансові організації, фінансуючи великі проєкти, вимагають гарантій повернення коштів від суб'єктів господарювання, держава може виступати гарантом, надаючи державні гарантії. Сума таких гарантій входить до гарантованого державою боргу до повного погашення суб'єктом господарювання зобов'язань перед банками або фінансовими організаціями. У разі неспроможності суб'єкта господарювання вчасно виконати свої зобов'язання, кредитори можуть вимагати погашення боргу державою. При наданні державних гарантій виникає потенційний державний борг, який стає реальним, якщо держава відшкодовує кредитору суму зобов'язань позичальника [23].

Кредитні відносини, в яких держава є позичальником, суттєво відрізняються від тих, де вона виступає кредитором чи гарантом, за цілями, методами та соціально-економічними наслідками. Державний борг, що виникає як наслідок таких відносин, формується тоді, коли держава є позичальником або гарантом повернення кредиту. При цьому, згідно зі світовою методологією, гарантії оплати боргів підприємств та інші умовні зобов'язання не враховуються при розрахунку загальної суми державного боргу до того моменту, поки державні органи не почнуть виплати для погашення такого боргу, тобто якщо позичальник не виконав свої кредитні зобов'язання [10].

Аналіз сучасних фінансово-економічних процесів засвідчує, що зростання державних потреб супроводжується відповідним збільшенням видаткової частини бюджету, яка не завжди забезпечується наявними доходами. У випадку, коли заплановані державні видатки перевищують очікувані доходи виникає дефіцит бюджету, що потребує негайного реагування з боку уряду. Оскільки процес перегляду

та скорочення видатків відбувається на етапі формування бюджету, вже після його затвердження держава змушена шукати альтернативні джерела фінансування. Найбільш поширеним і оперативним рішенням у таких умовах є залучення позикових коштів. Держава змушена вдаватися до внутрішніх та зовнішніх запозичень, що призводить до формування державного боргу [36].

Бюджетний дефіцит виступає ключовим фактором виникнення боргових зобов'язань, а тісний причинно-наслідковий зв'язок між цими категоріями створює замкнене коло: збільшення боргу зумовлює зростання витрат на його обслуговування, що, у свою чергу, поглиблює дефіцит. До основних причин дефіциту слід віднести надзвичайні обставини (стихійні лиха, війни, економічні кризи), неефективну бюджетну політику, а також необґрунтоване збільшення соціальних видатків (рис.1.2.) [1, 76].



Рисунок 1.2. Основні фактори виникнення дефіциту бюджету

Джерело: Складено автором за даними джерел [76]

Державний борг тісно пов'язаний з економічними циклами:

- Під час **спадів** держава збільшує запозичення для підтримки економіки;
- У **періоди зростання** уряди намагаються скоротити борг, хоча це не завжди відбувається.

Безпосередньо рівень державного боргу має прямий вплив на фінансову стабільність країни. Значний рівень боргу може призвести до: зростання податкового навантаження на майбутні покоління; витіснення приватних інвестицій; інфляційний тиск та валютні коливання; зниження кредитоспроможності держави; фінансової залежності від кредиторів; обмеження можливостей державного регулювання економіки.

Державний борг безпосередньо впливає на фіскальну політику країни, оскільки уряд повинен балансувати між сплатою боргів і фінансуванням важливих програм. Борг може бути як інструментом економічного стимулювання (якщо запозичення використовується для інвестицій у розвиток), так і фактором обмеження економічної активності, якщо витрати на обслуговування боргу занадто великі [33,10].

Збільшення державного боргу має низку суттєвих негативних наслідків для економіки країни. Воно підвищує ризик фінансової нестабільності та може підірвати довіру інвесторів, що ускладнює залучення зовнішнього фінансування. Зростаючі витрати на обслуговування боргу зменшують фінансовий простір для стратегічних державних інвестицій, зокрема в освіту, охорону здоров'я та інфраструктуру. У відповідь на фіскальний тиск уряду часто змушені підвищувати податки, що посилює соціально-економічну напругу та нерівність. Водночас високий рівень боргу може стримувати інвестиційну активність і уповільнювати економічне зростання (рис.1.3.). Сукупно ці чинники підкреслюють важливість зваженого боргового управління та необхідність забезпечення стійкості державних фінансів [21].

Рівень державного боргу має прямий вплив на кредитний рейтинг країни. Чим вищий борг, тим більша ймовірність зниження кредитного рейтингу, що у свою чергу призводить до зростання вартості позик для урядів і приватного сектору. Процентна ставка, яку країна сплачує за своїм боргом, визначається умовами ринку і кредитним рейтингом країни. Якщо державний борг значний, уряд може платити високі відсотки, що збільшує витрати на обслуговування боргу. Умови погашення можуть бути різними залежно від типу боргу.



Рисунок 1.3. Наслідки збільшення державного боргу

Джерело: Складено автором за даними джерел [17]

Якщо частина державного боргу виражена в іноземних валютах, то коливання валютних курсів можуть створювати додаткові ризики. При девальвації національної валюти країна змушена витратити більше грошей для обслуговування зовнішнього боргу.

До офіційно визнаного державного боргу належить заборгованість перед юридичними особами за внутрішніми державними позиками, заборгованість перед Національним банком України за прямими кредитами, зовнішня заборгованість за кредитами міжнародних фінансових інституцій (окрім позик МВФ) та урядів іноземних держав, за товарними поставками країн СНД, заборгованість за позиками іноземних комерційних банків, за міждержавними кредитними лініями та за облігаціями зовнішньої державної позики.

Наукова література пропонує різні підходи до класифікації державного боргу. Після дослідження думок науковців із цього питання, було систематизовано класифікаційні ознаки та види державного боргу, відобразивши їх на рис. 1.4. [8]



Рисунок 1.4. Класифікація державного боргу

Джерело: Складено автором за даними джерел [8,76]

Державний борг класифікується за різними критеріями. За строками залучення коштів борг поділяється на: короткостроковий (до одного року); середньостроковий (від одного до п'яти років); довгостроковий (більше п'яти років). Короткостроковий борг може бути більш ризиковим, оскільки країна повинна швидко знайти ресурси для його погашення. Довгостроковий борг має більший термін погашення, що дозволяє урядам розподіляти боргові зобов'язання на довший період, зменшуючи тиск на поточний бюджет [10].

Державний борг часто виражений через випуск облігацій, векселів або інших цінних паперів, які можуть бути продані на фінансових ринках. Це дозволяє залучати кошти від інвесторів, які в обмін отримують процентні платежі на свої інвестиції.

За видом та строком виплат розрізняють поточний та капітальний борг. Поточний державний борг - це сукупність зобов'язань держави, які підлягають погашенню в поточному бюджетному періоді. До його складу входять основна сума боргу (тіло кредиту), що має бути сплачена у поточному році, а також усі належні до сплати відсотки за чинними позиками. Капітальний державний борг - це загальна сума зобов'язань держави за всіма чинними позиками, включно з

основною сумою боргу та нарахованими відсотками, що мають бути сплачені в майбутньому [8, 10]

Відповідно до бюджетної класифікації України, за типом кредитора та боргового зобов'язання, розрізняють внутрішній та зовнішній борг. Внутрішній державний борг - це сукупність зобов'язань держави перед внутрішніми кредиторами (резидентами), що виникають внаслідок запозичень на внутрішньому фінансовому ринку. До таких кредиторів належать громадяни, комерційні банки, державні фонди, інші фінансові установи та органи управління країни.

Формується внутрішній борг, як правило, у національній валюті шляхом розміщення боргових зобов'язань на внутрішньому ринку. На відміну від зовнішнього боргу, він не залежить від валютних коливань і міжнародних фінансових умов.

Переваги внутрішнього боргу:

- менші ризики для держави, адже відсоткові платежі залишаються в межах національної економіки;
- забезпечує внутрішній перерозподіл ресурсів між різними групами населення без зниження сукупного рівня споживання;
- може бути ефективним інструментом кредитно-грошової політики та регулювання бюджетного дефіциту.

Зовнішній державний борг - це сукупність фінансових зобов'язань держави перед іноземними кредиторами, що виникають унаслідок запозичень на зовнішньому ринку. Він формується за рахунок позик, кредитів і розміщення державних цінних паперів за межами країни. Кредиторами виступають іноземні уряди, міжнародні фінансові організації (наприклад, МВФ, Світовий банк, ЄБРР), а також приватні комерційні банки.

Зовнішні запозичення зазвичай надаються у твердій валюті (долар США, євро), що створює валютні ризики. Обслуговування боргу здійснюється в іноземній валюті,

що безпосередньо впливає на платіжний баланс. Відсоткові платежі виводяться за кордон, що може збільшити економічну залежність від зовнішніх партнерів [39].

Державний борг має економічно обґрунтовані межі. Розмір боргу відображає стан економіки та фінансової сфери держави, а також ефективність функціонування її урядових структур. Державні внутрішні та зовнішні запозичення здійснюються в межах, визначених законом про Державний бюджет України, з дотриманням граничного обсягу державного боргу. Відповідно до Бюджетного кодексу, граничний обсяг державного боргу визначається на кожний бюджетний період законом про Державний бюджет України. Міністерство фінансів України веде Реєстр державного боргу, а Кабінет Міністрів України визначає умови здійснення державних запозичень, включаючи вид, валюту, строк та відсоткову ставку запозичення [10].

Вплив державної заборгованості на сукупний попит і сукупну пропозицію залежить від структури державних доходів і витрат. Наслідки цього впливу на економіку поділяються на короткострокові, що виникають через бюджетний дефіцит і відомі як проблема «витіснення», та довгострокові, пов'язані з державним боргом і відомі як «тягар боргу».

Ефект «витіснення» виникає через підвищення ринкових процентних ставок, що трапляється при фінансуванні бюджетного дефіциту за допомогою випуску державних цінних паперів. Боргове фінансування бюджетного дефіциту збільшує попит на гроші, в той час як центральний банк обмежує їх пропозицію. Це поєднання заходів економічної політики стимулює швидке зростання процентних ставок, зменшення інвестицій і скорочення споживчих витрат. Ефект витіснення аналізують через взаємозв'язок між бюджетними дефіцитами, вищими відсотковими ставками та зменшенням позикової активності приватного сектора [9].

Державний борг і його зростання - це складне явище, зумовлене багатьма факторами, що в кожній країні може мати свої особливості. Тягар боргу у довгостроковій перспективі впливає на нагромадження капіталу та споживання майбутніх поколінь (довгострокове економічне зростання). Накопичення боргу і зростання процентних ставок призводить до заміщення приватного капіталу

державним боргом. При зростанні процентних ставок приватні інвестиції скорочуються, а приватні заощадження починають вкладатися в державні боргові зобов'язання.

1.2. Основні принципи та методи управління державним боргом

Управління державним боргом - це процес розробки та реалізації стратегії управління державним боргом з метою залучення необхідного обсягу фінансування, досягнення цілей щодо співвідношення витрат та ризиків, а також досягнення інших цілей управління державним боргом, які може поставити перед собою уряд, наприклад, розвиток та підтримка ефективного та ліквідного ринку державних цінних паперів.

Для комплексного підходу оцінки та розробки боргової політики держави та її вплив на фінансову систему необхідно розглянути управління державним боргом у двох аспектах:

- у широкому розумінні - це складова фінансової політики держави, яка охоплює визначення бюджетного дефіциту, обсяг запозичень, їхній вплив на економіку, інфляцію, зайнятість та реалізацію загальнодержавних програм;
- у вузькому розумінні воно включає конкретні заходи з випуску та розміщення боргових зобов'язань, регулювання ринку державних цінних паперів, обслуговування боргу та надання кредитів і гарантій [14, 23].

У ширшому макроекономічному контексті державної політики уряди повинні прагнути до того, щоб рівень і темпи зростання державного боргу були принципово стійкими в часі і могли обслуговуватися в широкому діапазоні обставин при дотриманні цілей щодо співвідношення витрат і ризиків. Особи, відповідальні за управління державним боргом, поділяють занепокоєння радників з питань фіскальної та монетарної політики щодо того, щоб борг державного сектору залишався на прийнятному рівні, а також щодо наявності надійної стратегії скорочення надмірного рівня боргу. Боргові менеджери повинні забезпечити, щоб фіскальні органи були

обізнані про вплив потреб у державному фінансуванні та рівня боргу на вартість запозичень.

Перед кожним урядом стоїть політичний вибір щодо цілей управління боргом, бажаного рівня толерантності до ризиків, як управляти непередбачуваними зобов'язаннями, та яким чином запровадити ефективне управління державним боргом [6]. З багатьох з цих питань світова спільнота фахівців з управління боргом дедалі більше сходиться на думці щодо того, що вважається виваженою практикою управління державним боргом, яка також може зменшити вразливість до фінансових потрясінь (рис.1.5).



Рисунок 1.5. Основні особливості світової практики управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [5,14, 25, 32, 35, 37, 38, 41]

Залучення коштів на кредитній основі є поширеною практикою у фінансовій політиці держав. Особливо актуальною проблема державного боргу стала у другій половині XX століття, коли багато країн зіткнулися з нестачею бюджетних ресурсів для виконання своїх функцій. Внаслідок цього уряди почали активно використовувати боргову політику, здійснюючи запозичення як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках [10].

Існує кілька економічних теорій щодо управління боргом:

- кейнсіанський підхід – допускає використання боргу як інструменту стимулювання економіки;

- неокласична теорія – наголошує на необхідності зниження боргового навантаження для уникнення інфляції;
- теорія еквівалентності Рікардо-Барро – стверджує, що борг не є проблемою, якщо майбутні покоління розуміють необхідність його повернення [8].

У сучасних умовах державний борг є невід'ємною складовою економічної системи країн із ринковою економікою. Однак його ефективне управління має вирішальне значення для забезпечення фінансової стабільності. Грамотне управління державною заборгованістю є ключовим фактором макроекономічної стабільності. Від нього залежить:

- бюджетна дієздатність та здатність держави виконувати свої соціальні й економічні зобов'язання;
- стан валютних резервів та стабільність національної валюти;
- рівень відсоткових ставок і доступність кредитних ресурсів;
- інвестиційний клімат та динаміка фінансових ринків.

Ефективне боргове управління передбачає забезпечення платоспроможності держави та пошук реальних джерел для погашення боргу з урахуванням економічної та політичної ситуації в країні. Політика управління державним боргом є важливою складовою фінансової політики та макроекономічного регулювання.

В ринковій економіці управління державним боргом відображає ставлення держави до фінансових ресурсів, їх перерозподілу між секторами та поколіннями, а також до інструментів макроекономічної координації. Управління державним боргом включає набір заходів, що здійснюються державою через уповноважені органи, щодо розміщення та погашення державних позик, а також гармонізації інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів.

Основні принципи управління державним боргом включають: оптимізацію структури державного боргу; мінімізацію витрат на обслуговування боргу; мінімізацію ризиків, пов'язаних із боргом; сприяння розвитку внутрішнього ринку державних запозичень [23]..

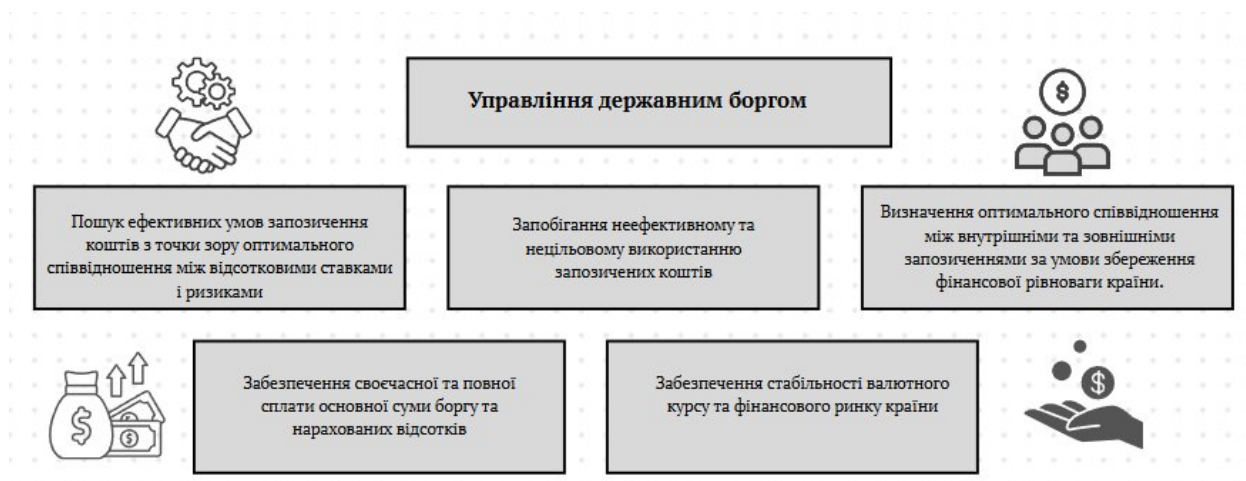


Рисунок 1.6. Основні завдання управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [23]

Управління державним боргом складається з низки окремих, але пов'язаних між собою функцій. Визначення місця розташування цих функцій є важливим для ефективного управління. Оскільки мета запозичень полягає у фінансуванні бюджету, юридичні повноваження та відповідальність за запозичення зазвичай покладаються на установу, яка формує бюджет і підзвітна парламенту. Як правило, це міністерство фінансів, яке встановлює зв'язок між формуванням бюджету та його фінансуванням. Міністерство фінансів України або за його дорученням інші організації та установи здійснюють управління державним боргом.

Для досягнення цілей управління боргом менеджери мають виконувати основні функції: облік, прогнозування, політику та планування, управління ризиками, первинне розміщення, вторинний ринок, кліринг і розрахунки, інформування, нагляд та координацію. Відповідальність за управління боргом можуть нести міністерство фінансів, центральний банк або спеціалізовані агентства.

Процес ефективного управління боргом уряду включає технічні та інституційні аспекти, що допомагають у досягненні бюджетних цілей. Технічні аспекти стосуються визначення потреб у фінансуванні та відповідності умов запозичення можливостям обслуговування боргу. Інституційні аспекти охоплюють організаційні,

законодавчі, облікові та моніторингові питання нових запозичень і загального обсягу боргу.

Функція обліку є невід'ємною складовою управління державним боргом, оскільки забезпечує точний контроль за борговими зобов'язаннями та їх своєчасне виконання. Чітка система обліку дозволяє не лише здійснювати безперебійні виплати кредиторам, а й прогнозувати майбутні фінансові навантаження, що сприяє збереженню макроекономічної стабільності країни. Впровадження сучасних механізмів звітності та аналітики є ключовим фактором для ефективного управління боргом і мінімізації фінансових ризиків.

Функція прогнозування дозволяє завчасно оцінювати потреби у фінансуванні, забезпечуючи стабільність державних фінансів. Точне прогнозування доходів і видатків сприяє ефективному покриттю дефіцитів та оптимальному розподілу бюджетних ресурсів. Використання аналітичних даних та співпраця з постачальниками інформації дозволяють мінімізувати ризики та підвищити ефективність боргової політики.

Функція політики та планування забезпечує перетворення стратегічних цілей управління боргом у конкретні операційні заходи та програми запозичень. Визначення валових потреб у фінансуванні впливає на масштаби залучення коштів, а структура запозичень формує рамки боргової політики. Ефективне планування потребує врахування ринкових умов, інвестиційних уподобань вкладників та доступних фінансових інструментів, що сприяє стабільності боргової системи та зниженню фінансових ризиків.

Функція управління ризиками боргу спрямована на мінімізацію фінансових загроз, пов'язаних із коливаннями валютних курсів та відсоткових ставок. Особливо важливо враховувати вплив змін валютних курсів на зовнішній борг, номінований у різних валютах, оскільки це може суттєво змінювати обсяг зобов'язань з його обслуговування. Ефективне управління ризиками дозволяє зменшити невизначеність та підвищити фінансову стійкість країни.

Функція первинного випуску охоплює важливі етапи, пов'язані з підготовкою та реалізацією запозичень для фінансування дефіциту. Уряд має різні варіанти фінансування, включаючи запозичення від центрального банку, комерційних банків, небанківського сектору та зовнішніх джерел. Кожен з цих методів має свої економічні наслідки, і країна часто використовує комбіновані стратегії для оптимізації фінансування.

Запозичення у вигляді державного боргу дозволяють покривати поточні витрати, але в довгостроковій перспективі можуть мати соціальні та економічні наслідки. Ключовим є правильне управління боргом, що передбачає ефективне використання залучених коштів та підтримку стабільності боргових зобов'язань. Важливою частиною є забезпечення раціонального співвідношення між борговими зобов'язаннями та національними ресурсами, що дозволяє уникнути надмірного навантаження на економіку країни та зберігати фінансову стабільність.

Функція вторинного ринку є важливою складовою управління державним боргом, хоча часто її виконують не безпосередньо менеджери боргу. Вона забезпечує ліквідність та привабливість нових емісій для інвесторів, встановлюючи щоденні ціни на державні цінні папери. Створення ефективного вторинного ринку потребує активного втручання уряду, зокрема, зниження регуляторних бар'єрів та створення інфраструктури для торгівлі цінними паперами. Це включає в себе розробку політики емісії, що підтримує оптову торгівлю та зменшує перешкоди для участі інвесторів. В результаті, ефективно організований вторинний ринок може значно сприяти успішному фінансуванню дефіциту та стабільності економіки.

Функція клірингу та розрахунків є ключовою для стабільності та ефективності вторинного ринку державних цінних паперів. У країнах з невеликими або нерозвиненими ринками ці функції часто виконують банки або центральний банк, що обмежує обороти на ринку. Для більш розвинутих ринків характерні моделі з централізованим депозитарієм, який забезпечує юридично обов'язкову передачу прав власності та здійснення платіжних переказів через клірингові процеси. Така

структура допомагає знижувати ризик невиконання угод та підтримує принцип "поставка проти платежу", що є важливим для успіху ринкових транзакцій.

Інформаційна функція є критично важливою для ефективного управління державним боргом. Менеджери боргу повинні не тільки своєчасно та точно інформувати ринок, але й отримувати зворотну інформацію для коригування емісійної діяльності відповідно до політичних цілей. Електронні інформаційні системи, що забезпечують комунікацію між трейдерами, емітентами та інвесторами, значно підвищують ефективність роботи на первинному та вторинному ринках.

Наглядова та координаційна функція є невід'ємною частиною управління державним боргом. Незалежно від ринкової діяльності, уряд повинен залишатися основним наглядачем за ринком. Для виконання цієї функції можуть бути використані різні моделі, включаючи агентства нагляду або делегування повноважень центральному банку. Для ефективного виконання наглядової функції необхідно мати достатньо кваліфікованих кадрів та пильність у роботі. Крім того, важливо забезпечити належну координацію між різними функціями управління боргом [60].



Рисунок 1.7. Основні методи управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [14, 23, 25, 60]

Виокремлюються такі методи управління державним боргом:

- конверсія боргу – зміна початкових умов державної позики, зокрема строків, часу виплати, способу погашення та величини позикового відсотка;
- консолідація боргу – зміна умов позики щодо тривалості з можливою зміною позикового відсотка. Включає перетворення короткострокових державних позик у довгострокові та об'єднання кількох позик в одну;
- уніфікація – інтеграція позик або їх обмін з метою спрощення системи погашення;
- пролонгація боргу – добровільна згода кредиторів на відстрочення виплат за зобов'язаннями боржника. Використовується, коли випуск нових позик для обслуговування старих є фінансово недоцільним;
- реструктуризація – використання комплексу вказаних вище методів, що проводиться в рамках Паризького та Лондонського клубів кредиторів. Борг перед МВФ та Світовим банком реструктуризації не підлягає;
- анулювання частини боргу – уряд відмовляється від погашення боргу через фінансову неспроможність, банкрутство або політичні мотиви.
- викуп боргу з дисконтом на вторинному ринку – скорочення обсягу державного боргу шляхом викупу власних боргів із дисконтом на вторинному ринку. Цей метод доступний країнам з значними золотовалютними резервами;
- тимчасовий мораторій на виплату відсотків або частини основного боргу – відстрочення сплати внутрішніх або зовнішніх боргових зобов'язань на певний строк або до закінчення надзвичайних подій [6, 60, 23].

Традиційним методом зменшення боргу є його реструктуризація. При реструктуризації боргу умови його обслуговування (відсоткова ставка, сума, терміни сплати) переглядаються. Найпоширенішою є реструктуризація офіційного боргу в рамках «Паризького клубу». Найбіднішим країнам-боржникам пропонується вибір одного із варіантів допомоги від урядів-кредиторів, які є членами «Паризького клубу». Офіційні кредитори надають такі види допомоги: часткове анулювання боргу,

продовження термінів дії боргових зобов'язань, зниження відсотків за обслуговування боргу.

У випадку серйозних фінансових труднощів країна може провести реструктуризацію боргу. Такі заходи можуть допомогти знизити тиск на державний бюджет, але також можуть негативно вплинути на довіру до економіки. Реструктуризація боргу передбачає реалізацію економічної політики, схваленої МВФ, однак недотримання специфіки країни може призвести до погіршення економіки та соціальних конфліктів [42].

Отже, ефективне управління державним боргом є критично важливим для фінансової стабільності, і його неконтрольоване зростання може призвести до економічних та соціальних ризиків. Ієрархія цілей змінюється залежно від етапу розвитку фінансового ринку та інституцій. У країнах з менш розвиненими ринками або високою інфляцією пріоритет надається монетарній політиці та розвитку ринку.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

2.1. Сучасний стан та структура державного боргу України

Державний борг є важливим індикатором фінансової стабільності країни, який відображає рівень зобов'язань уряду перед внутрішніми та зовнішніми кредиторами. Його динаміка тісно пов'язана з економічною, соціальною та політичною ситуацією в країні. В Україні процес формування державного боргу був складним і супроводжувався періодами стрімкого зростання та реструктуризацій.

В період війни, аналіз та управління державним боргом створює додаткові виклики для України. Зростання витрат на оборону значно збільшує боргове навантаження, оскільки значні фінансові ресурси спрямовуються на військові потреби, обмежуючи можливості фінансування інших важливих сфер. Зниження економічної активності призводить до скорочення податкових надходжень та інших джерел доходів державного бюджету. Війна також спричиняє збільшення витрат на соціальну допомогу, медичне обслуговування та відновлення інфраструктури, що додатково навантажує державний бюджет. Крім того, в умовах війни країна стикається з труднощами у залученні зовнішнього фінансування через підвищені ризики для інвесторів та кредиторів.

Аналіз структури та динаміки державного боргу є важливим елементом фінансової політики будь-якої країни. Вивчення структури боргу дозволяє визначити основні ризики та можливості для його ефективного управління, а аналіз динаміки боргу допомагає зрозуміти тенденції його зростання або зменшення.

Протягом останніх років спостерігається тенденція до зростання державного боргу України. Це зумовлено безпосередньо із війною, необхідністю фінансування соціальних програм та інфраструктурних проєктів.

Таблиця 2.1.

Динаміка структури Державного боргу України

Показники	2022	2023	2024	2025	Абсолютне відхилення, млрд. грн.	Відносне відхилення %
					2025/2024	2025/2024
Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	1387,97	1586,11	1861,68	1965,89	104,21	105,6
Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	1,72	1,59	1,45	1,32	-0,13	91,0
Загальний внутрішній борг	1389,69	1587,70	1863,13	1967,21	104,08	105,6
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	1100,26	2252,58	3482,01	5234,26	1 752,25	150,3
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (крім не врегульованої від органів управління держави-агресора та/або такої, що оскаржується)	160,51	239,96	320,75	342,94	22,19	106,9
Не врегульована заборгованість за позиками, одержаними від органів управління держави-агресора, та/або така, що оскаржується	22,16	23,01	25,47	25,68	0,21	100,8
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	60,38	59,49	62,16	90,72	28,56	145,9
Заборгованість за випущеними цінними паперами (крім не врегульованої та/або такої, що оскаржується)	718,84	750,57	639,80	794,80	155,00	124,2
Не врегульована заборгованість за випущеними цінними паперами, та/або така, що оскаржується	109,71	113,95	126,12	127,16	1,04	100,8
Заборгованість перед Міжнародним Валютним фондом	153,60	160,84	173,04	183,22	10,18	105,9
Загальний зовнішній борг	2325,44	3600,39	4829,34	6798,79	1 969,45	140,8

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

Державний борг складається з внутрішнього та зовнішнього боргу, кожен з яких має свої особливості та вплив на економіку. Внутрішній борг включає зобов'язання перед резидентами країни, тоді як зовнішній борг охоплює зобов'язання перед іноземними кредиторами. Зміни в структурі державного боргу України за останні роки демонструють тенденції зростання заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку, що пов'язано зі збільшенням випуску цінних паперів та зростанням попиту на них.

Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами знизилася упродовж 2022-2025 рр., що свідчить про зменшення обсягів короткострокових позик або зміну умов кредитування. Загальний внутрішній борг зростав упродовж 2022-2025 рр. та у 2025 році становив 1967,21 млрд. грн., що на 104,08 млрд. грн. більше порівняно із 2024 роком. Це є результатом збільшення випуску цінних паперів на внутрішньому ринку.

Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій, протягом 2022-2025 рр. значно зросла і становила у 2025 році 5 234,26 млрд. грн., що пов'язано з активним залученням міжнародного фінансування для підтримки економіки під час війни. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (крім не врегульованої від органів управління держави-агресора та/або такої, що оскаржується), також зросла, що свідчить про збільшення міжнародної підтримки з боку інших держав.

В цілому, спостерігається збільшення обсягів зовнішніх позик з боку іноземних банків на 45,9% у 2025 році. Заборгованість за ОЗДП збільшилася на 155 млрд. грн. у 2025 році, порівняно із 2024 роком. Це свідчить про збільшення попиту на даний вид цінних паперів. Також дані показують активне залучення коштів від МВФ протягом 2022-2025 рр., загальні запозичення перед яким склали у 2025 році 183,22 млрд. грн. Загальний зовнішній борг зріс, що є результатом збільшення обсягу зовнішніх позик під час війни. Загалом державний борг збільшився, що пов'язано зі зростанням усіх вищезазначених компонентів структури державних запозичень.

Вагому частку в загальній структурі Державного боргу України займають саме ОВДП, тому розглянемо їх більш детально (рисунок 2.1.).

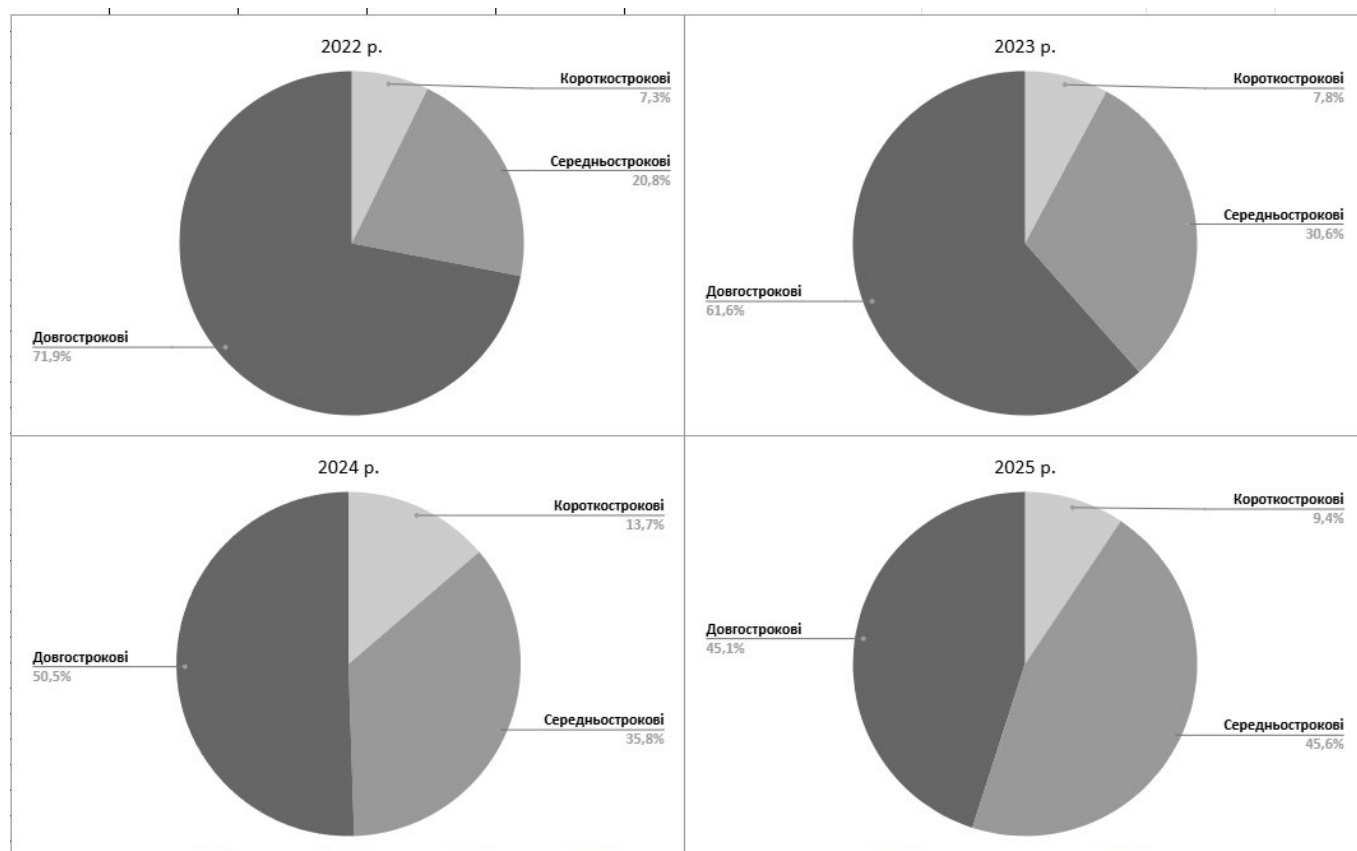


Рисунок 2.1. Структура заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку за терміном обігу упродовж 2022-2025 рр.

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

Проаналізувавши дані на рисунку 2.1., можна побачити, що, спостерігається нестабільне зниження короткострокових ОВДП упродовж 2022-2025 рр. У 2024 році простежується тенденція зростання, порівняно із 2023 роком. Питома вага у 2024 році короткострокових облігацій є більшою порівняно із 2025 роком.

Багато короткострокових ОВДП, випущених раніше, досягли строку погашення, і уряд не випустив нові облігації в такому ж обсязі у 2025 році. Зменшення короткострокових ОВДП може бути позитивним сигналом, що уряд зменшує залежність від короткострокових запозичень. Це знижує ризик рефінансування та дозволяє уряду уникнути ситуацій, коли необхідно швидко знайти нові джерела фінансування для погашення старих боргів.

Зростання середньострокових ОВДП у 2022-2025 рр. році є результатом змін у фінансовій політиці. Збільшення частки середньострокових ОВДП свідчить про те, що інвестори переорієнтувалися на даний вид облігацій через їхню вищу дохідність за короткострокові ОВДП та менший термін погашення за довгострокові ОВДП.

Основними джерелами позик та кредитів є міжнародні організації, такі як Міжнародний валютний фонд, група Світового банку, Міжнародний банк реконструкції та розвитку тощо.

Таблиця 2.2.

Динаміка структури заборгованості за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій

Показники	2022	2023	2024	2025	Абсолют відхилення, млрд.грн.	Відносне відхилення %
					2025/2024	2025/2024
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	1 100,26	2 252,58	3 482,01	5 234,26	1 752,25	150,3
NEFCO	0,08	0,25	0,48	0,49	0,01	102,1
Банк розвитку Ради Європи	0,00	0,00	5,09	22,87	17,78	449,3
Європейський банк реконструкції та розвитку	9,45	7,36	4,25	2,67	-1,58	62,8
Європейський Інвестиційний Банк	98,13	115,08	124,11	142,48	18,37	114,8
Європейський Союз	452,22	1 249,78	1 850,26	3 504,37	1 654,11	189,4
Міжнародна асоціація розвитку (МБРР)	21,09	39,91	243,43	283,18	39,75	116,3
Міжнародний банк реконструкції та розвитку	282,38	455,95	679,99	698,99	19,00	102,8
Міжнародний Валютний Фонд	234,07	379,91	569,60	574,80	5,20	100,9
Фонд чистих технологій (МБРР)	2,84	4,34	4,80	4,42	-0,38	92,1

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

Як бачимо, заборгованість перед NEFCO зросла, що свідчить про збільшення співпраці з цією організацією. Заборгованість перед Банком розвитку Ради Європи збільшилася, що пов'язано з новими проектами або програмами фінансування. Заборгованість перед Європейським банком реконструкції та розвитку зменшилася, що свідчить про погашення частини боргу та зменшення нових запозичень. Заборгованість перед Європейським Інвестиційним Банком збільшилася, що є результатом нових інвестиційних проектів.

Спостерігається також значне зростання заборгованості перед Європейським Союзом, що свідчить про активне залучення коштів від ЄС для підтримки економіки під час війни. Заборгованість перед Міжнародною асоціацією розвитку (МБРР) зросла, що пов'язано з новими програмами розвитку. Збільшення заборгованості перед Міжнародним банком реконструкції та розвитку свідчить про нові проекти або програми фінансування. Також спостерігається активне залучення коштів від Міжнародного Валютного Фонду. Заборгованість перед Фондом чистих технологій (МБРР) знизилася, що може свідчити про зменшення залучення коштів на нові екологічні проекти або програми.

Зміни в заборгованості за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав, свідчать про різні економічні та політичні фактори, що впливають на фінансову політику України. Зростання заборгованості перед Великобританією, Італією, Канадою, Нідерландами, Німеччиною, Польщею, Республікою Корея, Францією та Японією свідчить про активну співпрацю України з цими країнами та залучення фінансової підтримки для реалізації різних проектів та програм.

Збільшення заборгованості перед Польщею у 2025 році на 28,2% є значним і може свідчити про збільшення інвестиційних проектів або програми допомоги. Поява заборгованості перед Республікою Корея свідчить про нові фінансові угоди або проекти, які були укладені між Україною та Кореєю. Відсутність змін у заборгованості перед США може свідчити про відсутність нових запозичень.

Таблиця 2.3.

Динаміка структури заборгованості за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав

Показники	2022	2023	2024	2025	Абсолют відхилення, млрд.грн.	Відносне відхилення %
					2025/2024	2025/2024
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (крім не врегульованої від органів управління держави-агресора та/або такої, що оскаржується)	160,51	239,96	320,75	342,94	22,19	106,9
Великобританія	0,81	0,89	1,00	1,09	0,09	109,0
Італія	7,79	8,44	8,79	9,97	1,18	113,4
Канада	66,84	139,85	213,76	225,42	11,66	105,5
Нідерланди	7,79	8,44	8,79	9,97	1,18	113,4
Німеччина	21,46	23,72	24,70	28,23	3,53	114,3
Польща	1,94	3,68	4,36	5,59	1,23	128,2
Республіка Корея	0,00	0,00	4,20	4,24	0,04	101,0
США	0,02	0,02	0,02	0,02	0,00	100,0
Франція	17,37	18,97	19,55	22,16	2,61	113,4
Японія	36,49	35,94	35,59	36,25	0,66	101,9

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

Зростання заборгованості перед більшістю іноземних держав свідчить про активне залучення міжнародної фінансової підтримки для розвитку економіки України, реалізації важливих інфраструктурних та соціальних проектів, підтримки економічного зростання та стабільності.

Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків та інших іноземних фінансових установ, демонструє різні тенденції у 2025 році (таблиця 2.4.). Заборгованість перед Cargill зросла на 13,5%, що свідчить про збільшення фінансових зобов'язань перед цією установою.

Заборгованість перед Citibank Europe PLC значно зросла, що підтверджує активне залучення коштів від цього банку. Водночас, заборгованість перед Credit Agricole Corporate and Investment Bank зменшилася на 11,2%, що може свідчити про погашення частини боргу або зменшення нових запозичень. Заборгованість перед Deutsche Bank знизилася на 13,2%, що також може вказувати на погашення боргу та зменшення нових запозичень. У 2024 році з'явилася заборгованість перед National Westminster Bank PLC, що свідчить про нові фінансові угоди або проекти з цим банком.

Таблиця 2.4.

Динаміка структури заборгованості перед іноземними банками та іншими фінансовими установами протягом 2022-2025 рр.

Показники	2022	2023	2024	2025	Абсолют відхилення, млрд.грн.	Відносне відхилення %,
					2025/2024	2025/2024
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	60,38	59,49	62,16	90,72	28,56	145,9
Cargill	25,32	27,44	28,55	32,41	3,86	113,5
Citibank Europe PLC	0,00	0,16	0,28	27,16	26,88	9700,0
Credit Agricole Corporate and Investment Bank	11,10	10,29	8,11	7,28	-0,83	89,8
Deutsche Bank	23,96	21,60	18,19	15,79	-2,40	86,8
National Westminster Bank PLC	0,00	0,00	7,02	8,08	1,06	115,1

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

В цілому, основними банками-кредиторами для України є Cargill, Citibank Europe PLC та Deutsche Bank. Ці банки відіграють важливу роль у фінансуванні української економіки, надаючи кредити та фінансову підтримку для різних проектів та програм.

Згідно із рисунком 2.2. протягом аналізованого періоду спостерігається не стабільна тенденція, але спрямована до зниження частки витрат на обслуговування

внутрішнього боргу. У 2018 році вона становила 7,6%, а в 2025 році – 4,7%. Хоча у 2021 році відбулося короткострокове зростання до 6,9%, у наступні роки показник знову знизився, досягнувши мінімального рівня у 2022 році – 4,5%, з подальшою незначною варіацією. Витрати на внутрішнє обслуговування державного боргу стали менш обтяжливими для бюджету, що може свідчити про перехід до довшого терміну обігу облігацій. Це дозволяє розтягнути виплати у часі, що зменшує щорічний тиск на бюджет.

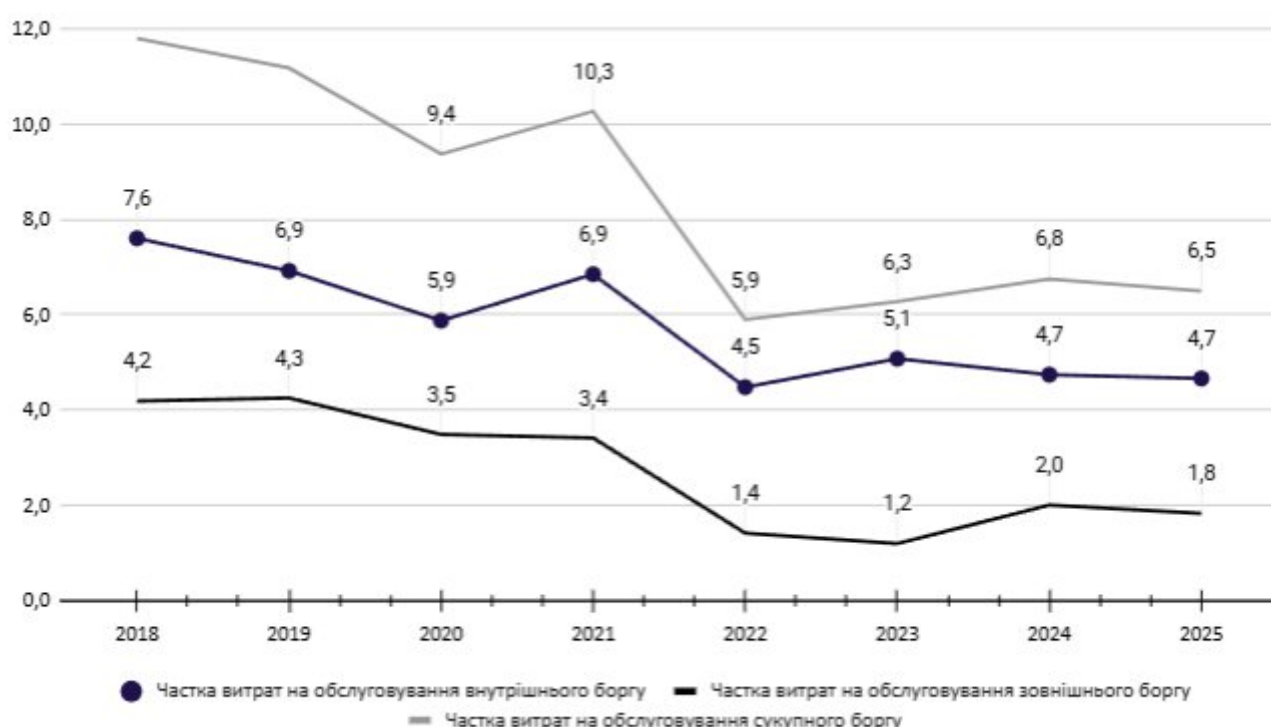


Рисунок 2.2. Динаміка частки витрат на обслуговування державного боргу в структурі загальних видатків державного бюджету

Джерело: Складено авторами за даними джерел [26,27,28,29]

Частка витрат на обслуговування зовнішніх запозичень у 2018–2020 роках залишалася відносно стабільною (4,2–4,3%), але з 2021 року спостерігається значне зниження: до 3,4% у 2021 році, 1,4% у 2022 році, і до рекордно низьких 1,2% у 2023 році. У 2025 році показник дещо підвищився до 1,8%. Значне скорочення частки

витрат на обслуговування зовнішнього боргу свідчить про реструктуризацію зовнішніх зобов'язань.

Аналіз ключових індикаторів боргової безпеки України свідчить про суттєве погіршення ситуації у 2022–2025 роках, що зумовлено війною, зростанням бюджетного дефіциту та макроекономічними ризиками (таблиця 2.5.). Згідно з Бюджетним кодексом України, загальний обсяг державного боргу (прямого) та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% від річного номінального обсягу ВВП України.

Таблиця 2.5.

Індикатори боргової безпеки України

Показник	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Відношення обсягу державного та гарантованого державного боргу до ВВП, %	50,3	60,8	48,9	78,5	84,4	91,2	101,2
Відношення обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	23,4	30,0	23,8	44,8	55,1	63,1	76,1
Витрати за обслуговування боргових зобов'язань до доходу держбюджету	12,0	11,2	11,8	8,9	9,4	9,7	9,3
Валовий зовнішній борг до експорту	56,9	76,9	58,4	126,3	192,6	214,4	300,5
Валовий борг до експорту	122,1	155,8	120,1	221,4	295,3	309,9	399,7
Валовий борг до доходів	194,7	232,9	246,5	307,8	415,2	223,6	235,8
Обслуговування боргу до експорту	7,3	7,4	6,9	8,7	13,5	13,5	15,7
Державний борг до податкових доходів	249,9	299,8	241,4	429,1	458,6	423,8	448,6

Джерело: Складено автором за даними джерел [26,27,28,29]

Як бачимо, рівень державного та гарантованого боргу щодо ВВП зріс з 50,3% у 2019 році до 101,2% у 2025 році, що свідчить про значне збільшення боргового навантаження. Аналогічно, показник зовнішнього боргу відносно ВВП збільшився з

23,4% до 76,1%, що демонструє зростання залежності економіки від зовнішніх запозичень.

Витрати на обслуговування боргу як частка доходів держбюджету знизилася з 12% до 9,3%, що вказує на невелике зменшення фінансового тиску на бюджет України. Валовий зовнішній борг до експорту зріс більш ніж в п'ять разів - з 56,9% у 2019 до 300,5% у 2025 році. Аналогічно валовий борг до експорту також виріс з 122,1% до 399,7%. Це свідчить про зменшення здатності економіки обслуговувати борг за рахунок зовнішньоторговельних надходжень, що є негативним сигналом для міжнародних інвесторів.

Державний борг до податкових доходів зріс з 249,9% до 448,6%, що означає суттєве зростання фіскального ризику та потенційні проблеми з виконанням бюджетних зобов'язань у майбутньому. Таким чином, наявні тенденції вказують на зростання боргових ризиків, що потребує стратегічних рішень щодо оптимізації боргової політики, залучення міжнародної фінансової допомоги та стимулювання економічного зростання для забезпечення боргової стійкості в середньостроковій перспективі.

2.2. Моделювання та прогнозування зовнішнього боргу України

Протягом майже всього періоду 2000–2022 років Україна активно залучала зовнішні запозичення для покриття дефіциту бюджету. Як наслідок, зовнішній борг зростав, а зовнішні фінансові зобов'язання України збільшувалися, що загрожує фінансовій безпеці країни.

Основні події, що вплинули на зростання державного боргу протягом аналізованого періоду, були наступні:

- світова фінансова криза 2008 року та пандемія COVID-19 у 2019 році значно збільшили зовнішній борг багатьох країн, у тому числі й України;
- вторгнення Росії в Україну у 2014 році та початок війни;

- потреби у фінансуванні оборонного сектору України за рахунок зовнішніх запозичень [70].

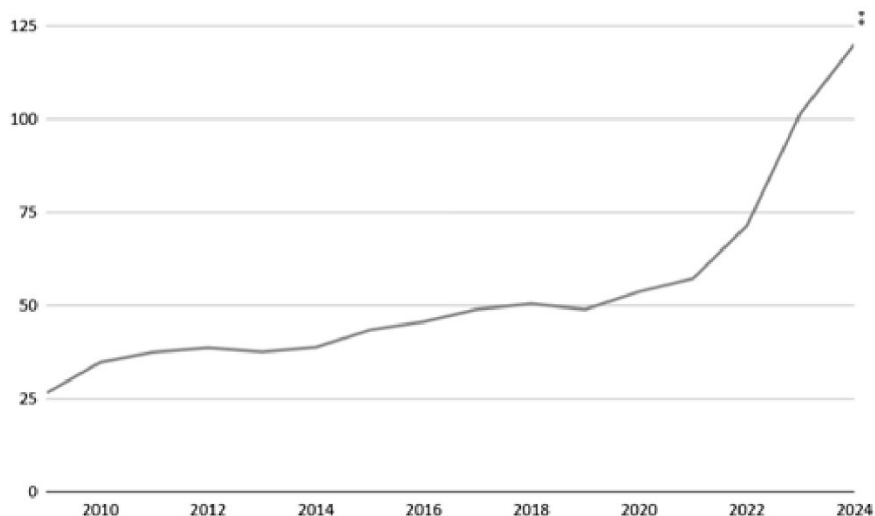


Рисунок 2.3. Динаміка зовнішнього державного боргу упродовж 2009-2024 рр, млрд. дол.

Джерело: Складено автором за даними джерел [77]

Зменшення боргу у 2014 році відбулося за рахунок погашення частини боргових зобов'язань за рахунок державних резервів (рис. 2.3. та 2.4.). Особливо небезпечним для України є той факт, що зовнішні зобов'язання номіновані в іноземній валюті. Все це створює значний тиск на державний бюджет України у зв'язку з необхідністю здійснення платежів для виконання зобов'язань. Залучення зовнішніх запозичень створює значний тиск на фінансову безпеку країни та збільшує обсяг зовнішнього боргу. У майбутньому навантаження на національну економіку лише зростатиме, оскільки борги потрібно буде повертати [67].

Згідно зі стандартами МВФ, країна повинна відповідати певним нормам резервів, щоб забезпечити фінансову безпеку в країні. Обсяг золотовалютних резервів також впливає на стабільність валюти. Оскільки для отримання зовнішніх позик необхідно дотримуватися рекомендацій МВФ. У наступні 2016-2022 роки Україна здійснювала зовнішні запозичення, що збільшило обсяг зовнішнього боргу та поповнило резерви.

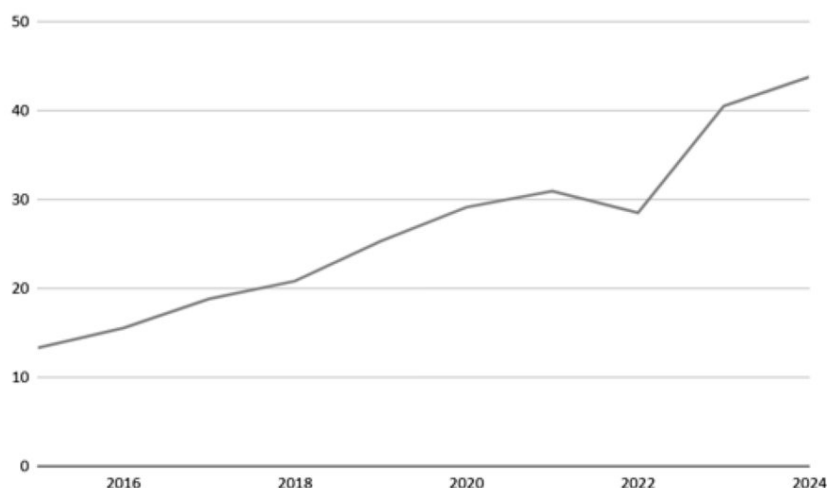


Рисунок 2.4. Динаміка золотовалютних резервів упродовж 2009–2024 рр, млрд.дол.

Джерело: Складено автором за даними джерел [77]

Однак проблема зростання боргу не вирішується, оскільки витрати на обслуговування зовнішніх запозичень мають покриватися за рахунок резервів. Ситуація лише погіршується, оскільки витрати на обслуговування боргу залежать від розміру боргу. Якщо війна в Україні продовжиться, очікується, що зовнішні запозичення для підтримки економіки зростатимуть і надалі. Якщо війна закінчиться до 2030 року, Україні потрібно буде залучити кошти для відновлення пошкодженої інфраструктури.

Наступна діаграма причинно-наслідкових зв'язків - це спрощене представлення моєї моделі, що підкреслює ключові петлі зворотного зв'язку, які ілюструють її роботу. Вона була розроблена на основі наукових знань з академічних джерел. Діаграма причинно-наслідкових зв'язків ілюструє динамічну взаємодію між зовнішнім боргом, резервами та різними економічними факторами. Ключові змінні включають зовнішній борг, резерви, запозичення, експорт, імпорт та обмінний курс. Діаграма включає як балансуєчі, так і підсилюючі петлі.



Рисунок 2.5. Діаграма причинно-наслідкових зв'язків для зовнішнього боргу України

Стабільність обмінного курсу (B1): Коли обмінний курс змінюється, він повертається в систему, знову впливаючи на обмінний курс. Якщо обмінний курс зростає, наступні зміни можуть призвести до коригувань, які збалансують або стабілізують систему з часом [50].

Цикл скорочення боргу (B2): Цикл балансування ілюструє взаємодію між зовнішнім боргом та його погашенням. Збільшення зовнішнього боргу призводить до збільшення виплат. Збільшення виплат призводить до зменшення зовнішнього боргу. Балансуюча петля намагається стабілізувати систему, протидіючи змінам у зовнішньому боргу шляхом коригування виплат. Ця петля показує зусилля з управління зовнішнім боргом та його скорочення через виплати, спрямовані на стабілізацію фінансової ситуації [55].

Запозичення для імпорту потребує часу (R1): Додавання запозичень до резервів потребує часу, оскільки схвалення запозичень від зовнішніх кредиторів займає певний час. Запозичені кошти додаються до резервів із затримкою, збільшуючи загальний обсяг наявних резервів. Коли резерви виснажуються через імпорт, країні може знадобитися запозичити більше коштів для поповнення резервів. Цей зв'язок є позитивним, тобто збільшення заміщення резервів призводить до збільшення запозичень. Це призводить до повного замикання кола, посилюючи потребу в додаткових запозиченнях [64].

Управління боргом та резервами (R2): Коли зовнішній борг зростає, витрати на його обслуговування (виплати відсотків та основної суми боргу) також зростають. Для покриття цих витрат на обслуговування боргу використовуються резерви, що призводить до зменшення резервів. Для поповнення резервів країні може знадобитися більше запозичень. Додаткові запозичення ще більше збільшують зовнішній борг, що призводить до зростання витрат на обслуговування боргу. Ця підсилююча петля демонструє цикл, в якому збільшення зовнішнього боргу призводить до зростання витрат на обслуговування боргу, що виснажує резерви. Щоб протидіяти цьому виснаженню, може знадобитися більше запозичень, що призведе до подальшого збільшення зовнішнього боргу та увічнення циклу. Ця петля підкреслює виклики, пов'язані з підтриманням резервів під час обслуговування боргу. Воно підкреслює, як збільшення боргу може призвести до циклу запозичень і виснаження резервів [54].

Зростання резервів (R3): Підсилювальна петля ілюструє цикл, в якому збільшення резервів призводить до зростання обмінного курсу, якщо ми попередньо поповнювали резерви за рахунок зовнішніх запозичень. Це створює зв'язок з обмінним курсом. Сприятливий обмінний курс може зробити експорт більш конкурентоспроможним, що призведе до збільшення обсягів експорту та надходжень іноземної валюти. Ці надходження сприяють збільшенню резервів [66].

Зосередьтеся на економічному здоров'ї економіки (R4): Зі зростанням резервів можуть зростати витрати на імпорт, що призводить до збільшення потреби у зовнішніх запозиченнях, зростання загального боргу, що негативно впливає на стан

економіки, підриває довіру інвесторів і призводить до зростання обмінного курсу. Обмінний курс впливає на зростання експорту, що призводить до збільшення резервів від експорту товарів [52].

Цикл «борг - резерви» (R5): Цикл починається із зовнішнього боргу, на який впливають запозичення. Запозичення призводять до збільшення зовнішнього боргу, який входить у цикл вирахування боргу. Погашення боргу є важливою частиною циклу, що зменшує зовнішній борг. Погашення також призводить до витрат на обслуговування боргу, які включають виплату відсотків і погашення основної суми боргу. Витрати на обслуговування боргу призводять до зменшення резервів, оскільки кошти використовуються для обслуговування боргу. Дефіцит резервів може призвести до подальших запозичень, створюючи петлю зворотного зв'язку. Ця петля демонструє, як зовнішній борг, запозичення та погашення боргу взаємодіють з резервами. Збільшення зовнішнього боргу призводить до зростання витрат на обслуговування боргу, що виснажує резерви. Для поповнення резервів можуть знадобитися додаткові запозичення, що увічнює цикл, який підкреслює крихкий баланс між управлінням боргом і підтриманням резервів [72].

Коригування резервів (B3): Розрив у резервах призводить до їх коригування. Це коригування може включати запозичення, але існує затримка перед тим, як запозичення вплине на резерви. Коли виникає розрив у резервах (різниця між бажаним і фактичним рівнями), починається коригування, щоб виправити цей розрив. Після затримки запозичення збільшують резерви, а додаткові резерви від запозичення додаються до загальних резервів. Цей цикл балансування (B2) демонструє, як країна управляє рівнем своїх резервів за допомогою коригувань, пов'язаних із запозиченнями. Цикл спрямований на стабілізацію рівня резервів шляхом усунення розривів між бажаними та фактичними резервами [74].

Цикл здоров'я економіки (B4): Цикл починається із зовнішнього боргу. Зростання зовнішнього боргу призводить до погіршення здоров'я економіки, що негативно впливає на впевненість інвесторів у наданні коштів. Однак вищий обмінний курс стимулює експорт, оскільки долар зміцнюється, а національна валюта

слабшає. Експорт збільшує резерви, що зменшує розрив між бажаними та наявними резервами. Це призводить до скорочення запозичень [69].

Було проведено ряд валідаційних тестів для моделі зовнішнього боргу, розробленої в Stella. Ці тести мають на меті оцінити точність та надійність моделі шляхом порівняння її результатів з історичними даними та вивчення її роботи за різних економічних сценаріїв. Валідація є важливим етапом у розробці моделі, оскільки вона гарантує, що результати моделювання узгоджуються з реальними спостереженнями і що модель є достатньо надійною для того, щоб надавати достовірну інформацію для прийняття рішень:

- Тест на підтвердження структури було проведено, використовуючи літературу про зовнішній борг, а також різноманітні джерела даних для побудови моделі. Було визнано, що структура моделі точно відображає динаміку між зовнішнім боргом та золотовалютними резервами.
- Перевірка параметрів - більшість даних про змінні отримано з надійних джерел, хоча деякі змінні отримано на основі мого власного аналізу статистичних даних та різних досліджень. Всі параметри моделі підтримують узгодженість одиниць виміру та ґрунтуються на реальних фактах.
- Інтеграційний тест - модель було протестовано для $1/4$, $1/8$, $1/16$ за допомогою методу інтегрування Ейлера. Моделювання з DT $1/4$ та $1/8$ показало зміни в поведінці системи. У моєму випадку мінімальний DT має бути $1/16$ за Ейлером, щоб запобігти помилкам інтегрування.
- Тест на розмірну узгодженість. Ця модель зберігає розмірну узгодженість своїх рівнянь, що було перевірено за допомогою програмного забезпечення Stella, яке було використано для її побудови. Було підтверджено, що модель не має одиничних помилок.
- Тест на поведінкову чутливість. Тест на чутливість є важливим аспектом економічного моделювання та аналізу. Він досліджує, як зміни ключових параметрів впливають на поведінку зовнішнього боргу та резервів у часі. За

допомогою цього тесту було перевірено стійкість моделі та визначено параметри, які мають найбільш суттєвий вплив на зовнішній борг та резерви.

- Відтворення моделі поведінки – було порівняно модель з даними та проведено різні тести на екстремальні умови. Тести на екстремальні умови демонструють чутливість моделі до змін в експортній та імпорتنій діяльності. Основні результати представлені в таблиці 2.6.

Таблиця 2.6.

Тести на перевірку у екстремальних умовах

№	Екстремальні умови	Вплив на зовнішній борг	Вплив на резерви
1	Експорт дорівнює нулю	Зменшився, але повільнішими темпами порівняно з базовим періодом	Швидко зростає
2	Імпорт дорівнює нулю	Швидко знизився	Дотримується майже такої ж тенденції, як і базовий запуск
3	Експорт та імпорт дорівнює нулю	Зменшився	Зменшився

Зміни в петлях домінування протягом періоду моделювання в моделі відображають динамічну природу економічних систем і те, як різні фактори стають більш або менш впливовими з плином часу.

Домінантні петлі у 2000-2001 роках: R1 (Запозичення для покриття потреби в імпорті) та B3 (Коригування резервів). У перші роки система може бути дуже чутливою до початкових умов, таких як початковий рівень зовнішнього боргу та резервів. Нагальна потреба в управлінні резервами через запозичення (R1) та коригування рівня резервів (B3) може домінувати в міру того, як система стабілізується від початкового стану. На початку система зосереджується на нагальних потребах, таких як запозичення для задоволення попиту на імпорт. Цей цикл є домінуючим, оскільки він вирішує проблему початкового виснаження резервів через імпорт. Коли запозичення починають здійснюватися і початкові потреби в

резервах, пов'язані з імпортом, задовольняються, система зміщує фокус на стабілізацію рівня резервів, вносячи корективи для подолання розриву між бажаними та фактичними резервами.

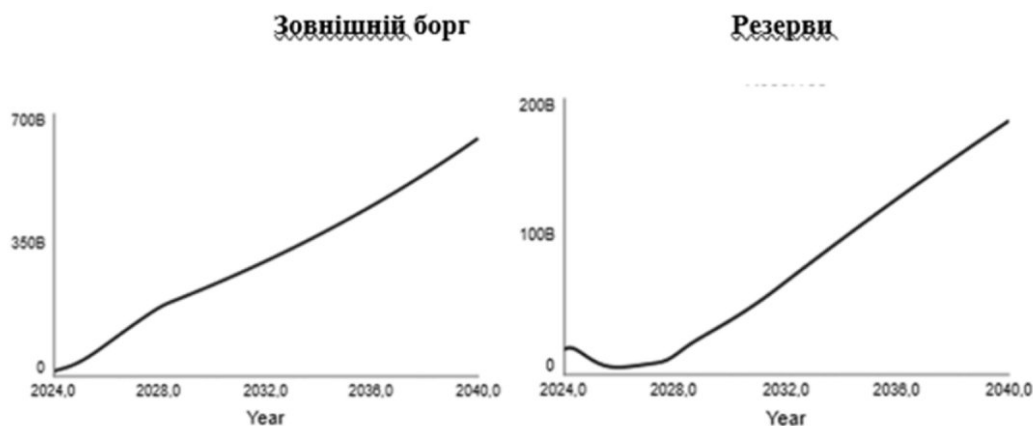


Рисунок 2.6. Результати динаміки зовнішнього боргу та резервів

Домінантна петля 2002-2004: R2 (Управління боргом та резервами). З розвитком системи взаємозв'язок між зовнішнім боргом, запозиченнями та управлінням резервами набуває вирішального значення. Фокус зміщується на збалансування витрат на обслуговування боргу з рівнем резервів, акцентуючи увагу на циклі запозичень і погашення боргу. Здійснивши початкове коригування резервів, система тепер має справу зі зростаючою проблемою управління зовнішнім боргом і резервами. Зростаючі витрати на обслуговування боргу вимагають подальших запозичень, роблячи цей цикл домінуючим. З часом постійні запозичення та зусилля з управління боргом посилюють домінування цього циклу як основного рушія системної динаміки.

Домінантна петля 2005-2006: R4 (Фокус на економічному здоров'ї економіки). Зростання резервів та збільшення боргу впливають на загальний стан економіки. Довіра інвесторів та обмінний курс починають відігравати більш важливу роль. Система пристосовується до підтримки економічної стабільності та управління

витратами на імпорт. Зі зростанням резервів система стикається з новими викликами, такими як зростання вартості імпорту та загального боргу, що впливають на економічний стан та довіру інвесторів. Зворотний зв'язок між цими факторами стає вирішальним. Фокус системи зміщується на збалансування зростання резервів з підтриманням економічного здоров'я, що робить цей цикл домінуючим.

Домінантна петля 2007: В4: Зростання резервів під впливом експорту. Система починає стабілізуватися завдяки зростанню резервів під впливом експорту. Зворотний зв'язок між зовнішнім боргом, економічним здоров'ям та експортом стає помітним, при цьому основна увага приділяється зменшенню потреб у запозиченнях за рахунок збільшення експорту та підвищення рівня резервів. Коли система починає стабілізуватись, зростання резервів, зумовлене експортом, набуває пріоритетного значення. Взаємозв'язок між зростанням зовнішнього боргу, покращенням економічного здоров'я та збільшенням експорту стає ключовим. Коли система починає стабілізуватись, зростання резервів, зумовлене експортом, набуває першочергового значення. Взаємодія між зростанням зовнішнього боргу, покращенням економічного стану та збільшенням експорту стає ключовою. Цикл, орієнтований на покращення економічного здоров'я та зменшення запозичень за рахунок збільшення експорту, стає домінуючим.

Домінантна петля 2008-2010: R3 (стимульоване зростання резервів). Посилюється цикл зростання резервів за рахунок експорту та сприятливого обмінного курсу. У цей період значні надходження іноземної валюти сприяють зростанню резервів, створюючи цикл позитивного зворотного зв'язку. Тепер система акцентує увагу на підтримці зростання резервів за рахунок сприятливого обмінного курсу та конкурентоспроможного експорту. Це створює посилюючий цикл нарощування резервів. Позитивний зворотний зв'язок між експортом, валютними надходженнями та зростанням резервів робить цей цикл домінуючим.

Домінуюча петля 2011-2030: В1 (Стабільність обмінного курсу). Протягом більшої частини періоду моделювання система фокусується на підтримці стабільного обмінного курсу. Оскільки інші петлі стабілізували рівень резервів та боргу,

обмінний курс стає вирішальним фактором для забезпечення довгострокової економічної стабільності. Балансова петля підтримує рівновагу, пом'якшуючи коливання і сприяючи стійкому зростанню. Коли резерви та рівень боргу стабілізуються, фокус зміщується на підтримку стабільного обмінного курсу. Цей цикл балансування стає домінуючим, забезпечуючи довгострокову економічну стабільність. Потреба у стабільному обмінному курсі стає першочерговим завданням, відсуваючи на другий план інші петлі в міру того, як система дозріває.

Кожна петля представляє специфічні механізми зворотного зв'язку, які стають більш або менш впливовими залежно від стану системи. Наприклад, на початковому етапі домінують нагальні потреби, такі як запозичення для імпорту, але в міру їх задоволення на перший план виходять довгострокові проблеми, такі як управління боргом та економічне здоров'я. Чутливість системи до ключових змінних, таких як зовнішній борг, резерви та обмінний курс, змінюється з часом. Зміна однієї змінної може зменшити вплив однієї петлі, водночас збільшуючи вплив іншої.

Зміна домінуючих петель вказує на зміну пріоритетів та викликів в економічній системі з плином часу. Спочатку основна увага приділяється управлінню нагальними резервними потребами та стабілізації системи. З розвитком моделювання увага зміщується на збалансування боргу та резервів, підтримання економічного здоров'я і, зрештою, досягнення довгострокової стабільності обмінного курсу. Ці зміни відображають динамічну взаємодію між різними економічними факторами та необхідність адаптації стратегій до нових викликів і можливостей, що виникають на різних етапах періоду моделювання.

Політичні рішення та зовнішні фактори (торговельна політика) можуть змінювати відносну важливість різних петель. Наприклад, фокус на стимулюванні експорту може посилити домінування петлі, пов'язаної зі зростанням резервів за рахунок експорту. Аналіз підкреслює важливість стимулювання експорту та управління імпортом для підтримання належного рівня резервів і контролю над зовнішнім боргом. Було зосереджено увагу на стратегіях, які покращують торговельний баланс та оптимізують умови запозичень.

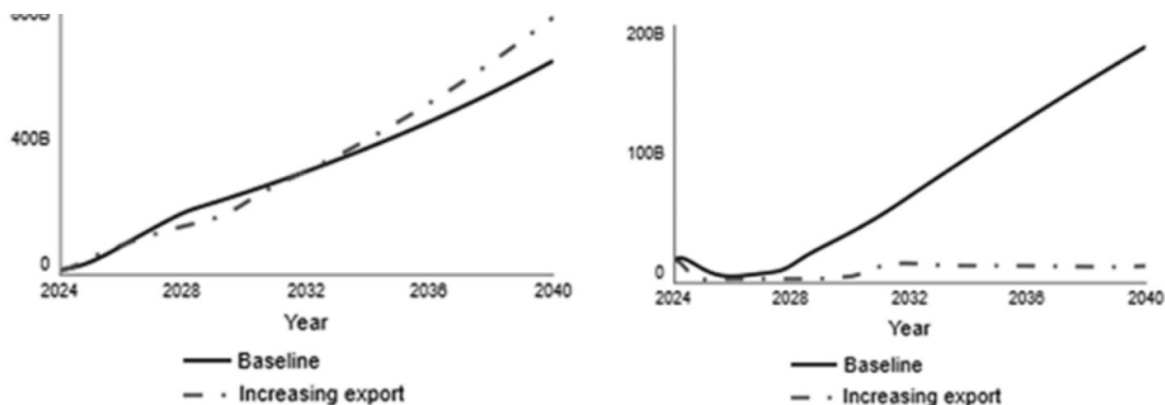


Рисунок 2.7. Результати тестування при збільшенні експорту

Як бачимо, спочатку подвоєння експорту не мало жодного ефекту, але з 2028 по 2032 рік борг, як очікується, зменшуватиметься до 2031 року. Початкова відсутність ефекту може бути пов'язана з часом, необхідним для того, щоб збільшені доходи від експорту перетворилися на економічні вигоди. Це включає час, необхідний для того, щоб додаткові доходи від експорту пройшли через економіку, збільшили державні доходи та вплинули на потребу в запозиченнях. Вищі доходи від експорту надають уряду більше коштів для обслуговування існуючого боргу, зменшуючи потребу в подальших запозиченнях. При подвоєнні експорту покращується торговельний баланс, що сприяє зміцненню національної валюти та зменшенню витрат на обслуговування боргу.

Після 2031 року зовнішній борг знову почне зростати. Державні видатки на обслуговування боргу можуть зрости, що призведе до збільшення запозичень, незважаючи на зростання експорту. Боргові зобов'язання, термін погашення яких настає, можуть потребувати рефінансування, що призведе до збільшення запозичень навіть за умови зростання експортних надходжень. На початковому етапі зростання експорту не суттєво змінює динаміку резервів, оскільки додаткові доходи можуть бути нівельовані зростанням видатків на обслуговування зовнішнього боргу.

Резерви значно скоротились і ця тенденція продовжується. Зростання експортних надходжень може бути спрямоване на обслуговування зовнішнього боргу, особливо під час фази скорочення боргу (2028-2031 роки). Таке відволікання не дозволить цим коштам сприяти накопиченню резервів.

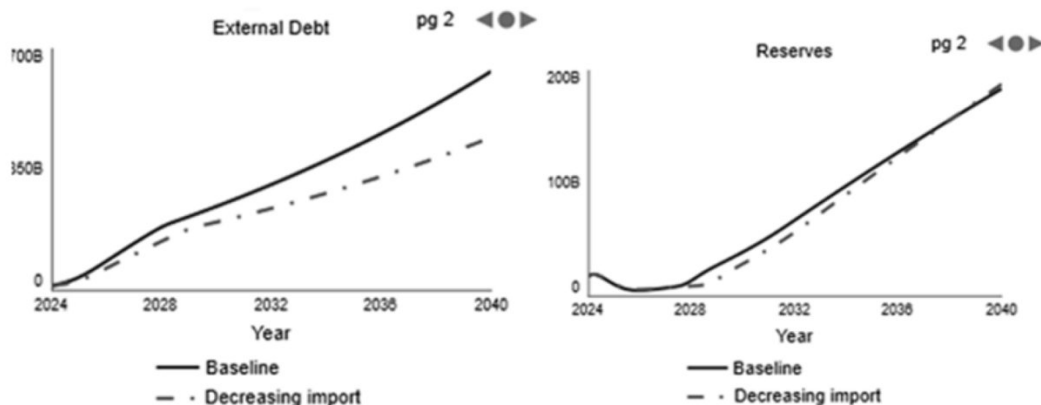


Рисунок 2.8. Результати тестування при зменшенні імпорту

Також було перевірено вплив скорочення імпорту вдвічі, і результати показали, що борг та резерви спочатку зменшаться. У 2036 році ми можемо побачити відновлення і початок слідування базовому тренду. Початкове зниження резервів може бути пов'язане з періодом пристосування, коли економіка адаптується до нового рівня імпорту. До 2026 року економіка пристосується до нижчого рівня імпорту. Зменшення відтоку іноземної валюти на імпорт дозволяє резервам стабілізуватися і відновитися. Зрештою, резерви вирівнюються з базовим трендом, що свідчить про те, що новий рівень імпорту був ефективно інтегрований в економічну систему.

Політика скорочення імпорту вдвічі демонструє свою ефективність в управлінні зовнішнім боргом та резервами. Результати показують повільніше зростання зовнішнього боргу завдяки зменшенню відтоку іноземної валюти та тимчасовому падінню, за яким послідувало відновлення резервів. Цей результат підкреслює важливість управління рівнем імпорту для збалансування фінансових потреб країни та підтримки економічної стабільності.

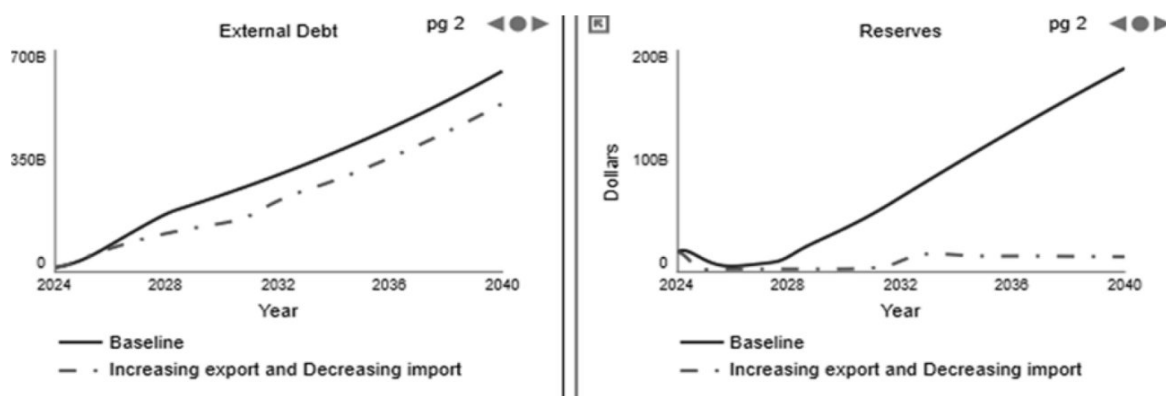


Рисунок 2.9. Результати тестування при збільшенні експорту та зменшенні імпорту

Збільшення валютних надходжень від експорту може бути спрямоване на обслуговування та скорочення зовнішнього боргу. Хоча це сприяє зниженню рівня боргу, це водночас вичерпує резерви, оскільки кошти спрямовуються на виплату боргу, а не заощаджуються. Збільшення доходів від експорту та скорочення витрат на імпорт дозволяють ефективніше обслуговувати та погашати борг, що призводить до зменшення зовнішнього боргу.

Політика подвоєння експорту та скорочення імпорту вдвічі демонструє збалансований та стратегічний підхід до управління зовнішнім боргом та золотовалютними резервами. Збільшення валютних надходжень від експорту в поєднанні зі скороченням витрат на імпорт призводить до зменшення зовнішнього боргу, оскільки країна ефективно управляє своїми запозиченнями і погашає їх. Однак резерви значно скорочуються. Ця політика не дуже придатна для реалізації.

В цілому у моделі є багато обмежень, оскільки не враховано багато зовнішніх факторів, які є важливими для моделі. Наприклад, зміни в бюджетному балансі, внутрішньому боргу, інших економічних показниках або зміни на світовому валютному ринку. Через обмеженість у часі, модель не включає багато важливих факторів, які мають вирішальне значення для всебічного представлення проблеми зростаючого державного боргу. Хоча ці фактори є важливими для поглибленого аналізу, обмежені часові рамки зумовили необхідність зосередитися на найбільш важливих елементах.

Включення додаткових факторів, таких як внутрішній державний борг, бюджетний баланс та детальні економічні показники, вимагало б значного збору та аналізу даних. Складність інтеграції цих факторів у модель значно збільшила б час, необхідний для валідації та тестування. Майбутні ітерації моделі можуть бути розширені за рахунок включення цих додаткових факторів, що забезпечить більш детальний аналіз у міру того, як з'явиться більше часу і ресурсів. В існуючій літературі часто підкреслюється важливість зосередження на ключових змінних для збереження простоти і керованості моделі, але при цьому надання цінної інформації.

На основі отриманих результатів та загального аналізу можна зробити висновок, що скорочення імпорту вдвічі є найбільш підходящою політикою для управління зовнішнім боргом та резервами. Політика скорочення імпорту вдвічі спочатку призводить до зменшення резервів, оскільки економіка пристосовується до нового рівня імпорту. Однак це тимчасовий етап. Як тільки економіка стабілізується, резерви починають відновлюватись і слідує тенденції, подібній до базового сценарію. Нижчі витрати на імпорт сприяють зменшенню потреб у запозиченнях, що дозволяє краще управляти боргом і здійснювати його погашення.

РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ТА ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

3.1. Порівняльний аналіз підходів до управління державним боргом у різних країнах

Управління державним боргом - це важлива частина економічної політики, яка допомагає забезпечити стабільність економіки та фінансової системи. Україна, як і багато інших країн, стикалася з викликами управління державним боргом впродовж років. Проте, особливо в період війни управління державним боргом стало ще більш важливим аспектом, коли потрібно формувати інноваційні підходи керування боргом в умовах війни.

У зв'язку з цим, аналіз досвіду інших країн у цій сфері є надзвичайно важливим аспектом для України. Перегляд успішних стратегій, методів управління ризиками, механізмів моніторингу та прогнозування боргу і співпраці з міжнародними фінансовими організаціями може надати цінний контекст для розроблення ефективних політик і заходів управління борговим навантаженням для України.

У цьому контексті досвід інших країн управління державним боргом може стати цінним джерелом уроків та стратегій для України. Аналізуючи підходи та інструменти, що успішно застосовуються в інших державах, ми можемо виявити ті методи, які найбільш ефективно сприяють зниженню боргового навантаження, збереженню фінансової стабільності та прискоренню економічного зростання.

У цьому підрозділі, насамперед, буде розглянуто деякі ключові аспекти управління державним боргом в різних країнах, які можуть мати важливе значення для України. Хоч ситуація в Україні є унікальною, з якою не стикалися інші країни, але необхідно здійснювати моніторинг досвіду інших країн для визначення можливих оптимальних шляхів покращення управління державним боргом, які сприятимуть стабілізації фінансової ситуації в країні.

У різних країнах використовуються різні підходи до управління боргом, залежно від економічних умов, структури боргу та політичних стратегій. Ось кілька загальних підходів:

- Випуск державних цінних паперів, таких як облігації для залучення коштів на фінансування боргу. Це дозволяє залучати внутрішні та зовнішні ресурси.
- Погашення старих боргів за рахунок нових запозичень. Це дає можливість країнам уникати дефолту, підтримуючи платоспроможність.
- Використання фінансових інструментів, таких як хеджування, допомагає зменшити ризики, пов'язані з валютним курсом і відсотковими ставками.
- Створення спеціальних фондів для погашення боргу.
- Зменшення державних витрат і збільшення доходів через реформи оподаткування або оптимізацію витрат.
- Співпраця із міжнародними організаціями, такими як МВФ або Світовий банк, щоб отримати фінансову підтримку чи реструктуризацію боргу [10, 59].

Ефективне управління державним боргом є ключовою умовою для підтримання макроекономічної стабільності та забезпечення стійкого економічного зростання. Кожна країна застосовує власний набір інструментів, стратегій та практик залежно від економічного стану, політичного устрою та соціальних обставин.



Рисунок 3.1. Розповсюдженні стратегії управління боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [5, 12, 23, 25, 32, 37, 38, 40, 42, 59, 76, 79]

Багато країн сприяють розвитку та підтримці ефективних первинних і вторинних ринків внутрішніх державних цінних паперів як важливої додаткової мети управління боргом. У короткостроковій перспективі урядам, можливо, доведеться погодитися з вищими витратами на запозичення, оскільки вони прагнуть розвивати внутрішній ринок своїх цінних паперів. Однак більшість урядів готові йти на такі витрати, оскільки очікують, що з часом вони будуть винагороджені нижчими витратами на запозичення, оскільки внутрішній ринок стане більш зрілим і ліквідним по всій кривій дохідності.

У свою чергу, це також має допомогти їм досягти менш ризикованого боргового портфеля, оскільки добре функціонуючий внутрішній ринок дозволить їм випускати більшу частку боргу у вигляді довгострокових цінних паперів з фіксованою ставкою, деномінованих у національній валюті, і таким чином зменшити процентні, валютні та пролонгаційні ризики боргового портфеля. Наприклад, такі країни, як Бразилія, Ямайка, Марокко та Південна Африка, зосередили увагу на необхідності розвитку внутрішнього боргового ринку як засобу зменшення залежності від зовнішніх джерел фінансування. І навіть тоді, коли ця мета прямо не включена до переліку цілей управління боргом, на практиці боргові менеджери відіграють активну роль у розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Розвиток ринку державних цінних паперів може також сприяти стимулюванню розвитку внутрішніх ринків приватних цінних паперів. Наприклад, в Японії розвиток вторинного ринку державних цінних паперів вважається важливим завданням для управління боргом, оскільки цей ринок, завдяки низькому кредитному ризику, слугує основою для внутрішніх фінансових ринків і є найактивнішим сегментом внутрішнього ринку облігацій та боргових зобов'язань, на якому здійснюється торгівля.

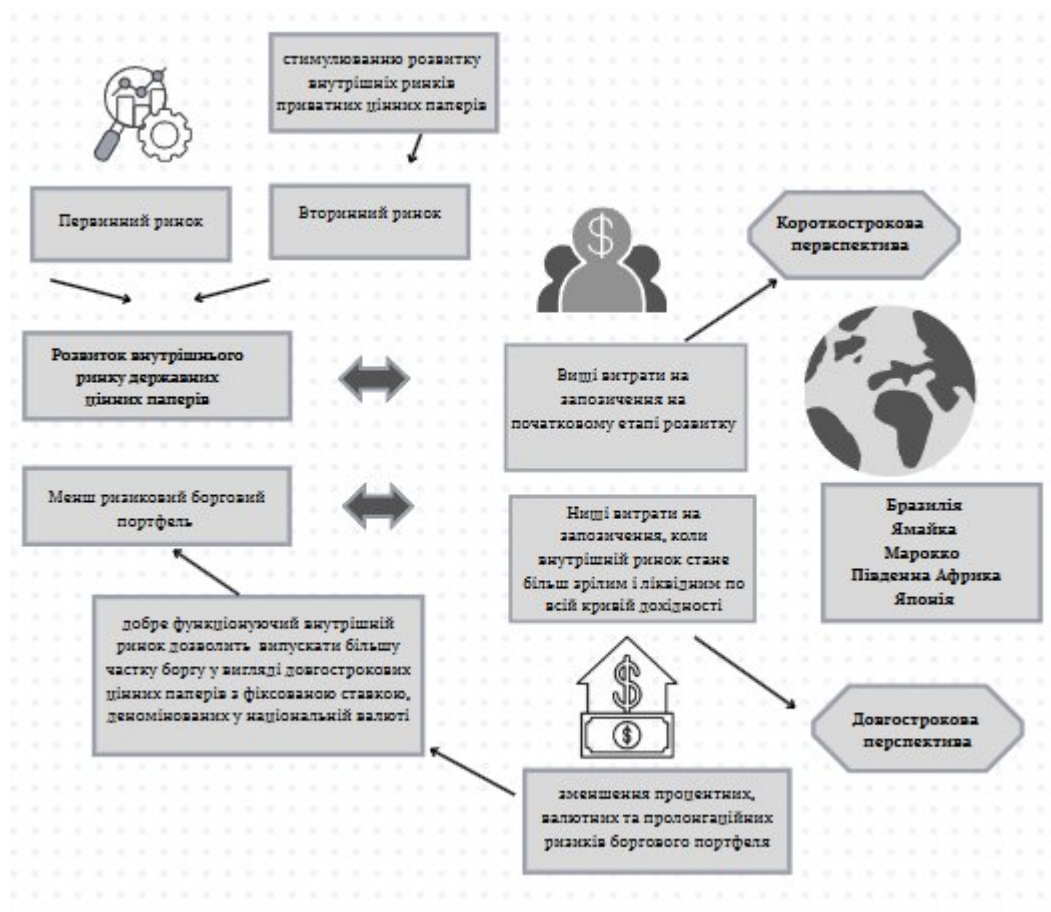


Рисунок 3.2. Схематичне відображення розвитку внутрішнього ринку

Джерело: Складено автором за даними джерел [3, 6, 8, 9, 10, 23, 24, 32, 33, 37, 59,76]

Індустріальні країни досягли найбільшого прогресу у відокремленні цілей та підзвітності управління боргом від цілей монетарної політики, та запровадженні відповідних механізмів обміну інформацією між борговими менеджерами та центральним банком щодо державних грошових потоків. Це найбільш очевидно для тих країн, які є членами Європейського економічного і валютного союзу (ЄЕВС), оскільки монетарна політика проводиться Європейською системою центральних банків (ЄСЦБ), а управління боргом здійснюється національними органами влади, таким чином мінімізуючи ризик можливих конфліктів інтересів між управлінням боргом та монетарною політикою.

Положення Маастрихтського договору, які забороняють урядам брати позики у національних центральних банків, та боргові ліміти, які сприяють підтримці боргу на прийнятному рівні, посилюють відокремлення управління боргом від монетарної

політики в Європейській валютній системі (ЄВС). Крім того, існують відповідні механізми обміну інформацією для забезпечення національних центральних банків необхідною інформацією про потоки ліквідності їхніх урядів, щоб вони та Європейський центральний банк могли спільно працювати над управлінням обсягом ліквідності, що циркулює в євросистемі. Наприклад, в Італії боргові менеджери італійського казначейства постійно відстежують і складають прогнози очікуваних державних грошових потоків, беручи до уваги звичайні щорічні циклічні моделі доходів і видатків.

Брак незалежності центрального банку та відсутність добре розвинених внутрішніх ринків ускладнюють відлучення уряду від кредитів центрального банку. Це також ускладнює розмежування цілей управління боргом і монетарної політики, оскільки обидва види діяльності часто мають покладатися на одні й ті ж ринкові інструменти і змушені працювати на короткому кінці кривої дохідності.

Багато країн, таких як Польща, також зіткнулися з труднощами у прогнозуванні державних доходів і видатків та створенні належних механізмів координації та обміну інформацією між міністерством фінансів і центральним банком. Тим не менш, деякі країни зробили важливі кроки у напрямку забезпечення належної координації між управлінням боргом і монетарною політикою. Наприклад, у Бразилії та Колумбії боргові менеджери та керівники центральних банків регулярно зустрічаються для обміну інформацією та розробки прогнозів поточних і майбутніх потреб уряду в ліквідності.

У Словенії центральний банк має можливість заздалегідь коментувати річну програму фінансування, що міститься у фіскальних документах, а уряду законодавчо заборонено брати позики безпосередньо у центрального банку. Крім того, згідно з офіційною угодою, Міністерство фінансів Словенії надає центральному банку регулярно оновлювані прогнози поточних грошових потоків усіх державних доходів і видатків на одно- та тримісячний горизонт. Посадовці обох установ також регулярно зустрічаються, щоб обмінятися інформацією про технічні деталі реалізації їхніх відповідних політик.

В Індії необхідна координація між управлінням боргом, фіскальною та монетарною політикою досягається шляхом проведення різних регулярних нарад у центральному банку, а також шляхом регулярних обговорень між працівниками центрального банку та Міністерства фінансів щодо фіскальної ситуації в уряді та її наслідків для потреб у запозиченнях.

Крім того, посадові особи, відповідальні за управління боргом, беруть участь у щомісячних нарадах з питань стратегії монетарної політики, а також у щорічних передбюджетних заходах, спрямованих на забезпечення узгодженості між монетарною та фіскальною програмами.

Однак влада Індії вважає, що формальне відокремлення управління боргом від монетарної політики в майбутньому залежатиме від розвитку внутрішніх фінансових ринків, досягнення реального контролю над бюджетним дефіцитом та законодавчих змін. У Марокко Департамент казначейства та зовнішніх фінансів, який відповідає за управління боргом, бере активну участь у визначенні орієнтирів бюджетного закону, зокрема, рівня бюджетного дефіциту та ресурсів для його покриття.

Запровадження відповідних, чітко сформульованих цілей управління боргом є важливим кроком, який може здійснити будь-яка країна, незалежно від стану її економічного та фінансового розвитку. Дійсно, останніми роками багато країн запровадили цілі, які прямо вказують на необхідність управління ризиками, а також досягнення низької вартості фінансування для уряду, або, принаймні, чітко визначають, що увага приділяється витратам у середньо- та довгостроковій перспективі, щоб у боргових менеджерів не виникало спокуси досягти короткострокової економії на обслуговуванні боргу за рахунок прийняття небезпечних боргових структур, які наражають їх на вищий ризик суверенного дефолту.

Виділення в цілях компромісу між витратами та ризиками може бути корисним способом закріплення подальших дискусій щодо стратегії управління боргом та виконання рішень про запозичення. Обставини в країні, такі як стан внутрішніх фінансових ринків та ступінь незалежності центрального банку, відіграють важливу

роль у визначенні кола питань, що належать до сфери управління боргом, а також ступеня розмежування цілей та інструментів грошово-кредитної політики і боргового менеджменту.

Координація між функціями управління бюджетом та управління боргом має вирішальне значення. Це особливо стосується країн з перехідною економікою та країн, що розвиваються, де брак спроможності точно прогнозувати потоки державних доходів та видатків означає, що координація потреб уряду в ліквідності та щоденних грошових потоків має бути частою та добре структурованою.

Особливо для країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються, важливо мати добру координацію між радниками з питань фіскальної політики та функцією управління боргом. Роль боргових менеджерів тут полягає в тому, щоб донести свою точку зору не лише на витрати та ризики, пов'язані з потребами у державному фінансуванні, але й на погляди фінансового ринку щодо прийнятності рівня державного боргу.

У багатьох промислово розвинутих країнах цілі управління боргом, а також ролі та обов'язки відповідних інституцій чітко визначені в законах, що регулюють діяльність з управління боргом. Ця інформація також часто публікується у щорічних звітах, які готують органи управління боргом, та на офіційних веб-сайтах.

У Марокко міністр економіки та фінансів оголошує цілі управління боргом щороку на щорічній прес-конференції, тоді як Словенія оголошує цілі та інструменти управління боргом у щорічній Фінансовій програмі та інших програмних документах, які доступні на урядових веб-сайтах. Цільові показники Бразилії оприлюднюються у щорічній програмі запозичень уряду, яка також містить всебічний огляд діяльності з управління боргом та фінансового стану уряду.

В багатьох країнах діяльність з управління боргом щорічно перевіряється окремим урядовим органом, який звітує про свої висновки перед парламентом. Також країни проводять щорічний аудит управління державним боргом, та регулярні зовнішні незалежні перевірки. В Ірландії річна звітність перевіряється державним аудитором (Контролером і Генеральним аудитором). Також ірландське агентство з

управління боргом залучає велику міжнародну аудиторську фірму для проведення внутрішнього аудиту всіх даних, систем і засобів контролю. У Данії державний аудитор (Генеральний аудитор) здійснює аудит управління державним боргом за допомогою відділу внутрішнього аудиту центрального банку.

Повноваження на здійснення запозичень зазвичай обмежуються або лімітом запозичень, вираженим у чистому чи валовому вираженні, або положенням щодо мети запозичень. Найпоширенішою схемою є те, що парламент встановлює річний ліміт у зв'язку із затвердженням фіскального бюджету, який потім функціонує як засіб контролю за надходженням коштів до бюджету. За допомогою «цільового» застереження мандат обмежується певними цілями запозичень, основними з яких є фінансування бюджетного дефіциту та рефінансування існуючих зобов'язань.

На практиці парламент має значний контроль над боргом, навіть коли запозичення обмежені певними цілями. Основною метою завжди є покриття бюджетного дефіциту, на який парламент впливає, затверджуючи видатки та податкові надходження, що містяться в бюджеті. Якщо дефіцит значно відхиляється від запланованого в бюджеті, парламент може втрутитися в ситуацію або протягом бюджетного року, або шляхом внесення змін до бюджету на наступні бюджетні роки.

Прикладом законодавчо встановлених обмежень державного боргу є Польща, яка є потенційним членом Європейського валютного союзу і включила до своєї Конституції вимогу про те, що загальний державний борг, збільшений на суму очікуваних виплат за гарантіями, не повинен перевищувати 60 відсотків ВВП, тобто граничного рівня боргу, передбаченого Маастрихтським договором. Данія та Сполучені Штати є прикладами інших країн, які також мають законодавчі обмеження на обсяг непогашеного боргу.

Крім того, було визнано, що в минулому відсутність чітких цілей і слабкі механізми управління призводили до політичного тиску, змушуючи зосередитися на досягненні короткострокової економії на обслуговуванні боргу за рахунок того, що борговий портфель залишався вразливим до ризику зростання витрат на обслуговування боргу в майбутньому.

У Швеції, наприклад, орієнтири встановлюються щороку Радою міністрів і визначають цільові показники обсягу боргу в іноземній валюті - боргу, прив'язаного до інфляції, та номінального боргу в національній валюті. Вони також вказують на бажаний урядом середній термін погашення загального номінального боргу, структуру погашення загального боргу та правила оцінки управління боргом.

У Португалії, яка також має окреме боргове агентство, керівні принципи визначаються трьома різними рішеннями. По-перше, міністр фінансів встановлює довгострокові орієнтири для структури боргового портфеля. Вони відображають вибрані цілі щодо тривалості, валютного ризику та ризику рефінансування і використовуються для оцінки вартості та ефективності боргового портфеля. По-друге, уряд щорічно визначає, які боргові інструменти будуть використовуватися та їх відповідні ліміти валового боргу. Нарешті, міністр фінансів щорічно затверджує керівні принципи для конкретних операцій, таких як викуп боргу; репо; стратегію емісії з точки зору інструментів, строків погашення, термінів і процедур розміщення; заходи щодо маркетингу боргу; відносини з первинними дилерами та іншими фінансовими посередниками.

Обґрунтування різних організаційних структур відрізняється в різних країнах. Наприклад, хоча Велика Британія та Данія делегують управління валютним боргом та валютними резервами центральному банку, вони застосовують різні підходи до управління внутрішнім боргом. Велика Британія, яка передала функції управління внутрішнім боргом від центрального банку борговому агентству, вважає, що важливо мати окремі цілі для монетарної політики та управління внутрішнім боргом, щоб зменшити будь-яке сприйняття того, що управління боргом може отримати вигоду від інсайдерської інформації про майбутню динаміку процентних ставок.

Данія, яка передала функції управління боргом від Міністерства фінансів до центрального банку, встановила суворі правила фінансування між управлінням боргом і монетарною політикою і виявила, що перехід до центрального банку допоміг централізувати збереження знань про більшість аспектів фінансових ринків в межах одного органу.

Ірландія та Португалія, які створили окремі боргові агентства, підкреслили необхідність залучення та утримання персоналу з відповідними навичками та централізації всіх функцій з управління боргом в одній установі. Швеція, де було засновано окреме боргове агентство, зазначає, що це було зумовлено історичними причинами, а також тим, що система забезпечує чіткий розподіл обов'язків між зацікавленими сторонами.

У Новій Зеландії було створено підрозділ у структурі Міністерства фінансів (NZDMO) замість окремого боргового агентства. На додаток до прогнозів щодо обслуговування боргу для бюджету та інших фіскальних виплат, NZDMO надає низку консультацій з питань ринків капіталу іншим підрозділам Казначейства.

Роль парламенту або конгресу в управлінні боргом, окрім делегування повноважень на здійснення запозичень, відрізняється в різних країнах. У Швеції, наприклад, парламент визначив мету управління боргом центрального уряду в законі, а Рада міністрів зобов'язана надсилати щорічний звіт до парламенту з оцінкою управління боргом.

У Мексиці Конгрес затверджує річний ліміт чистих зовнішніх і внутрішніх запозичень, а також боргову стратегію. Наприкінці року Конгрес Мексики через свою аудиторську організацію розглядає рахунки та інші конкретні питання, які цікавлять його членів. В Ірландії та Сполученому Королівстві виконавчий директор боргового агентства звітує безпосередньо перед парламентом під час представлення звітності.

Португалія є прикладом стратегії зниження операційного ризику. При створенні португальського боргового агентства аналіз операційного ризику призвів до прийняття організаційної структури, заснованої на стандарті фінансової галузі, що включає фронт-, мідл- та бек-офіси з чітко розмежованими функціями та обов'язками. З тих пір вона перебуває в центрі уваги завдяки трьом основним ініціативам, а саме: значним інвестиціям в інформаційні технології (ІТ) (включаючи придбання управлінської інформаційної системи), розробці посібника з внутрішніх операційних процедур і, нарешті, залученню та утриманню спеціалізованих експертів.

Проте створення окремого боргового агентства має супроводжуватися сильними механізмами внутрішнього управління, підзвітності та прозорості, щоб гарантувати, що агентство працює так, як очікується, і несе відповідальність за рішення, що належать до його компетенції. Це не означає, що кожна країна повинна мати окреме боргове агентство. Поширеним аргументом на користь підпорядкування боргового агентства міністерству фінансів є важливість збереження ключових зв'язків з іншими підрозділами уряду, такими як бюджетна та фінансова політика.

Особливо в країнах з менш розвиненими фінансовими ринками координація політики управління боргом з фінансовою та монетарною політикою є настільки важливою, що централізація відповідальності в міністерстві фінансів або центральному банку часто має сенс. Більше того, навіть за умови відокремлення, боргове агентство завжди звітує перед радою міністрів (кабінетом міністрів) або міністерством фінансів, які приймають рішення щодо стратегії управління боргом та оцінюють роботу боргового агентства.

Найпоширенішими методами зниження ризику пролонгації, пов'язаного з великими цінними паперами-орієнтирами, є операції з викупу або обміну облігацій поблизу дати їх погашення. Країни зазвичай коригують фінансові характеристики своїх боргових портфелів, змінюючи структуру цінних паперів, випущених у рамках програм запозичень, або викупуваючи цінні папери до настання строку їх погашення та замінюючи їх новими, які краще відображають їх співвідношення вартості та ризику.

Стратегії управління боргом, яких дотримуються країни, як правило, відображають їхні конкретні обставини та власний аналіз ризиків, пов'язаних з їхніми борговими портфелями. Тому не дивно, що стратегії, які застосовуються в різних країнах, суттєво відрізняються. Однак одним з елементів, який, як видається, є спільним для всіх країн, незалежно від стадії їхнього розвитку, є зосередження на розвитку або, головним чином, підтримці ефективності внутрішнього боргового ринку як засобу зменшення надмірної залежності від короткострокових і прив'язаних до іноземної валюти запозичень.

Вагомим аспектом, що заслуговує на увагу, є перехід до використання системи управління активами та пасивами (ALM) для оцінки ризиків і вартості боргу та визначення відповідної структури боргу. Особливо для країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються, рівень боргу та обґрунтованість макроекономічної політики є важливими факторами, що обмежують свободу дій, яку мають країни у визначенні та реалізації своїх стратегій управління боргом. Щодо рівня боргу, то вирішальними факторами є здатність центрального уряду генерувати податкові надходження та заощадження, а також його чутливість до зовнішніх шоків.

Механізм, який використовується для компромісу між очікуваними витратами та ризиками в борговому портфелі, відрізняється в різних країнах. Більшість з них використовують досить прості моделі, засновані на детермінованих сценаріях і судженнях. Однак у багатьох країнах розробляються нові моделі ризиків. Лише деякі з них (Бразилія, Данія, Колумбія, Нова Зеландія та Швеція) використовують стохастичне моделювання. Наприклад, Нова Зеландія розробила стохастичну імітаційну модель, щоб покращити своє розуміння компромісу між вартістю/ризиком, пов'язаним з різними структурами портфеля внутрішнього боргу.

Більшість країн також використовують стрес-тестування як засіб оцінки ринкових ризиків у борговому портфелі та надійності різних стратегій випуску боргових зобов'язань. Стрес-тестування особливо важливе для оцінки боргової стійкості. Більшість країн оцінюють вартість на основі грошових потоків у середньостроковій та довгостроковій перспективі. Це полегшує аналіз боргу з точки зору його впливу на бюджет.

Ризик, як правило, вимірюється з точки зору потенційного збільшення витрат внаслідок фінансових та інших потрясінь. Деякі країни, такі як Бразилія, Португалія та Швеція, експериментують з такими показниками, як співвідношення витрат до ВВП, або концепціями, такими як VaR, щоб відобразити явне включення спільного аналізу боргу та ВВП або бюджетних потоків до шоків.

Чотири країни (Бразилія, Колумбія, Данія та Нова Зеландія) використовують моделі «під ризиком» для кількісної оцінки ринкових ризиків. Наприклад, Колумбія

використовує модель «борг - віще-ризик» (DsaR) для кількісної оцінки максимальної вартості обслуговування боргового портфеля з 95-відсотковою ймовірністю. Методологія враховує вплив різних ринкових змінних, таких як відсоткові ставки, обмінні курси та ціни на товари (24,5% боргу індексуються).

Для управління вартістю/ризиком боргового портфеля середній офіс щомісяця готує звіт про альтернативні варіанти фінансування на основі аналізу DsaR. У цьому звіті порівнюється вартість очікуваного сценарію зі сценарієм 95-відсоткового ризику для кожної з різних альтернатив фінансування. Данія використовує модель «вартість під ризиком» (CaR) для кількісної оцінки процентного ризику шляхом моделювання різних процентних сценаріїв. Модель аналізує різні стратегії, такі як стратегія емісії, обсяг викупу та цільова дюрація.

Ірландія, Нова Зеландія, Португалія та Швеція активно управляють своїми борговими портфелями з метою отримання прибутку від очікуваних змін відсоткових ставок та обмінних курсів. Більшість країн вжили заходів для підвищення прозорості аукціонного процесу на внутрішньому ринку, щоб зменшити рівень невизначеності на первинному ринку та досягти нижчої вартості запозичень.

Більшість країн заздалегідь оголошують свої плани запозичень та графіки проведення аукціонів, щоб потенційні інвестори могли заздалегідь скоригувати свої портфелі, щоб звільнити місце для нових випусків державних цінних паперів, а правила та положення, що регулюють проведення аукціонів, а також ролі та обов'язки первинних дилерів, оприлюднюються, щоб учасники ринку повністю розуміли правила гри.

Також деякі країни підтримують активну програму зв'язків з інвесторами, в рамках якої вони проводять регулярні зустрічі з основними учасниками ринку для обговорення потреб у державному фінансуванні та розвитку ринку, а також вивчають шляхи вдосконалення первинного ринку. Така програма, з відповідним персоналом та публічною присутністю, виявилася дуже корисною для допомоги країнам в управлінні боргом у часи стресу та в донесенні інформації про економічну та фінансову політику уряду до внутрішніх та зовнішніх кредиторів. Наприклад, влада

Південної Африки реалізує програму зв'язків з інвесторами, в рамках якої посадові особи, відповідальні за управління боргом, проводять роуд-шоу для зустрічей з інвесторами, первинними дилерами та іншими фінансовими установами, пояснюючи їм зміни на південноафриканському ринку та у сфері державних фінансів.

Аналогічно, програми зв'язків з інвесторами в Японії та Данії дозволяють менеджерам боргу підтримувати регулярні та тісні контакти з фінансовим співтовариством. В обох країнах це вважається важливим каналом для покращення розуміння інвесторами фінансової ситуації в державі та операцій з управління боргом, і таким програмам надається високий пріоритет у діяльності з управління боргом у цих країнах. Учасники ринку в обох країнах мають можливість під час регулярних зустрічей з посадовцями, відповідальними за управління боргом, обговорити питання управління державним боргом, включаючи потенційну потребу у змінах або запровадженні нових фінансових інструментів.

Тим не менш, досвід розвитку цих ринків у багатьох країнах свідчить про важливість наявності надійної макроекономічної та фіскальної політики, щоб інвестори були готові тримати державні цінні папери, не боячись, що їхні інвестиційні прибутки несподівано знизяться через інфляцію або проблеми з борговою стійкістю [59].

Країни, які прагнуть розвивати свої внутрішні ринки, повинні також враховувати, що спроби розвинути ринок державних цінних паперів через криву дохідності можуть спричинити певні короткострокові витрати для урядів, оскільки боргові менеджери прагнуть розширити базу інвесторів для своїх цінних паперів. Наприклад, крива дохідності може бути дуже крутою внаслідок слабких макроекономічних умов, і в деяких ситуаціях вплив на боргову стійкість додаткових витрат на обслуговування боргу може бути дуже серйозним, або інвестори можуть просто не захотіти купувати цей борг. Таким чином, боргові менеджери повинні в кожному конкретному випадку вирішувати, чи переважають вигоди над витратами.

3.2. Шляхи оптимізації управління державним боргом в Україні

Управління державним боргом України є важливим завданням управління державними фінансами і включає систему заходів, методів та інструментів бюджетної політики країни, спрямованої на забезпечення платоспроможності держави та погашення боргів.

Управління та обслуговування державного боргу є особливо важливим у контексті економічних труднощів, які останніми роками переживає Україна. Розв'язання проблеми обслуговування державного боргу є одним із ключових факторів економічної стабільності країни. Від способу врегулювання боргової проблеми значною мірою залежать бюджетна спроможність держави, стабільність національної валюти та фінансова підтримка міжнародних фінансових організацій. Необхідність вирішення цих питань потребує пошуку шляхів вдосконалення механізму управління та обслуговування державного боргу в Україні.

Проблеми управління державним боргом часто виникають через недостатню увагу політиків до переваг вираженої стратегії управління боргом та витрат, пов'язаних зі слабким макроекономічним управлінням та надмірним рівнем боргу. У першому випадку влада повинна приділяти більше уваги перевагам вираженої стратегії управління боргом, концепції та політиці, які узгоджуються з раціональною макроекономічною політикою.

У другому випадку неналежна фіскальна, монетарна або валютна політика породжує невизначеність на фінансових ринках щодо майбутніх доходів від інвестицій, деномінованих у місцевій валюті, що спонукає інвесторів вимагати вищих премій за ризик. Крім того, погано структурований борг з точки зору строків погашення, валютної структури та процентних ставок, а також великі та нефінансові умовні зобов'язання є вагомими факторами, що призводили до економічних криз в багатьох країнах протягом всієї історії людства.

Борг в іноземній валюті створює особливі ризики, і надмірна залежність від боргу в іноземній валюті може призвести до валютного або монетарного тиску, або і

того, і іншого, якщо інвестори стануть неохоче рефінансувати державний борг в іноземній валюті. Зменшуючи ризик того, що управління власним портфелем уряду стане джерелом нестабільності для приватного сектору, виважене управління державним боргом, разом з виваженою політикою управління постійними зобов'язаннями, може зробити Україну менш вразливою до фінансових ризиків.

Розмір і складність державного боргового портфеля часто можуть створювати значні ризики для державного балансу та фінансової стабільності України. Ефективне управління ризиками в державному секторі є також важливим для управління ризиками в інших секторах економіки, оскільки окремі суб'єкти приватного сектору, як правило, стикаються з величезними проблемами, коли неадекватне управління державними ризиками призводить до вразливості стосовно кризи ліквідності.

Раціональна структура боргу допоможе уряду зменшити вразливість до процентних, валютних та інших ризиків. Іноді ці ризики можна легко усунути за допомогою відносно простих заходів, таких як подовження термінів погашення боргових зобов'язань та сплата пов'язаних з цим вищих витрат на обслуговування боргу (за умови висхідної кривої дохідності), коригування обсягу, термінів погашення та структури валютних резервів, а також перегляд критеріїв та механізмів управління непередбачуваними зобов'язаннями.

Однак існують певні межі того, що може дати сама по собі ефективна політика управління державним боргом. Ефективна політика управління боргом не є заміною ефективного фіскального та монетарного управління. Якщо макроекономічна політика є незадовільною, ефективне управління державним боргом не може запобігти кризі. Але навіть у цьому випадку ефективна політика управління боргом може зменшити вразливість до фінансових ризиків, відіграючи роль каталізатора розвитку фінансового ринку та поглиблення фінансової стабільності.

Уряди часто управляють великими портфелями валютних резервів, їхні фіскальні позиції часто піддаються реальним та монетарним шокам, і вони можуть мати значні ризики, пов'язані з умовними зобов'язаннями та наслідками незадовільного управління балансом у приватному секторі. Однак, незалежно від

того, чи фінансові шоки виникають у внутрішньому банківському секторі, чи в результаті глобальної фінансової кризи, виважена політика управління державним боргом, а також ефективна макроекономічна та регуляторна політика є важливими для стримування людських втрат та втрат у виробництві, пов'язаних з такими шоками.

Недостатня увага, приділена управлінню державним боргом, на загальну думку, була одним з найважливіших факторів, що спричинили накопичення неприйняттого рівня боргу в країні. Разом із правильною загальною макроекономічною політикою, виважене управління боргом залишається ключовим фактором для забезпечення довготривалого виходу з несприйняттого боргового тягаря.

Крім того, прозорість та підзвітність в управлінні боргом, включаючи доступ громадськості до боргової інформації, потребують посилення. Інституційна відповідальність за управління боргом не є чітко визначеною та скоординованою. Крім того, їхня діяльність з управління боргом підривається низкою інституційних недоліків та низьким рівнем імплементаційної спроможності через недостатність людських, технічних та фінансових ресурсів. Для подолання цих труднощів першим кроком могло б стати впровадження чіткої прозорої правової та інституційної бази.

Необхідно сформуванати комплексну перспективну стратегію, орієнтовану на забезпечення середньострокової боргової стійкості та проводити регулярний аналіз боргу для підтримки його на належному рівні. Також обмін інформацією між установами, залученими до макроекономічного управління, відбувається на дуже низькому рівні. Зокрема, дуже важливою є тісна координація між функціями бюджету, управління грошовими коштами, планування та управлінням боргом.

Необхідно розробити чіткі та прозорі стратегії запозичень і почати розвивати внутрішній борговий ринок. Слід проводити стрес-тестування отриманих результатів, щоб особи, які приймають рішення щодо боргової стратегії, мали уявлення про те, як обрана стратегія працюватиме в різних економічних і фінансових умовах.



Рисунок 3.3. Кроки для впровадження ефективної стратегії управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [3, 5, 6, 8, 9, 10, 12, 24, 25, 31, 34, 39]

Сучасні виклики у сфері управління державним боргом вимагають впровадження інноваційних технологій, які підвищують прозорість, ефективність та безпеку фінансових операцій. Одним із перспективних рішень є застосування технології блокчейн.

Блокчейн – це децентралізований цифровий реєстр, який забезпечує прозорість та незмінність даних. Його впровадження в систему управління державним боргом може збільшити прозорість транзакцій з державними запозиченнями, оскільки вони можуть бути відслідковувані в режимі реального часу; зменшити корупційні ризики через відсутність посередників у процесі обліку та контролю фінансових операцій; забезпечити автоматизацію процесів випуску, розміщення та обслуговування державних облігацій [47].

Традиційні методи управління державним боргом мають низку недоліків, зокрема:

- високий рівень бюрократичних процедур та затримок у виконанні операцій;
- низька прозорість фінансових потоків та можливі зловживання;
- високі витрати на обслуговування боргу через посередництво фінансових установ;

- обмежений доступ громадськості та міжнародних партнерів до актуальних даних про державний борг.

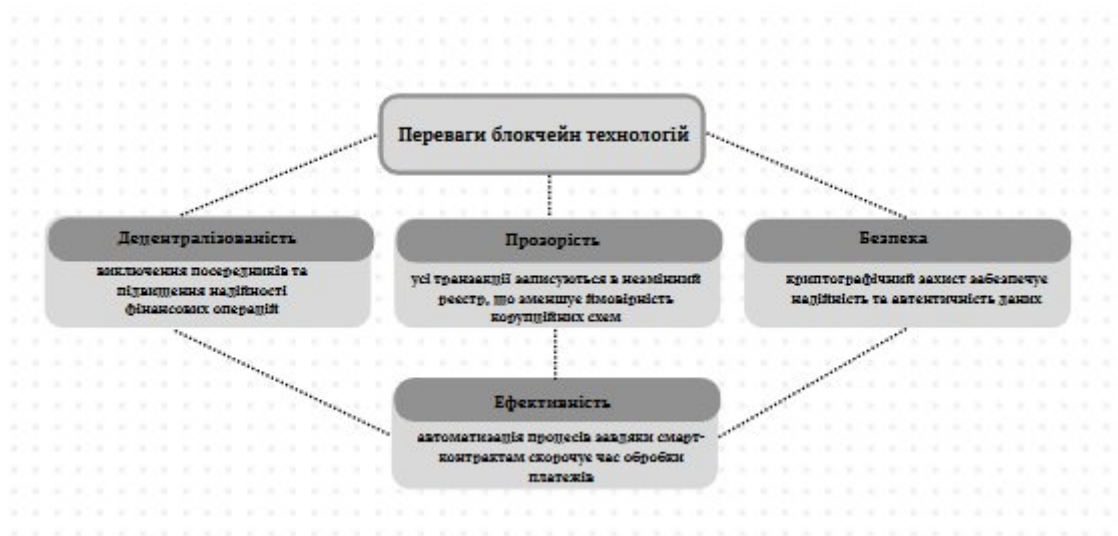


Рисунок. 3.4. Переваги блокчейн-технології для покращення управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [4, 44, 45, 47, 49, 61, 62, 63, 78]

Шляхи застосування блокчейн у сфері державного боргу:

- Використання смарт-контрактів для управління виплатами – це дозволить автоматизувати процеси виплати відсотків та основної суми боргу, що значно зменшує ризик невиконання зобов’язань та помилок у розрахунках.
- Токенізація державного боргу - перетворення державних облігацій у цифрові активи (токени) на базі блокчейну дозволяє підвищити ліквідність державного боргу та залучити нових інвесторів, включаючи роздрібних вкладників.
- Використання блокчейну для аудиту та моніторингу боргових зобов’язань - створення єдиної блокчейн-платформи для обліку державного боргу дозволить здійснювати оперативний аудит та моніторинг фінансових потоків у режимі реального часу.
- Впровадження децентралізованої системи боргових зобов’язань - таке рішення забезпечить рівноправний доступ усіх зацікавлених сторін до даних про

державний борг та підвищить довіру громадськості до фінансової політики уряду.

Застосування блокчейн-технологій у сфері управління державним боргом відкриває широкі можливості для підвищення ефективності фінансової політики, зменшення витрат та підвищення рівня довіри до державних фінансів. Використання смарт-контрактів, токенизації боргових зобов'язань та децентралізованих платформ сприяє створенню сучасної та прозорої системи управління державним боргом, що відповідає викликам цифрової епохи.

Застосування блокчейну для емісії державних облігацій дозволяє прискорити процес випуску та продажу облігацій, підвищити довіру інвесторів завдяки відкритості даних та мінімізувати транзакційні витрати на операції з державними цінними паперами. Проте для ефективної реалізації блокчейн-рішень в управлінні державним боргом, в Україні необхідно: розробити нормативно-правову базу для цифрових фінансових інструментів, впровадити систему електронних державних облігацій на основі блокчейну, забезпечити співпрацю з міжнародними фінансовими інституціями у сфері цифрових активів.

Попри численні переваги, використання блокчейну в управлінні державним боргом може супроводжуватися певними викликами: висока вартість впровадження, потреба в технічній експертизі, необхідність інтеграції блокчейн-рішень із чинними банківськими та державними системами, відсутність нормативної бази для застосування блокчейну в державному управлінні. Також блокчейн вважається безпечним, проте потенційні атаки, можуть вплинути на його функціональність.

Інноваційні технології сприятимуть залученню інвесторів, зниженню корупційних ризиків та покращенню фінансової стабільності держави. Водночас необхідна комплексна робота з нормативним регулюванням, технічним забезпеченням та міжнародною інтеграцією для успішного впровадження цієї технології.

Коли уряд стикається з високим борговим навантаженням, він стоїть перед вибором: запровадити режим економії для розрахунку з кредиторами або використати

низькі відсоткові ставки для стимулювання інвестування. Оптимальне рішення залежить від величини фіскального простору уряду.

Високий рівень державного боргу може вплинути на макроекономічну стабільність, оскільки уряди повинні знаходити способи для обслуговування боргу через податки, скорочення витрат чи нові позики. Це може призвести до інфляції, підвищення податків або скорочення державних програм.

Існування боргу створює реальні й потенційні проблеми. Наявність державного боргу вимагає щорічних відсоткових платежів, що фінансуються за рахунок податкових надходжень. При стрімкому зростанні таких видатків держава повинна або зменшувати видатки на соціально-економічні програми, або збільшувати свої доходи. Наявність великого державного боргу негативно впливає на економічне зростання країни.

В останні роки питання проведення зваженої бюджетної політики держави стає дедалі важливішим для економістів та науковців. Відсутність ефективної бюджетної політики може призвести до дестабілізації економічних процесів, нездатності держави виконати свої бюджетні зобов'язання, втрати контролю над динамікою цін та соціального захисту найбільш незахищених верств населення. Сьогодні Україна стикається з проблемами забезпечення внутрішньої стабільності та національної безпеки. Вона має справу з глобальними викликами, що поєднуються з політичними, соціальними, демографічними, екологічними та економічними проблемами, основною з яких є забезпечення стійкого економічного розвитку та зростання.

Боргова політика вже давно не зводиться тільки до пошуку і залучення необхідних коштів. Державний борг є важливим інструментом макроекономічної та фіскальної політики держави. Боргова політика є ключовою частиною фіскальної стратегії уряду, яка враховує тактичні та стратегічні цілі в податковій та бюджетній сферах, фінансуванні дефіциту бюджету та управлінні державним боргом. Під час залучення державних позик вони виконують макроекономічну функцію регулювання податкового навантаження, що особливо важливо під час реформ для фінансування

постійно зростаючих державних витрат, пов'язаних з соціальним прогресом та покращенням якості суспільних благ.

Ще у 30-60-ті роки ХХ століття під впливом розвитку державно-монополістичного капіталізму фінансова політика багатьох країн базувалася на кейнсіанських та некейнсіанських доктринах. Концепція Джона Мейнарда Кейнса, що заперечує саморегулювання економіки, вбачала в бюджетній політиці основний інструмент державного регулювання. Державні видатки вважаються основним засобом урядового впливу на циклічний розвиток і подолання криз. Кейнс підкреслював важливість державних витрат для досягнення ефективного попиту, який забезпечується податками і позиками, що стимулюють підприємницьку діяльність, зростання національного доходу і зайнятості.

Особливої уваги заслуговує концепція Кейнса щодо фінансування державних витрат за допомогою позик. Його послідовники називали цей підхід принципом дефіцитного фінансування або компенсаційними борговими фінансами. Кейнс вважав, що державні інвестиції і поточні витрати можна фінансувати у борг. Урядові інвестиції, забезпечені позиками, сприятимуть зростанню "схильності до інвестування", а фінансування поточних витрат — збільшенню "схильності до споживання". Таким чином, Кейнс розробив нову теорію фінансів для регулювання економіки.

Державний борг і податки розглядаються як альтернативні економічні механізми для вирішення питання: чи підвищувати податкове навантаження, чи залучати позики. У короткостроковій перспективі фіскальна політика може прагнути залучити якомога більше зовнішніх фінансових ресурсів з мінімальними витратами для збільшення бюджетних видатків. Проте згідно теореми нейтральності американського економіста Р. Барро внутрішні позики є кращими, оскільки є еквівалентними податкам, і не переносять тягар поточних витрат на майбутні покоління [8].

Формуючи свій державний борг, необхідно чітко усвідомлювати важливість вибору джерел його утворення, що впливає на вартість позики та можливість її

повернення, що може призвести до дефолту та руйнування фінансової системи. Під час війни та нестабільної економічної ситуації більш дешеві іноземні позики можуть стати непосильним тягарем на бюджет країни через девальвацію національної валюти, викликаючи недостатність джерел для їх обслуговування. Також слід зазначити, що при інвестуванні в країну безумовно враховується зовнішній борг. Це один із головних критеріїв для Міжнародного валютного фонду. Важливо не тільки сама сума боргу, але й його співвідношення до ВВП, економічного зростання та інвестицій.

Вибираючи внутрішніх кредиторів, Україна обирає дорожчі позики, проте захищає себе від їх подорожчання через валютні коливання. Держава також повинна контролювати співвідношення державного боргу до ВВП і, у випадку наближення до критичної позначки 60 %, вживати заходи для стабілізації ситуації за допомогою адміністративних та економічних важелів. Проте в період війни дуже важко слідувати цим нормам, оскільки витрати на оборону країни є великими, що здійснює навантаження на бюджет України [1].

Негативні наслідки боргової політики в Україні стають очевидними на етапі обслуговування та погашення боргу, коли щорічні відсоткові платежі фінансуються з бюджету, зазвичай за рахунок податків. У довгостроковій перспективі зростання боргу може порушити бюджетний баланс. Високі боргові виплати зменшують внутрішні інвестиції та споживання, що може призвести до боргової кризи.

Зі зростанням видатків на обслуговування боргу уряд може скоротити інші витрати або збільшити доходи, встановлюючи нові податки або підвищуючи ставки існуючих. Посилення податкового навантаження може знизити економічну активність і сприяти зростанню тіньової економіки.

Надмірний державний борг сповільнює економічне зростання та перекладає тягар оподаткування на майбутні покоління. Обслуговування зовнішнього боргу зменшує національний дохід України. Таким чином, більш важливим є вибір між внутрішніми та зовнішніми боргами, а не між податками і позиками.

Загалом стратегічні цілі боргової політики України слід спрямовувати на створення умов для довгострокового розвитку внутрішнього фінансового ринку. Це дозволить здійснювати запозичення на ринкових засадах у необхідних обсягах, за відповідною вартістю та у потрібні строки. Завдяки цьому можливе безперебійне фінансування дефіциту державного сектору та достатнє фінансування недержавного сектору економіки.

Ефективна боргова політика забезпечує перерозподіл податкового навантаження у часі, створюючи надійне партнерство між державою та бізнесом, що в перспективі може збільшити фінансові можливості держави. Однак у довгостроковій перспективі накопичувальна система державного боргу суттєво обмежує інвестиційні можливості економіки. Міжнародний досвід свідчить, що надмірний зовнішній державний борг уповільнює економічне зростання, унеможливорює проведення політики, яка враховує національні інтереси, виснажує бюджет та економіку через значні виплати іноземним кредиторам.

Зрештою, система перерозподілу доходів через інструменти державного боргу призводить до покращення життя сучасного покоління, але переносить тягар поточного бюджетного дефіциту на майбутні покоління. Вони будуть змушені жити з обмеженими можливостями накопичення капіталу і великим державним боргом.

Ефективна стратегія управління державним боргом сприятиме оптимальному використанню запозичень і зниженню боргового навантаження. Важливим завданням є визначення переліку цілей та встановлення відповідної ієрархії цілей, оскільки:

- вони допомагають розробити програму управління боргом, спрямовану на досягнення визначених цілей та уникаючи суперечливих цілей;
- вони дозволяють оцінити ефективність виконання функції управління боргом;
- вони гармонізують політику управління боргом з іншими політиками, зокрема монетарною політикою.

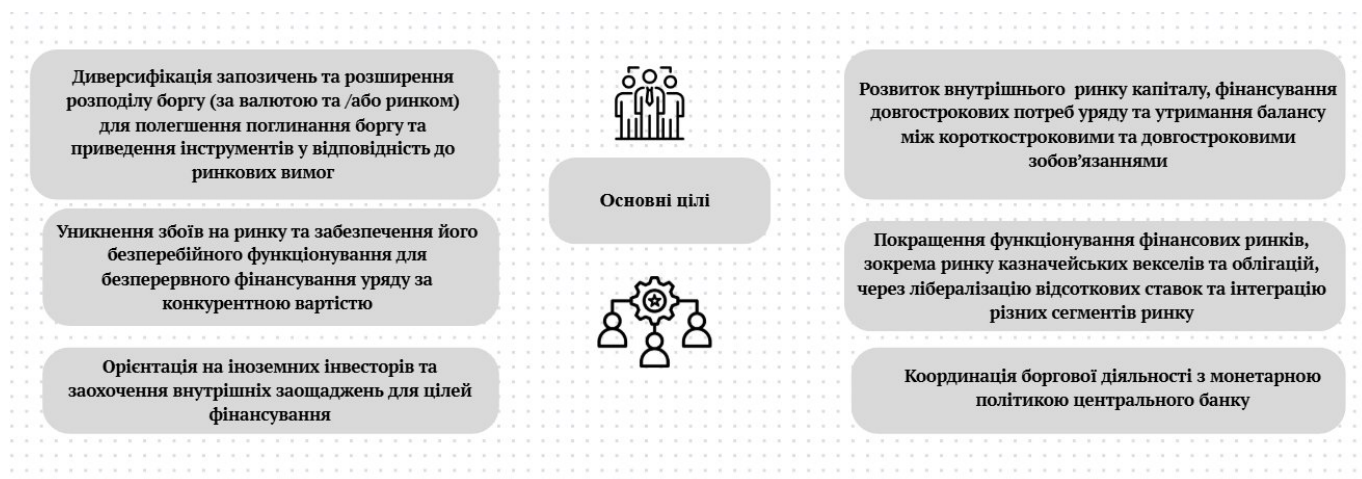


Рисунок 3.5. Основні цілі управління державним боргом

Джерело: Складено автором за даними джерел [1, 2, 3, 6, 20, 34, 36, 37, 38, 40, 41, 59]

Ієрархія цілей значною мірою залежить від стадії ринкового та інституційного розвитку, що і з часом змінюватиметься разом із розвитком фінансового ринку, ринку державних цінних паперів, а також досягненням цілей економічної стабілізації. Країни з менш розвиненими ринками державних цінних паперів та фінансовими ринками або з високим рівнем інфляції надають першочергового значення монетарній політиці та розвитку ринку.

Таблиця 3.1.

Основні шляхи оптимізації державного боргу в Україні

Шляхи оптимізації	Значення	Етапи проведення
Реструктуризація боргу	Переговори з кредиторами щодо зміни умов погашення боргу (подовження термінів, зниження ставок); обмін боргових зобов'язань на нові з більш вигідними умовами	- Оцінка боргової ситуації. - Визначення оптимальної стратегії реструктуризації. - Проведення переговорів із кредиторами. - Юридичне оформлення змін.

Продовження Таблиці 3.1.

Зменшення вартості обслуговування боргу	Рефінансування дорогих кредитів через дешевші позики; залучення кредитів від міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку) з нижчими відсотковими ставками; розвиток внутрішнього ринку запозичень, щоб зменшити залежність від іноземного капіталу	• Аналіз поточного стану боргу. • Розробка стратегії оптимізації. • Проведення переговорів із кредиторами. • Впровадження реформ для покращення інвестиційного клімату. • Моніторинг та коригування боргової політики.
Збільшення доходів державного бюджету	Розширення податкової бази, зменшення ухилення від сплати податків; приватизація збиткових державних підприємств, що приносить разові доходи та знижує навантаження на бюджет; залучення інвестицій через покращення бізнес-клімату, що збільшить доходи держави	• Аналіз поточного стану державних фінансів. • Реформування податкової та митної системи. • Оптимізація державних активів. • Стимулювання економічного розвитку. • Контроль та моніторинг впроваджених заходів.
Контроль за видатками	Скорочення неефективних бюджетних витрат, зокрема на корупційні схеми та неприбуткові проекти; оптимізація соціальних програм для підвищення їхньої ефективності без надмірного навантаження на бюджет.	• Аналіз поточних витрат. • Впровадження системи моніторингу та аудиту. • Оптимізація бюджетних статей. • Підвищення прозорості бюджетного процесу. • Постійне вдосконалення механізмів контролю.
Підвищення економічного зростання	Розвиток експорту, що приносить валютні надходження та покращує платіжний баланс; підтримка стратегічних галузей, які можуть генерувати додаткові доходи (ІТ, агросектор, машинобудування); зменшення тіньової економіки, що збільшить надходження до бюджету.	• Аналіз поточного економічного стану. • Запровадження стимулюючих економічних реформ. • Модернізація інфраструктури та цифрової економіки. • Підтримка наукових досліджень та інновацій. • Моніторинг та коригування економічної політики.
Зменшення зовнішньої залежності	Збільшення частки внутрішніх запозичень через випуск ОВДП (облігацій внутрішньої державної позики); використання золотовалютних резервів для короткострокового покриття боргів без необхідності залучати нові кредити	• Аналіз та аудит державного боргу. • Розробка стратегії управління державним боргом. • Реформування фінансового ринку. • Оптимізація бюджетної політики. • Моніторинг та контроль боргової стратегії.

Джерело: Складено автором за даними джерел [1, 2, 3, 6, 20,34,36, 37, 38, 40, 41, 59]

Зменшення вартості обслуговування боргу є критично важливим для фінансової стабільності України. Це можна досягти через рефінансування, залучення дешевих кредитів, розвиток внутрішнього ринку запозичень, покращення кредитного рейтингу та оптимізацію структури боргу. Грамотна стратегія дозволить знизити навантаження на бюджет та створити передумови для сталого економічного розвитку.

Ефективне управління бюджетними витратами дозволяє зменшити дефіцит бюджету, знизити боргове навантаження та спрямувати кошти на пріоритетні потреби країни. Збільшення надходжень до бюджету дозволяє зменшити дефіцит, скоротити боргове навантаження та покращити економічний стан країни. Оптимізація податкової системи збільшить податкові надходження без підвищення ставок, зменшить ухилення від сплати податків, а також сприяє стимулюванню бізнесу до сплати податків через прозорі умови. Для цього необхідно впроваджувати податкові стимули для малого та середнього бізнесу, зменшувати адміністративне навантаження на платників податків, вдосконалювати механізм сплати ПДВ, податку на прибуток і ЄСВ, посилювати боротьбу з офшорними схемами.

Слід впроваджувати заходи боротьби з тіньовою економікою. Це в свою чергу сприятиме залученню неформального сектору в офіційну економіку, збільшення податкових надходжень, зменшення корупції та незаконних схем ухилення від податків. Для цього необхідно здійснювати легалізацію трудових відносин та скорочення "сірих" зарплат, запроваджувати цифровий контроль за фінансовими потоками, посилювати відповідальність за ухилення від оподаткування, розвиток електронного документообігу та касових апаратів (E-Receipt).

Також слід звернути увагу на покращення митного адміністрування. Це дасть змогу зменшити обсяги контрабанди, нелегального імпорту та збільшити митні платежі і збори. Для цього необхідно запровадити електронну митницю, автоматизацію процесів, посилити контроль за імпортом та експортом товарів, здійснювати боротьбу з «сірим» імпортом і підміною митної вартості.

В цілому, необхідно розвивати інвестиційний клімат, забезпечувати державну підтримку малого та середнього бізнесу, а також спростити регуляторні процедури.

Це допоможе стимулювати економічне зростання для підвищення ВВП, що веде до збільшення податкових надходжень та підвищення рівня доходів населення та бізнесу.

Для України особливо важливо досягти стабільного та довгострокового зростання, оскільки це дозволить знизити боргове навантаження, підвищити доходи бюджету та забезпечити економічну незалежність. Підвищення економічного зростання можливе за рахунок залучення інвестицій, стимулювання підприємництва, розвитку інфраструктури, підтримки інноваційних технологій та розширення експорту. Важливо створити стабільне економічне середовище, що сприятиме залученню міжнародних партнерів і підвищенню конкурентоспроможності України на світовому ринку.

Зовнішня боргова залежність виникає, коли країна значною мірою покладається на іноземні кредити для фінансування бюджету та розвитку економіки. Велика частка зовнішнього боргу підвищує валютні ризики, послаблює фінансову стійкість та обмежує можливості державного управління. Для України, яка має значний рівень зовнішнього боргу, важливо впроваджувати стратегії його оптимізації, щоб зменшити залежність від міжнародних кредиторів і покращити фінансову незалежність.

Отже, зменшення зовнішньої боргової залежності можливе через активне управління боргом, розвиток внутрішнього фінансового ринку, скорочення бюджетного дефіциту та стимулювання економічного зростання. Комплексний підхід дозволить Україні зменшити вплив зовнішніх кредиторів, підвищити фінансову стійкість та забезпечити економічну незалежність у довгостроковій перспективі.

ВИСНОВКИ

Комплексне дослідження теоретичних засад, сучасного стану, а також перспектив управління державним боргом дозволило сформулювати ряд важливих наукових та практичних висновків. У першому розділі було розкрито сутність та класифікацію державного боргу, визначено основні поняття, функції та роль боргових зобов'язань у фінансовій політиці держави. Окрему увагу приділено принципам та методам управління державним боргом, серед яких особливо актуальними залишаються прозорість, ефективність, прогнозованість і стабільність боргової політики.

У другому розділі проаналізовано сучасний стан і структуру державного боргу України. Встановлено тенденції зростання як внутрішнього, так і зовнішнього боргу, а також виявлено ризики, пов'язані з високим рівнем залежності від зовнішніх запозичень. Проведене моделювання та прогнозування зовнішнього боргу України дало змогу оцінити можливі сценарії розвитку боргової ситуації за різних умов економічної динаміки.

У третьому розділі було здійснено порівняльний аналіз підходів до управління державним боргом у зарубіжних країнах, що дозволило виділити ефективні практики, які можуть бути адаптовані в українських реаліях. Запропоновано шляхи оптимізації управління державним боргом в Україні, серед яких особливе місце посідають: підвищення ефективності боргового менеджменту, зміна структури боргу на користь внутрішніх зобов'язань, удосконалення нормативно-правової бази, а також впровадження сучасних інформаційно-аналітичних інструментів прогнозування.

Під час здійснення державних запозичень важливо визначити ефективні стратегії управління борговими зобов'язаннями, особливо в умовах складних фінансових обставин. Для збереження стійкості фінансової системи країни під час війни необхідно ретельно аналізувати ризики, пов'язані зі збільшенням державного боргу, та здійснювати моніторинг і управління надходженнями.

Хоч ситуація в Україні є унікальною, з якою не стикалися інші країни, але необхідно здійснювати моніторинг досвіду інших країн для визначення можливих оптимальних шляхів покращення управління державним боргом, яка сприятиме стабілізації фінансової ситуації в країні.

В цілому, державний борг є складним питанням, яке вимагає ефективного управління. Хоча він може слугувати корисним інструментом для фінансування важливих проєктів та підтримання економічної стабільності. Однак його неконтрольоване зростання може мати серйозні негативні наслідки для економіки країни.

Загалом результати дослідження підтверджують необхідність системного підходу до управління державним боргом, орієнтованого на забезпечення фінансової стабільності, макроекономічної рівноваги та збереження кредитоспроможності країни у довгостроковій перспективі. Результати дослідження доводять, що державний борг є не лише інструментом фінансування потреб бюджету, але й важелем впливу на макроекономічну стабільність.

Водночас неефективне управління боргом може призвести до серйозних негативних наслідків, зокрема боргової кризи та втрати довіри інвесторів. Отже, для України критично важливо сформулювати ефективну, збалансовану та довгострокову політику управління державним боргом, яка враховує як внутрішні, так і зовнішні фактори.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бюджетний кодекс України (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2010, № 50-51, ст.572). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>
2. Постанова НБУ від 18 червня 2003 р. № 248 «Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик». URL: <https://mof.gov.ua/uk/normativna-baza-ovdp>
- 3.Баула О. В., Лютак О. М. Оцінка впливу державного боргу на економіку України: порівняльний аналіз державного боргу США та України [Assessing the Impact of Public Debt on the Ukrainian Economy: A Comparative Analysis of the US and Ukrainian Public Debt]. Міжнародні економічні відносини та світове господарство. Випуск 24, частина 1, 2019
- 4.Блокчейн у державному управлінні України як ліки від корупції, рейдерства і бюрократії: Думка експертів. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://psm7.com/uk/analytics/blokchejn-u-derzhavnomu-upravlinni-ukra%D1%97ni-yak-lik-vid-korupci%D1%97-rejderstva-i-byurokrati%D1%97-dumka-ekspertiv.html>
- 5.Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т.Богдан // Вісник Національного банку України. – 2012. - № 11. – С.10-17.
- 6..Внутрішній державний борг: визначення. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://moyaosvita.com.ua/finansu/vnutrishnij-derzhavnij-borg-viznachennya/>
- 7.Ганзюк С.М.1, Буднік Є.О. Визначення залежності міжнародних запасів країни від макроекономічних показників [Determination of the dependence of the international reserves of the country on macroeconomic indicators].
- 8.Державний борг: сутність та соціально-економічні наслідки. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://pidru4niki.com/13340203/finansi/derzhavniy_borg_sutnist_sotsialno-ekonomichni_naslidki
9. Державний борг та боргова політика. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://uahistory.co/pidruchniki/krihovec-economy-11-class-2019-profile-level/36.php#google_vignette
- 10.Державний борг як наслідок існування державного кредиту. [Електронний ресурс] – Режим доступу: [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://studopedia.com.ua/1_17538_klasifikatsiya-derzhavnogo-borgu.html#google_vignette
11. Державний борг України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://uk.wikipedia.org/wiki/>
12. Долінський Л. Б. Фінансовий ризик-менеджмент : навчально-методичний посібник / Леонід Долінський ; Національний університет "Києво-Могилянська академія". - Київ : НаУКМА, 2022. - 130 с. URI: <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/23795>

13. Долінський, Л. Б. Кредитно-інвестиційна діяльність банківських установ : теорія, методологія, практика : монографія / Л. Б. Долінський. – Чернігів : ЧНТУ, 2019. – 390 с. URI: <http://ir.stu.cn.ua/123456789/20301>
14. Дорошенко О. Державний борг України: сутність та методи управління. Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід № 20/2014
15. Жовтанецький О. М. Особливості формування державного боргу в Україні / О. М. Жовтанецький, Н. В. Чуба // Вісник економічної науки. — 2006. — № 1. — С. 57-61.
16. Застосування блокчейну у державному секторі. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://klona.ua/uk/blog/blog-uk/zastosuvannya-blokchejnu-u-derzhavnomu-sektori>
17. Зовнішній державний борг: причини утворення та наслідки. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://iaa.org.ua/articles/external-public-debt-causes-and-consequences/>
18. Зовнішній борг - що це таке, визначення та поняття. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://uk.economy-pedia.com/11031752-external-debt#goog_rewarded
19. Зовнішній державний борг України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/foreign/>
20. Зовнішній борг країни: що це таке і кому винні українці. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://24tv.ua/economy/zovnishniy_borg_krayini_shho_tse_take_i_komu_vinni_ukrayintsi_n1267681
21. Колот О. А. Фінансові ризики, пов'язані з державним боргом / О. А. Колот // Ринок цінних паперів України. 2003. № 3-4. – С. 39 -42.
22. Л. Є. Фурдичко, О. М. Піхоцька. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. Економічна наука. Економіка та держава № 11/2018
23. Механізми управління державним боргом. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://uk.wikipedia.org/wiki/>
24. М. О. Омеляненко. Модернізація політики управління державним боргом України. Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід № 1/2018
25. Моделі управління державним боргом у зарубіжних країнах та можливості їх адаптації в Україні. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://iaa.org.ua/portfolio/modeli-upravlinnya-derzhavnym-borgom-u-zarubizhnyh-krayinah-ta-mozhlyvosti-yih-adaptacziyi-v-ukrayini/>
26. Офіційний сайт НБУ. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/>
27. Офіційний сайт Державної служби статистики України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/vb/vb_u_.htm
28. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp>
29. Офіційний сайт МінФін. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/2022/>

- 30.Пантелєєва Н.М. Інноваційна технологія блокчейн у системі управління державними фінансами. Науковий вісник Ужгородського університету Серія Економіка. Випуск 1 (51), 2018
- 31.Панченко В.В. Вплив зовнішнього боргу на економічну систему різних країн [The impact of external debt on the economic system of different countries.]. БІЗНЕСІНФОРМ № 4 '2019. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-4-314-319> «Молодий вчений» № 6 (118) червень, 2023 р. DOI:<https://doi.org/10.32839/2304-5809/2023-6-118-16>
- 32.Перспективи застосування світового досвіду щодо управління державним боргом України. Економіка та суспільство. Випуск № 9 / 2017
- 33.Пікуліна, О., Огданський, К., & Пікуліна, Н. (2023). Аналіз впливу зовнішньої заборгованості на фінансову стійкість та національну економічну безпеку України. Економіка та суспільство, (56). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-56-2>
- 34.Повоєнне відновлення України. Нові ринки та цифрові рішення. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://kse.ua/wp-content/uploads/2022/09/Digital-instruments-in-Ukrainian-recovery.pdf>
- 35.Солодовнік О. О., Докуніна К. І. Технологія блокчейн: суть і перспективи використання в системі державних фінансів України. БІЗНЕСІНФОРМ № 3 '2021
- 36.Управління державним боргом: Навч. посіб. – Прутська О.О., Сьомченков О.А., Гарбар Ж.В., Губанова Л.І., Руденко В.В. / за ред. Прутської О.О. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 146 с.
- 37.Управління державним боргом: світовий досвід для України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://iaa.org.ua/articles/upravlinnya-derzhavnym-borgom-svitovuj-dosvid-dlya-ukrayiny/>
- 38.Управління державним боргом. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://pidru4niki.com/1219101064114/finansi/upravlinnya_derzhavnim_borgom
- 39.Фінансові інструменти: міжнародний досвід випусків муніципальних облігацій : навчальний посібник / В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак. – К. : DESPRO, 2020. – 109 с.
- 40.Черних О.С.Тенденції міжнародного розвитку правового забезпечення господарсько-правових відносин у сфері застосування технології блокчейн. Науковий вісник Ужгородського Національного Університету Серія ПРАВО. Випуск 85: частина 2, 2024, С.60-67
- 41.Шелест О.Л. Державний борг України: механізм управління та обслуговування. Економіка і суспільство. Випуск # 8 / 2017
42. Що розуміється під зовнішнім боргом країни та його реструктуризацією? [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://pidru4niki.com/89051/ekonomika/rozumiyetsya_zovnishnim_borgom_krayini_rest_rukturizatsiyeyu#google_vignette
43. Aizenman J (1992) Exchange rate flexibility, volatility, and domestic and foreign direct investment. IMF Staff Pap 39(4):890–922
- 44.Blockchains for Government: Use Cases and Challenges. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://dl.acm.org/doi/fullHtml/10.1145/3427097>

45. Blockchain could bring a revolution in public financial management. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.omfif.org/2022/09/blockchain-could-bring-a-revolution-in-public-financial-management>
46. Blommestein H. Advances in Risk Management of Government Debt // Financial Market Trends, No. 88, March 2005. С.115 - 132.
47. Blockchain. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://en.wikipedia.org/wiki/Blockchain>
48. Bryskovska, O.M., & Bryskovska, O.Yu. (2022). Features of external government debt of Ukraine in the current conditions. Law Journal of the National Academy of Internal Affairs, 12(2), 24-31.
49. Can blockchain help in the fight against corruption? | World Economic Forum. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.weforum.org/stories/2018/03/will-blockchain-curb-corruption/>
50. Collin Chikwira. Analysis of Exchange Rate Stability on the Economic Growth Process of a Developing Country: The Case of South Africa from 2000 to 2023. Economies 2024, 12(11), 296
51. Corruption Nikita, Aggarwal and Luciano Floridi. The Opportunities and Challenges of Blockchain in the Fight against Government Corruption Nikita Aggarwal and Luciano Floridi. Feature Article in the 19th General Activity Report (2018) of the Council of Europe Group of States against Corruption (GRECO), adopted by GRECO 82 (18-22 March 2019)
52. Dereje Abera Ejigayehu. The Effect of External Debt On Economic growth. Department of economics, 2013
53. Eduardo Levy-Yeyati. To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. Vol. 93, No. 4 (Sep., 2003), pp. 1173-1193
54. Erdal Karagöl. The Causality Analysis of External Debt Service and GNP: The Case of Turkey. Central Bank Review 1 (2002) 39-64
55. Emanuele Baldacci. Reassessing the fiscal mix for successful debt reduction. Economic Policy, Volume 27, Issue 71, 1 July 2012, Pages 365–406
56. Fang Yu Lu Lili. Does a correlation exist between the foreign exchange reserves and the exchange rate? An empirical study of China. Autumn semester 2011 Master thesis, two-year, 15 hp
57. George Drosatos. Konstantinos Rantos. The Use of Blockchain Technology in e-Government Services Drosatos. *Computers* 2021, 10(12), 168; <https://doi.org/10.3390/computers10120168>
58. G. Calvo et al. (eds.), The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy. International Economic Association 1998
59. Guidelines for Public Debt Management. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/pdm/eng/guide/080403.htm>
60. Hanif, Muhammad N. Public debt management. Published in: The Journal (December 2002): pp. 41-72.
61. Harnessing Blockchain in the Federal Government_ Key Considerations for Financial Management and Information Systems, JFMIP-24-01 <https://www.cfo.gov/assets/files/JFMIP-24-01.pdf>

62. How governments can harness the potential of blockchain. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.mckinsey.com/capabilities/mckinsey-digital/our-insights/tech-forward/how-governments-can-harness-the-potential-of-blockchain>
63. How blockchain can transform government sector: E-government, e-voting, e-identities and e-documents. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.mckinsey.com/capabilities/mckinsey-digital/our-insights/tech-forward/how-governments-can-harness-the-potential-of-blockchain>
64. IMF, 2011, Assessing Reserve Adequacy, IMF Board Paper, Washington DC: International Monetary Fund.
65. Jeanne, O., 2007, International reserves in emerging market countries: too much of a good thing?, *Brooking Papers on Economic Activity*, pp. 1–55.
66. Joshua Aizenman, Sy-Hoa Ho, Luu Duc Toan Huynh, Jamel Saadaoui, and Gazi Salah Uddin NBER Working Paper No. 30891 January 2023. <http://www.nber.org/papers/w30891>
67. Laura Jaramillo. The Blind Side of Public Debt Spikes. IMF Working Paper. International Monetary Fund. WP/16/202, 2016
68. Milos Rajkovic, Predrag Bjeli. ECONOMIC RESEARCH-EKONOMSKA ISTRAŽIVANJA 2020, VOL. 33, NO. 1, 182–203 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1331677X.2019.1708771#abstract>
69. Nam Huong Dau. External Debt and Economic Vulnerability. *Journal of Economic Integration*. Vol. 39, No. 4 (December 2024), pp. 969-990 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.jstor.org/stable/27343224>
70. Nan Tiana, Diego Lopes da Silva, Lucie Béraud-Sudreau, Xiao Liang, Lorenzo Scarazzato and Ana Assis. Developments in Military Expenditure and the Effects of the War in Ukraine. *DEFENCE AND PEACE ECONOMICS* 2023, VOL. 71. Philip Olaseni Shoetan, Babajide Tolulope Familoni. Blockchain's impact on financial security and efficiency beyond cryptocurrency uses. *International Journal of Management & Entrepreneurship Research*, Volume 6, Issue 4, April 2024
72. Raphael Espinoza, Pablo Winant. A Model of External Debt and International. International Monetary Fund, Research Department, 700 19th Street NW, Washington DC 20431 and Oxford Centre for the Analysis of Resource-Rich Countries (OxCarre), University of Oxford
73. Reserve Requirements. Guido Della Valle, Darryl King, and Romain Veyrune. Monetary and Capital Markets Department TECHNICAL ASSISTANCE HANDBOOK, 2022
74. Sebastian Edwards. The Role of International Reserves and Foreign Debt in the External Adjustment Process, 1984 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9780939934287/ch07.xml>
75. Suprateek Sarkar, Stefan Henningsson. The Use Of Blockchain As A Resource For Combating Corruption In Global Shipping: An Interpretive Case Study. *JOURNAL OF MANAGEMENT INFORMATION SYSTEMS* 2021, VOL. 38, NO. 2, 338–373 <https://doi.org/10.1080/07421222.2021.1912919> © 2021
76. Theory of Public Debt and Current Reflections. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.intechopen.com/chapters/65684>

- 77.The World of Bank. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.worldbank.org>
- 78.What Is Blockchain in Government? [Электронный ресурс] – Режим доступа: Blockchain in Government | Overview, How It Works, & Policy
- 79.Wyplosz, C., 2007, “Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives,” HEI Working Paper, No. 03/2007 (Graduate Institute of International Studies, Geneva)