

**Київський національний торговельно-економічний університет**

**Кафедра фінансів**

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**  
на тему:

**Боргова політика України**

Студента 2 курсу, 4м групи,  
спеціальності 072  
«Фінанси, банківська справа та  
страхування»  
спеціалізації «Державні фінанси»

Шустова Владислава  
Олександровича

Науковий керівник  
кандидат економічних наук,  
старший викладач кафедри  
фінансів

Гусаревич Наталія  
Володимирівна

Гарант освітньої програми  
завідувач кафедри,  
д. е. н., професор

Чугунов Ігор  
Якович

Київ 2018

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ	
1.1. Економічна сутність боргової політики країни.....	6
1.2. Досвід зарубіжних країн щодо формування та реалізації державної боргової політики .....	10
РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ Й РЕАЛІЗАЦІЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ	
2.1. Особливості формування державного боргу як результату реалізації боргової політики .....	19
2.2. Механізм реалізації державної боргової політики.....	29
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ	
3.1. Підходи щодо оптимізації боргової політики України .....	36
3.2. Удосконалення механізму реалізації боргової політики.....	43
ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ.....	51
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	53
ДОДАТКИ.....	63

## ВСТУП

В умовах трансформаційних змін важливим є визначення пріоритетних напрямів боргової політики як інструменту соціально-економічного розвитку країни, запровадження дієвих інструментів управління державним боргом у системі інституційного середовища. Розробка і реалізація боргової політики має спиратися на науково обґрунтовані положення та результати проведених досліджень з питань управління державним боргом, що сприятиме створенню умов для підвищення рівня керованості економічними процесами.

Вагомий внесок у дослідження сутності державного боргу та боргового управління здійснили такі зарубіжні вчені, як: Ш. Бланкарт, Дж. Б'юкенен, Дж. Кейнс, П. Кругман, П. Масгрейв, Р. Масгрейв та інші.

Питанням формування ефективної фінансової та боргової політики, напрямами удосконалення механізмів їх реалізації присвячено праці таких вітчизняних науковців, як: Т. Богдан (Т. Вахненко), Т. Боголіб, О. Василик, В. Козюк, Г. Кучер, Л. Лисяк, І. Луніна, І. Лютий, В. Макогон, В. Опарін, М. Пасічний, В. Федосов, І. Чугунов, С. Юрій.

На даному етапі суспільно-економічних перетворень важливо визначити завдання, напрями, методи, що дозволять удосконалити механізм реалізації боргової політики. Розширення інструментарію реалізації боргової політики сформує передумови для збільшення ефективності залучення позикових коштів та підвищення рівня боргової безпеки України. Зазначене свідчить про актуальність випускної кваліфікаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об'єкту і предмету дослідження.

Метою дослідження є розкриття теоретичних засад боргової політики України та визначення перспективних напрямів її удосконалення.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- розкрити економічну сутність боргової політики країни;

- систематизувати досвід зарубіжних країн щодо формування і реалізації державної боргової політики;
  - проаналізувати динаміку державного боргу як результату реалізації боргової політики;
  - дослідити механізм реалізації державної боргової політики;
  - обґрунтувати підходи щодо оптимізації боргової політики України;
  - розробити напрями удосконалення механізму реалізації боргової політики;
- Об'єктом дослідження є боргова політика України.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні питання формування та реалізації боргової політики країни.

Методологічну основу випускної кваліфікаційної роботи складає діалектичний та історичний методи, що були використані при розкритті теоретичних питань формування боргової політики держави, комплексний підхід у межах якого, в роботі досліджено механізм управління державним боргом, методи аналізу та синтезу, статистичні прийоми групування, метод графічного зображення використано для розкриття особливостей формування й реалізації боргової політики України, при обґрунтуванні середньо- та довгострокових пріоритетів боргової політики застосовано метод наукового абстрагування.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань формування та реалізації боргової політики, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної казначейської служби України, Державної служби статистики України, Національного банку України, Рахункової палати України, Міжнародного валютного фонду, Світового Банку, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

Наукова новизна випускної кваліфікаційної роботи полягає в узагальненні підходів до розкриття особливостей формування та реалізації боргової політики держави.

Практична цінність даної роботи полягає розробці пропозиції щодо переходу до ризикоорієнтованої боргової політики, що проводиться в межах

імплементції Угоди про асоціацію Україна-ЄС і передбачає застосування методики МВФ щодо боргової стійкості.

Матеріали дослідження було оприлюднено в науковій статті «Особливості формування боргової політики в зарубіжних країнах» у збірнику наукових статей студентів «Фінансова система України».

Випускна кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків та пропозицій, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг роботи становить 50 сторінок, робота містить 5 таблиць, 2 рисунка, 6 додатків, список використаних джерел включає 100 найменувань.

## РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

### 1.1. Економічна сутність боргової політики країни

На даному етапі економічного розвитку країн, в умовах фінансової глобалізації, ефективна боргова політика є чи не найголовнішою ознакою розвинутої країни. Тому вона є обов'язковим компонентом фінансової політики, що проводиться державою, а також важливою складовою макроекономічних процесів. [2, с.256].

Від рівня боргової політики залежить соціально-економічний розвиток країни, стан валютних резервів, стабільність національної валюти, рівень процентних ставок, інвестиційний клімат. Проведення країною ефективної боргової політики сприяє стабільному економічному розвитку, стимулюванню приросту ВВП та досягнення повної зайнятості, стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню фінансування соціальних програм, формуванню достатніх обсягів кредитних ресурсів для розвитку підприємницької діяльності, залученню необхідних обсягів іноземних інвестицій та ін.

Вітчизняні та зарубіжні науковці не дають якогось єдиного уніфікованого твердження, яке б визначало економічну сутність поняття «боргова політика».

На думку Кудряшова В., боргова політика – це діяльність, спрямована на визначення засад та напрямів формування, використання, погашення та обслуговування ресурсів, залучених за умов боргу. Проведення державної боргової політики має за мету сприяння стабільному економічному розвитку, стимулювання приросту ВВП та досягнення повної зайнятості, стримування інфляційних процесів, забезпечення фінансування соціальних програм, формування достатніх обсягів кредитних ресурсів для розвитку підприємницької діяльності, залучення необхідних обсягів іноземних інвестицій [3, с.142].

Проте, Волинська О. визначає боргову політику як діяльність органів влади, що спрямована на управління державним боргом. Вона формує ідеологію

управління державними позиками, визначає стратегію та тактику управління державним боргом і основні напрями виконавчих органів стосовно її реалізації [4].

Лісовенко В.В. зазначає боргову політику як комплекс заходів уряду, що включає в себе наступні складові:

- розроблення стратегії державних зовнішніх і внутрішніх запозичень;
- встановлення обґрунтованого ліміту обсягу державного боргу в цілому, а також внутрішнього та зовнішнього, зокрема;
- визначення тривалості боргового циклу на основі раціоналізації управління динамікою сукупного, внутрішнього і зовнішнього державного боргу;
- вибір найбільш прийнятних у конкретний відрізок часу форм фінансування внутрішніх і зовнішніх державних запозичень (урядові, банківські чи комерційні кредити, державні цінні папери), ступеня концентрації боргових зобов'язань України по окремих кредиторах (міжнародні фінансові організації, уряди зарубіжних країн, іноземні приватні кредитори, вітчизняні юридичні та фізичні особи), рівня диверсифікації запозичень за валютним складом (спеціальні права запозичення (СПЗ), долар США, євро тощо) з урахування ефективного розподілу пов'язаних з цим інвестиційних ризиків;
- розгляд питання щодо можливості (або неможливості) капіталізації частини державного боргу (з відповідною пропозицією кредиторам погашення певної частки боргу державною власністю);
- заходи щодо здешевлення державних запозичень і зниження ризику їх обслуговування (при визначенні вартості обслуговування кредитів слід враховувати оцінку можливого зниження потенційного рівня та погіршення умов. Однією з головних характеристик для формування боргової політики держави є співвідношення суми державного боргу до ВВП (критичний рівень: 60 - 100 %) [6, с.194].

Таким чином, можемо узагальнити вище зазначені визначення щодо економічної сутності боргової політики та виділити такі її основні ознаки:

- 1) боргова політика – це сукупність дій, які пов’язані із управлінням боргом країни;
- 2) боргова політика здійснюється органами державної влади;
- 3) включає в себе дії органів державної влади щодо пошуку джерел формування державного боргу, заходи щодо його обліку, обслуговування та погашення боргових зобов’язань держави;
- 4) проведення ефективної боргової політики забезпечить стабільне економічне зростання, стимулювання приросту валового внутрішнього продукту, збільшення рівня зайнятості, стримування інфляційних процесів, забезпечення фінансування соціальних програм, залучення необхідних обсягів іноземних інвестицій формування достатніх обсягів кредитних ресурсів для розвитку підприємницької діяльності та ін.

Основною ж метою боргової політики є прогнозування необхідності забезпечення ліквідними коштами для загального державного управління, покриття витрат пов’язаних з погашенням та обслуговуванням державного боргу, фінансування витрат економічного розвитку.

Першочергові напрями бюджетної політики, повинні бути спрямовані на створення умов для подолання наслідків фінансово-економічної кризи, проведення виваженої бюджетно-податкової політики, застосування інноваційних моделей розвитку економіки із залученням інвестицій, які є важливими складовими і для ефективної реалізації боргової політики [11, с.5].

Раніше боргова політика не виокремлювалася як окрема складова фінансової політики, а розглядалася винятково як напрям державної діяльності (на рівні зі страхуванням, соціальною сферою, сферою фінансового ринку та ін.). Чуба Н. зазначає, що між розмірами бюджетного дефіциту та державного боргу простежується пряма залежність. Без виваженої економічної політики уряду сформується замкнене коло постійного збільшення дефіциту бюджету та



державного боргу, яке буде зростати без застосування певних заходів щодо впливу на державний борг[14, с.140].

Дж. Б'юкенен обґрунтовує необхідність нормативно-правового регулювання боргової політики таким чином: у демократичному суспільстві раціональна поведінка уряду полягає в нарощуванні дефіциту державного бюджету й державного боргу, оскільки електорат прихильно ставиться до збільшення державних видатків чи зниження рівня податкового навантаження, мало цікавлячись при цьому міркуваннями фінансової стабільності; впровадження спеціальних обмежувальних норм створює умови для впорядкування дій політиків і посилення збалансованості державних фінансів, що позитивно впливає на темпи економічного зростання в довгостроковій перспективі [16, с.55].

На нашу думку, боргова політика держави – це діяльність відповідних органів державної влади щодо залучення державних запозичень, їх використання, а також обслуговування та погашення боргу, з метою забезпечення сталого економічного та соціального розвитку держави. Органи державної влади повинні здійснювати заходи щодо формування ефективного механізму боргової політики, при цьому забезпечити відповідну правову основу для досягнення цілей боргової політики на середньо- та довготермінову перспективу.

## 1.2. Досвід зарубіжних країн щодо формування й реалізації державної боргової політики

В умовах глобалізаційних процесів боргова політика стає невід'ємною частиною фінансової системи держави. Формування та нагромадження внутрішнього і зовнішнього державного боргу є вагомим складовим функціонування економік більшості країн світу, а також потужним важелем макроекономічного регулювання. Тому і виникає необхідність підвищення ефективності боргової політики, оскільки від якості та своєчасності прийняття рішень щодо управління державним боргом залежить результативність державного регулювання в країні.

Державним запозиченням властиві як позитивні, так і негативні наслідки. Не зважаючи на те, що класики економічної теорії вважали, що державний борг негативно впливає на економічний розвиток, достовірним фактом залишається залучення інвестицій саме через позикові кошти. Тому постійне збільшення розмірів державного боргу властиве для більшості країн світу. При цьому, зростання державних боргів притаманне як для країн, що розвиваються, так і для провідних держав. Саме промислово розвинуті країни здійснюють найбільші запозичення і мають найвищий рівень державного боргу. Такі держави як Італія, Японія, США, Сінгапур мають борг, який за розміром перевищує обсяг валового внутрішнього продукту (рис.1.1).

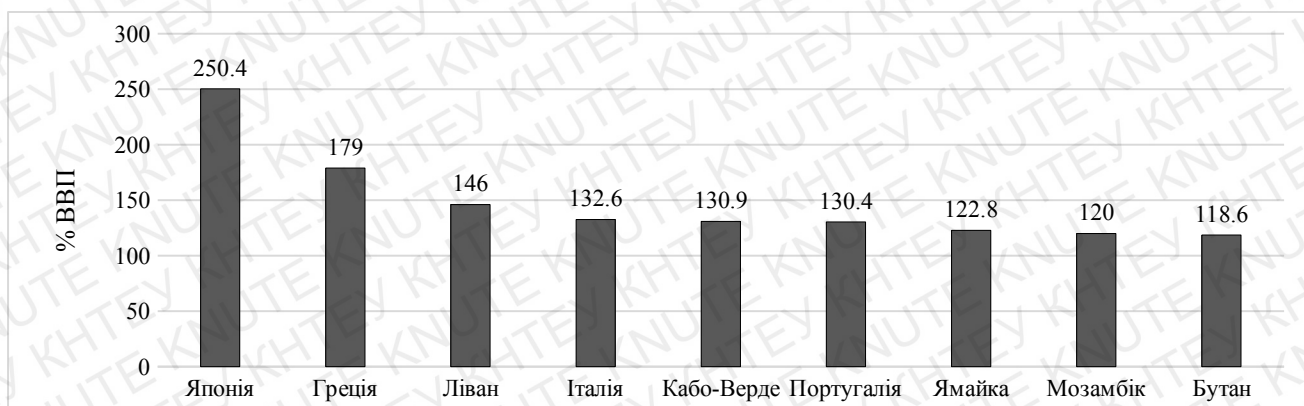


Рис.1.1. Країни світу з найбільшим показником відношення державного боргу до ВВП за 2017 рік, %

Джерело: Побудовано автором за даними [30]

Важливо відмітити, що тенденції щодо зростання державного боргу спостерігаються й в зарубіжних країнах (Додаток А). У більшості досліджуваних зарубіжних країн основним джерелом залучення державою позичкових капіталів виступають внутрішні позики.

Серед країн Європейського Союзу найбільша частка валового боргу органів державного управління у ВВП спостерігається в Греції (в середньому даний показник складає за 2001-2016 роки – 134,88 %, у тому числі за 2001-2005 роки – 104,76 %, за 2006-2010 роки – 117,80 %, за 2011-2016 роки – 174,20 %), Італії (в середньому даний показник складає за 2001-2016 роки – 112,95 %, у тому числі за 2001-2005 роки – 101,82 %, за 2006-2010 роки – 106,54 %, за 2011-2016 роки – 127,57 %).

Зростання ринків внутрішніх запозичень здійснюється відповідно до основних напрямів фінансово-бюджетної політики спрямованих на мінімізацію зовнішніх комерційних позик.

У зв'язку з постійним збільшенням державного боргу, а також періодичними фінансовими кризами, державам все частіше необхідно збільшувати ефективність боргової політики. Реформи і постійне вдосконалення системи боргового менеджменту є запорукою дефолту, а також впливають на недопущення непомірного тягара пов'язаного з обслуговуванням державного боргу.

Здійснюючи регулювання державного боргу, держави обирає для себе організаційні моделі управління боргом, які б найбільше відповідали її національним інтересам. Виокремлюють три основні моделі управління (табл. 1).

Таблиця 1.1.

Моделі управління державним боргом у країнах ЄС

Модель управління	Країни, що використовують дану модель
Агентська	Австрія, Бельгія, Фінляндія, Франція, Греція, Нідерланди, Ірландія, Латвія, Німеччина, Португалія, Словаччина, Швеція, Угорщина, Велика Британія
Банківська	Кіпр, Данія, Мальта
Урядова	Чехія, Естонія, Іспанія, Литва, Люксембург, Польща,

Словенія, Італія
------------------

Джерело: сформовано автором на основі [32, с.48].

Більшість країн ЄС віддають перевагу агентській моделі управління боргом, за якої агентство виконує певне коло повноважень і в кожній країні може бути різним. У більшості випадків агентство діє від імені Міністерства фінансів або Казначейства і знаходиться у їх відомстві. На нього покладаються функції здійснювати операції з цінними паперами від імені Міністерства фінансів або Казначейства. Вищими інстанціями у сфері державного боргу виступають аудиторські установи, які контролюють діяльність агентств. Вони визначають правильність подання звітності а також аналізують всі здійснені боргові операції.

Банківська модель використовується лише в декількох європейських країнах. Незалежно від інституційної моделі управління визначальними рисами в формуванні та управлінні державним боргом в розвинутих країнах є: — спрямованість всіх методів та інструментів управління державним боргом на макроекономічну стабілізацію та структурні перетворення, формування економіки, адаптованої до функціонування в умовах фінансової глобалізації, здатної забезпечити збалансований соціально-економічний розвиток; — базування системи управління державним боргом на принципах відкритості, прозорості, прогнозованості та відповідальності; — високий рівень розвитку ринку державних цінних паперів, які реалізуються як вітчизняним так і зарубіжним інвесторам, що дозволяє диверсифікувати ризики; — використання як ринкових так і неринкових методів полегшення боргового навантаження.

Урядова модель не надто розповсюджена і використовується в декількох країнах, таких як Іспанія, Італія, Польща та ін. Банківська модель притаманна лише трьом країнам – Кіпру, Мальті і Данії. [33, с.310 ].

Для оцінки ризикованості боргових зобов'язань широке застосування отримали економіко-математичні моделі. Більшість з них базуються на детерміністичних сценаріях та експертних оцінках. Для оцінки фінансових витрат і ризиків боргового портфелю в деяких країнах (Швеція, Данія та ін.) застосовують методи стохастичного моделювання, які дозволяють виявити

можливості зниження витратності та ризикованості боргового портфеля, проведенні стрес-тестів альтернативних стратегій і наданні інформації фахівцям для розробки програм запозичень на перспективу. Останнім часом у практиці аналізу фінансових ринків та прийняття відповідних рішень використовують моделі нейронних сіток. Ці моделі дозволяють передбачити майбутній розвиток подій на основі сформованих у рамках даних моделей взаємозв'язків між вузлами – нейронами, які, у свою чергу, утворюються як результат аналізу минулих подій і відповідної їм поведінки відсоткових ставок, обсягів угод і т. п. Аналізуючи європейський досвід управління державним боргом, слід акцентувати увагу на застосуванні методу "опорних точок" (benchmarking) для оцінки ефективності боргової політики. На основі аналізу кон'юнктури національного і світового фінансових ринків та з врахуванням потреб держави, на основі цільових орієнтирів розробляються і фіксуються конкретні показники, які повинні бути отримані в результаті здійснення позик та операцій з управління боргом. Так, у основу аналізу боргової політики покладено детерміновані та стохастичні методи. Більше того, за вимогами Європейського Союзу уряди країн-членів при прогнозуванні боргового навантаження застосовують одночасні розрахунки за обома цими методами. Останні прогнози у сфері боргової політики в ЄС на період до 2024 р. побудовано з використанням даних методів, які в різних сценаріях доповнюють один одного і тим самим підвищують якість розрахунків [2, 4].

МВФ визначає три типи боргової політики залежно від рівня боргового навантаження та можливостей наповнення дохідної частини бюджету:

- 1) бюджетного стимулювання, коли позики витрачаються на інвестування. Політика такого типу застосовується для країн із невисоким борговим і податковим навантаженням;
- 2) бюджетної консолідації, коли уряд синхронно збільшує податкове навантаження та зменшує видатки бюджету, що призводить до скорочення дефіциту бюджету, потреби в нових запозиченнях і, як наслідок, до стабілізації обсягу боргу, а згодом його зниження. Політика цього типу підходить для держав із високим борговим та помірним податковим навантаженням, котре можна

варіювати. У посткризовий період після 2007 р. використанню цієї моделі віддали перевагу більшість членів ЄС, зокрема країни єврозони;

3) фінансового придушення, коли уряд та інші регулятори заморожують видатки бюджету, збільшують інфляцію та створюють умови для “дешевих” кредитів (їхня ставка дещо вища за рівень інфляції). Унаслідок цього реальне споживання зменшується, зростають доходи бюджету за рахунок зростання надходжень від ПДВ, акцизів, а також розширення реального сектору економіки через дешеве кредитування й, відповідно, інвестування. Дефіцит бюджету та потреба в нових запозиченнях скорочуються, отже, обсяг боргу стабілізується, а згодом знижується. Такий варіант прийнятний для країн із великим борговим і чималим податковим навантаженням. Як показує міжнародний досвід, модель фінансового придушення була застосована у США після Другої світової війни та виявилася досить ефективною. На сучасному етапі цю модель вдало використано в Лівані [1].

Щоб виявити придатну для конкретних вітчизняних умов модель боргової політики, потрібно спочатку оцінити критичний рівень боргового навантаження (максимальний рівень, припустимий для певних економічних умов).

В деяких країнах Європи загальний державний борг зменшується останніми роками (Німеччина, Данія), проте, у більшості країн – зростає (Австрія, Фінляндія), а в таких країнах, як Греція та Італія, показник значно перевищує 100%. Обсяг державного боргу Франції за 2017 рік виріс до 2,6% до 98,9% ВВП, у порівнянні з даними на кінець 2016 року. Державний борг, що склав 2,21 трлн. євро, став рекордним в історії країни. Тому у країні пріоритетним завданням боргової політики є мінімізація боргового тягаря на платників податків. Задля цього проводяться заходи для зростання ефективності управління державними цінними паперами та портфелем деривативів. Також, стратегічним завданням боргової політики є зменшення зовнішнього боргу та відношення боргу до ВВП.

Головною метою боргової політики Португалії є мінімізація боргових витрат у довгостроковій перспективі та протидія надмірним ризикам. Вона досягається за допомогою таких заходів:

- стратегія емісії в довготерміновій перспективі;
- зниження обсягу простроченого боргу завдяки збалансованому розподілу витрат на обслуговування державного боргу за кількома річними бюджетами;
- управління готівковими залишками та недопущення концентрації погашень на певні моменти часу;
- лімітування та контроль за ризиками, включаючи рефінансування кредитних і процентних ризиків;
- сприяння ефективному та збалансованому функціонуванню фінансових ринків [9].

В Італії антикризові заходи в борговій сфері передбачали, зокрема: ухвалення закони про здійснення заходів бюджетної економії в сумі до 124 млрд євро за рахунок продажу нерухомості в наступні три роки і отримання коштів у розмірі 15 млрд євро; поступове збільшення до 2026 р. пенсійного віку на два роки - до 67 років; скасування протягом 12 місяців захисту окремих професій на ринку праці; зростання податкового навантаження.

В Іспанії для уникнення критичного зростання державного боргу та стабілізації рівня боргового навантаження був використаний механізм підвищення концентрації більшої частини державних цінних паперів у внутрішніх інвесторів та наявний запас фінансової стійкості, сформований за рахунок високої активності ринку нерухомості.

Стосовно консолідованого державного боргу держав ЄС, то лише Німеччині та Нідерландам вдалося подолати післякризову тенденцію до нарощування його обсягу, а в інших країнах стабілізація та тенденція на зниження боргового навантаження досягалась шляхом широкого використання всього наявного спектру фінансових інструментів в борговій сфері. Станом на кінець 2017 р. більшість країн показали обмежений вплив консолідації, де державний борг був скорочений менш ніж на 5 % в 21 з 28 країн-членів ЄС та Норвегії. Значний ефект консолідації спостерігався на Кіпрі (42,0 %), Литві (21,7 %), Іспанія (17,0 %), Нідерланди (11,4 %) і Латвії (16,3 %). З іншого боку, вісім країн, не показали

ніякого ефекту консолідації або менше 1 %: Чехія, Німеччина, Данія, Хорватія, Угорщина, Мальта, Словенія і Норвегія.

Першочерговим завданням боргової політики країн ЄС з трансформаційною економікою була розробка відповідних національних програм фіскальної стабілізації, а запровадження такого інструменту, як середньострокова стратегія управління державним боргом дозволила, наприклад, Болгарії, Естонії, Польщі, Румунії, Словаччини і Чехії після приєднання до ЄС зменшити боргові ризики, покращити структуру державного боргу та утримувати безпечний рівень боргового навантаження на економіку країни [6]:

- з метою зміцнення боргової сфери переважна більшість країн-членів ЄС нарощувала частку внутрішнього боргу за рахунок запозичень на внутрішньому фінансовому ринку в національній валюті (в деяких країнах у довгостроковій перспективі ця частка становила до 70 % в структурі боргу);
- загальною тенденцією для цих країн в пост кризовий період стало: зміна структури державного боргу із зменшення питомої ваги короткострокових боргових інструментів для зниження бюджетних, відсоткових ризиків і ризику рефінансування, оскільки для емітента вартість обслуговування портфеля короткострокових паперів чутливіша до зміни процентної ставки в період дестабілізації ринку.
- урядами країн – членів ЄС було посилено контроль за борговою політикою на місцевому рівні, виконано системні заходи в рамках середньострокових стратегій управління державним боргом. Характерно, що на момент вступу до ЄС обсяг місцевого боргу не перевищував 2 % ВВП, проте в наступні роки їх боргова політика на місцевому рівні дедалі збільшувала навантаження на місцевий бюджет. Наприклад, у Латвії, Польщі, Естонії рівень місцевого боргу є доволі високим, як стосовно доходів місцевих органів, так і щодо ВВП цих країн.

Отже, багато зарубіжних країн мають зовнішній державний борг. Наявність боргу не можна вважати показником фінансової неспроможності країни, адже деякі країни виступають одночасно як позичальниками, так і



кредиторами. Однак, важливим є співвідношення між зовнішнім боргом і ВВП країни. Задля ефективного регулювання державного боргу потрібно розроблювати і впроваджувати дієву боргову політику, яка має узгоджуватись з бюджетно-податковою політикою.

У практиці зарубіжних країн з управління державним боргом сформувались різні цілі, засоби та моделі управління, які стали невіддільним елементом макроекономічної політики країни. В Україні заборгованість є значною і має тенденцію до зростання. Тому актуальними видаються завдання щодо ефективного управління зовнішньою державною заборгованістю, адже таке управління передбачає розв'язання ряду питань щодо зниження боргового навантаження та ризику невиконання боргових зобов'язань держави з використанням різних методів та моделей, насамперед, через зміну політики щодо внутрішнього запозичення фінансових ресурсів, удосконалення законодавчого забезпечення регулювання витрат з обслуговування і погашення зовнішнього боргу урядом.

На даному етапі економічного розвитку необхідно змінювати підходи до формування національної боргової політики як напряму діяльності уряду, що реалізується через визначений комплекс заходів, націлених на раціональну й ефективну мобілізацію, розподіл, використання й повернення державою запозичених фінансових ресурсів. Кінцевою метою боргової політики має бути досягнення пріоритетних економічних, політичних, соціальних цілей та забезпечення економічної безпеки країни.

Отже, формування боргової політики передбачає виважену структуру державного боргу щодо внутрішніх і зовнішніх джерел запозичень, що виключає потенційні ризики. Важливим є законодавче встановлення правил боргової політики на довгострокову перспективу, що забезпечить макрофінансову стабільність і збалансує фінансову політику держави.

Досвід провідних держав світу показав, що при формуванні боргової політики першочерговість при залученні позик надається внутрішнім кредиторам.

Зовнішні позики використовуються загалом для короткострокового фінансування дефіциту бюджету.

Однією із ключових особливостей управління державним боргом у розвинених державах є спирання на високий рівень розвитку ринку державних цінних паперів. Адже проводячи розміщення цінних паперів на внутрішніх і зовнішніх ринках, держава забезпечує диверсифікацію ризиків.

До основних заходів щодо налагодження ефективної боргової політики за прикладом іноземних країн можна визначити: створення дієвої системи управління державним боргом, законодавча відповідальність за порушення норм, що регулюють стан боргу, формування сприятливого інвестиційного клімату з метою залучення іноземного капіталу.

## РОЗДІЛ 2

### ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ Й РЕАЛІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

#### 2.1. Розміри державного боргу як результат реалізації боргової політики

Формування державного боргу незалежної України, його динаміка залежали від цілей та ефективності реалізації боргової політики.

Боргова політика України до 1997 року не мала чітко вираженого характеру, що призвело до стрімкого зростання державного боргу. На кінець 1996 року розмір державного та гарантованого державою боргу становив 13,5 млрд. дол. США, що було на 56% більше в порівнянні з попереднім роком. Найбільш динамічними були 2008-2013 і 2016, 2017 роки (Додаток Б ) [35].

Протягом 2001-2017 років спостерігається зростання державного боргу як в абсолютному значенні, так і частки у валовому внутрішньому продукті. Зростає борг квазідержавного сектора, зокрема борги національних холдингів та компаній, що може стати джерелом посилення фіскального ризику країни в цілому.

В середньому прямий державний та гарантований борг за 2002-2006 роки – 79,47 млрд.грн., за 2007-2011 роки – 300,31 млрд.грн., за 2012-2017 роки – 1307,39 млрд.грн; прямий борг за 2002-2006 роки – 65,51 млрд.грн. (19,73 млрд.грн. внутрішній та 45,78 млрд.грн. зовнішній), за 2007-2011 роки – 221,95 млрд.грн. (91,33 млрд.грн. внутрішній та 130,61 млрд.грн. зовнішній), за 2012-2017 роки – 1107,48 млрд.грн. (473,39 млрд.грн. внутрішній та 634,09 млрд.грн. зовнішній); гарантований борг за 2002-2006 роки – 13,96 млрд.грн. зовнішній, за 2007-2011 роки – 78,36 млрд.грн. (8,65 млрд.грн. внутрішній та 69,71 млрд.грн. зовнішній), за 2012-2017 роки – 199,91 млрд.грн. (20,84 млрд.грн. внутрішній та 179,07 млрд.грн. зовнішній)

Період 2001-2007 рр. є прикладом виваженої реалізації боргової політики уряду. Політика загалом була спрямована на недопущення безконтрольного зростання державного боргу. Саме тоді відбувся перехід від антикризового управління державним боргом до здійснення виваженої боргової політики в Україні. Також простежувалася чітка тенденція до зменшення відношення державного боргу до ВВП. За підсумками 2007 року показник відношення державного боргу до ВВП склав 12,3% [42, с. 39].

У 2008 році, внаслідок негативного впливу світової фінансової та внутрішніх політичних та економічних криз, боргова політика України зазнала коригування. За підсумками 2008 року, державний зовнішній борг збільшився на 32,5 млрд.грн., або на

60,82% внаслідок зростання курсів іноземних валют по відношенню до національної грошової одиниці. Гарантований державою борг збільшився на 41,3 млрд.грн., або на 236,50%, що пов'язано зі змінами курсів валют та з отриманням першого траншу позики МВФ. Для фінансування дефіциту державного бюджету у 2008 р. також залучено 0,8 млрд.дол.США від Світового банку.

За даними Міністерства фінансів України, станом на 31.12.2009 р. державний зовнішній борг становив 135,9 млрд.грн. Протягом року він збільшився на 49,9 млрд.грн. або на 58,01%, переважно за рахунок отримання другого траншу позики МВФ на суму 36,9 млрд.грн., а також зростання курсів іноземних валют до гривні (на суму 3 млрд.грн.), та віднесення на державний борг України коштів МВФ отриманих Україною внаслідок спеціального розподілу СПЗ (на суму близько 15,7 млрд.грн.) [41]. Частина другого траншу в розмірі 1,5 млрд.дол.США була спрямована безпосередньо до держбюджету для фінансування зовнішніх боргових зобов'язань уряду. Кошти третього траншу кредиту надійшли до України 31 липня, 28 липня рада директорів МВФ схвалила надання Україні третього траншу кредиту у розмірі 3,3 млрд.дол.США, який у повному обсязі був спрямований на фінансування державного бюджету 2009 р.

Загалом обсяг отриманих в період кризи позик МВФ сягав 10,6 млрд.дол.США, але це не вплинуло позитивно на економічний розвиток, оскільки кошти були спрямовані на поточне споживання, не забезпечили реалізацію капітального інвестування, підтримки виробника і стабілізації внутрішнього ринку [43].

Протягом 2008-2009 рр. боргова ситуація змінилася через різкі коливання курсу гривні відносно долара США та євро, проблеми, пов'язані з ліквідністю банківської системи, різке скорочення обсягу експорту, а також погіршення макроекономічної ситуації у державі внаслідок впливу світової фінансової кризи. Ці виклики засвідчили, що важливим фактором, що впливає на обсяги зовнішнього державного боргу, є національні заощадження, низький рівень яких, зазвичай, означає високий рівень споживання і низький рівень національного інвестування. За нестачі національних інвестицій країна змушена вдаватися до залучення іноземних позик [44, с.24].

Реалізація подальшої боргової політики зводилась до політичної готовності щодо стабілізації економіки України, що обумовило підвищення довгострокових і короткострокових кредитних рейтингів країни. Попри це, з кожним роком державний борг зростає у доларовому еквіваленті в середньому на 5 млрд.дол.США за рахунок, як внутрішніх так і зовнішніх запозичень.

Впродовж 2010 року сума державного та гарантованого державою боргу України збільшилася у гривневому еквіваленті на 114,3 млрд.грн. і на 31.12.2010 р. становила 432,2 млрд.грн. [41]. При цьому державний борг збільшився на 96,5 млрд.грн., зокрема: державний зовнішній борг збільшився на 45,9 млрд.грн. переважно за рахунок отримання двох траншів позики МВФ, випуску облігацій зовнішньої державної позики, комерційної позики VTB банку; державний внутрішній борг збільшився на 50,6 млрд.грн. переважно за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної позики для фінансування державного бюджету й поповнення Стабілізаційного фонду, збільшення статутних капіталів “Укресімбанку”, НАК “Нафтогаз України” і Державної іпотечної установи, а також для відшкодування сум податку на додану вартість.

У порівнянні з 2010 роком, протягом 2011 року політика України щодо запозичень була переглянута - додаткових позик від міжнародних фінансових організацій не було, що дещо призупинило зростання боргу. Зростання очікувань другої хвилі світової фінансової кризи відбувалось в умовах розгортання негативних явищ в економіках США (високий рівень дефіциту бюджету та державного боргу) та країн Євросони (поглиблення боргової кризи в окремих країнах, зокрема у Греції, Італії, Іспанії) [46, с.20]. Через обмежений доступ України до міжнародних ринків позикових ресурсів, що потерпали від боргової кризи, у 2011 році в Україні було збільшено частку внутрішніх запозичень. Станом на 31.12.2011 р. державний борг України становив 357,3 млрд.грн., при цьому державний внутрішній борг становив 161,5 млрд.грн., а державний зовнішній борг – 195,8 млрд.грн. [41]. Так, протягом 2011 року внутрішній борг України зріс на 14%, а зовнішній на 7,7%.

У 2014 році відбувалось активне боргове фінансування бюджету, рекапіталізація банків і державних компаній, а також надання державних гарантій, що створило підґрунтя для посилення боргового навантаження.

До зростання боргу та боргового навантаження призвела девальвація гривні – державний та гарантований державою борг у валовому внутрішньому продукті різко зріс - 68,4% у 2014 році в порівнянні із 39,9% у 2013 році, при цьому дефіцит державного бюджету зростав більш повільно (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Показники дефіциту державного бюджету, державного та гарантованого державою боргу України у відсотках до ВВП у 2008-2016 рр., %

Показник	2013	2014	2015	2016	2017
Дефіцит державного бюджету	4,45	4,98	2,28	2,94	1,6
Державний та гарантований державою борг	39,9	69,4	79	81	72

Джерело: розраховано автором за даними [41, 47].

Незважаючи на те, що валовий зовнішній борг України за 2014 рік скоротився на 5,4 млрд.дол.США за рахунок зменшення обсягу кредиторської заборгованості реального сектора у зв'язку зі скороченням імпорту, зовнішній державний борг зріс на 2,1 млрд.дол.США. Загалом через девальвацію і падіння економіки обсяг державного та гарантованого державою боргу зріс за 2014 рік на 88,4% у гривневому еквіваленті.

Зокрема, в 2014 році дефіцит НАК «Нафтогаз України», фінансування якого за відсутності інших джерел здійснювалось здебільшого за рахунок державних запозичень, склав 5,7% від ВВП, а загальний дефіцит (сальдо) сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогазу» близько 10,3% ВВП. Впродовж 2014 року було випущено ОВДП обсягом 123,3 млрд.грн, в т.ч. на збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» на суму 96,6 млрд.грн., що становило 38,2% від загального обсягу запозичень на фінансування потреб сектору

загальнодержавного управління загального фонду Державного бюджету України. Змінами до Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» була передбачена необхідність збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» – на 29,7 млрд.грн., що за підсумками року фактично було профінансовано. Урядом за рахунок запозичень активно проводилась капіталізація державних банків: якщо у 2013 році за рахунок випуску ОВДП було капіталізовано лише ПАТ «Ощадбанк» в обсязі 1,4 млрд.грн., то впродовж 2014 року загальний обсяг бюджетної підтримки державних банків становив 26,7 млрд.грн., з них: на поповнення статутного капіталу АТ «Ощадбанк» – 11,6 млрд.грн., АТ «Укресімбанк» – 5 млрд.грн.; підтримку «Фонду гарантування вкладів фізичних осіб» – 10,1 млрд.грн. За підсумками фактичного виконання державного бюджету 2015 року за рахунок випуску ОВДП збільшено капіталізацію «Укргазбанку» на суму 3,8 млрд.грн. та надано кредит Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на суму 41,5 млрд.грн із середньозваженою дохідністю 11,43% (змінами до Закону про бюджет передбачалась необхідність капіталізації банківських установ обсягом 36,5 млрд.грн. та підтримка Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на суму 20 млрд.грн) [34, с. 45].

Впродовж 2015 року при дефіциті Державного бюджету України в 30,9 млрд. грн. (1,6 % ВВП) та дефіциті державного бюджету в 45,2 млрд.грн. (2,28 % ВВП) приріст суми державного та гарантованого державою боргу становив 471,35 млрд.грн.(42,9%), загальний обсяг якого станом на 2015 р. становив 1572,18 млрд.грн., в т.ч. обсяг державного боргу – 1334,27 млрд.грн. Основною причиною була девальвація національної валюти. Варто зазначити, що у доларовому вираженні обсяг державного та гарантованого державою боргу навпаки зменшився на 4,289 млрд.дол.США або 6,1%. В аналізованому році фактична сума покриття дефіциту державного бюджету за борговими операціями становила 117,5 млрд.грн [15, с.14].

За чотири роки відбулось зростання майже в чотири рази. Ще однією вагомою причиною зростання боргового навантаження є зменшення реального ВВП в доларовому еквіваленті. За підрахунками Світового банку за 2014-2015 рр. валовий внутрішній продукт України зменшився на 92,7 млрд.дол.США або на 49,4%. І лише в 2016 році знову почав зростати [49].

За 2016 рік державний та гарантований державою борг зріс на 357,58 млрд.грн. або на 22,7%. При цьому спостерігається тенденція до зменшення щорічного приросту - 88,4% за 2014 рік, 42,9% за 2015 [41]. Пояснюється це відносною стабілізацією валютного курсу та початком зростання економіки після двох років рецесії. Зростання номінального ВВП та помірна волатильність курсу гривні впродовж 2017 р. сприяли поступовому зниженню співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП. На кінець 2017 р. цей показник зменшився до 71,8 % порівняно з його значенням 81,0 % на кінець 2016р. Таких результатів вдалось досягти завдяки запровадженню нових підходів у бюджетному плануванні – встановлення чітких орієнтирів та бюджетних правил на середньостроковий період, в тому числі щодо рівня дефіциту державного бюджету.

На позитивні зміни у співвідношенні державного та гарантованого державного боргу також вплинули нові підходи в управлінні державним боргом: запроваджені Міністерством фінансів активні операції з державним боргом щодо зменшення валютної складової та згладження графіку погашення державного боргу.

Аналізуючи джерела із яких здійснюються запозичення, варто відмітити, що зовнішні боргові зобов'язання переважають над внутрішніми у відношенні приблизно 65% до 35% (табл. 2.2.).

Протягом 2016 року приріст зовнішнього боргу становив 18,9%, що значно менше, ніж прирости за попередні два кризові роки: 70,5% за 2015 рік та 103,9% за 2014 рік. Зберігає тенденцію до зростання і внутрішній борг. За підсумками 2016 року запозичення на внутрішніх ринках збільшились на 30,3% по відношенню до попереднього року. Гарантований державою борг складає 14,4% від загального обсяг заборгованості держави. Тенденцією до зменшення відзначався внутрішній гарантований борг, проте за підсумками 2017 року він досяг позначки у 13,28 млрд.грн., що вже на 5,80 млрд.грн. менше, ніж у 2016 році.

Таблиця 2.2

Структура державного та гарантованого державою боргу України у  
2014-2017 рр., млрд.грн.



Показник	2014	2015	2016	2017
Державний борг, у т.ч.:	947,03	1333,86	1650,83	1833,71
внутрішній	461	508	670,65	753,40
зовнішній	486,03	825,86	980,18	1080,31
Гарантований державою борг, у т.ч.:	153,8	237,9	278,93	307,96
внутрішній	27,86	21,46	19,08	13,28
зовнішній	125,94	216,44	259,85	294,68

Джерело: розраховано автором на основі даних [41]

Закономірністю останніх років стала стійка тенденція нарощування обсягів державного та гарантованого державою боргу України. Основним джерелом фінансування помірною дефіциту бюджету в 2017 р. залишалися кошти, залучені за борговими операціями. Хоча у 2017 р. збільшилося фінансування за рахунок приватизаційних надходжень – 3,4 млрд грн, однак вони склали лише біля 20 % від запланованого їх обсягу. Лівову частку запозичень на внутрішньому ринку здійснено з використанням ОВДП зі строком обігу від одного до трьох років. Обсяг номінованих в іноземній валюті, залучених коштів від розміщення ОВДП, склав 1,8 млрд дол США; валютні кошти були також отримані від зовнішніх боргових операцій внаслідок розміщення ОЗДП у вересні 2017 р. обсягом 3 млрд дол США та отримання граншу від МВФ на суму 1,3 млрд дол США. Зазначені запозичення дозволили поповнити міжнародні резерви НБУ та забезпечили виконання платежів з погашення як за внутрішніми, так і зовнішніми зобов'язаннями, обсяги яких у 2017 р. суттєво збільшилися. Щодо запозичень коштів у національній валюті у 2017 р., було здійснено випуски ОВДП з метою капіталізації банків з відповідним коригуванням граничного обсягу державного боргу на загальну суму 70,7 млрд грн. Зокрема, було додатково капіталізовано ПАТ «Державний експортно-імпорتنного банк України» на суму 7,72 млрд грн, ПАТ «Державний ощадний банк України»; ПАТ «Державний ощадний банк України» на суму 14,62 млрд грн ; ПАТ КБ «Приватбанк» на суму 48,36 млрд грн (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Структура гарантованого державою внутрішнього боргу станом на 31.12.2017 р.

Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	млрд.дол.США	млрд.грн.	%
Державні цінні папери	0,00	0,00	0,00%
Облігації ДПУ (10 - річні)	0,04	1,00	0,05%
Облігації ДПУ (5 - річні)	0,11	3,00	0,09%
Облігації ДПУ (7 - річні)	0,11	3,00	0,14%
Облігації Укравтодору (5 - річні)	0,16	4,15	0,14%

Джерело: Побудовано автором за даними [41]

Валюти погашення державного та гарантованого державою боргу свідчать, що переважають зовнішні позики, а найбільші обсяги коштів, що необхідно повернути зосереджені у доларах США – 42,13%. Українська гривня займає другу позицію із 30,55%, спеціальні права запозичення(СПЗ/SDR) – третю, маючи 18,72% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу (рис. 2.4).



Рис. 2.1. Структура державного та гарантованого державою боргу України у розрізі валют погашення станом на 31.12.2017 р.

Джерело: побудовано за даними [41]

Із суми погашення зовнішнього боргу майже 2/3 витрачено на розрахунки з МВФ. У 2017 році спостерігається ситуація, коли сума погашення перевищує обсяг отриманих коштів від цієї міжнародної організації. Адже цього року було отримано лише

один транш у розмірі 1 млрд.дол.США. У МВФ уже заявляли, що для продовження співробітництва Україна має прийняти закон про приватизацію, створити антикорупційний суд, урегулювати питання із цінами на газ і провести земельну реформу [53].

Задля ефективного управління та підтримання статусу справного позичальника варто ретельно слідкувати за своєчасністю сплати відсотків за борговими зобов'язаннями.

Впродовж останніх років вартість обслуговування державного боргу суттєво зростає, що спричиняє збільшення навантаження на державний бюджет (Додаток В).

Тенденція до зростання суми платежів з обслуговування боргу почалась ще після світової фінансової кризи 2008 року. Проте саме зростання виплат 2014-2015 рр. показало масштаби проблеми. За підсумками 2014 року обсяг відсотків за запозиченнями в порівнянні з попереднім роком зріс на 16 млрд.грн., або на 32,6%, а на кінець 2015 року відбулось зростання ще на 37 млрд.грн.

Протягом 2017 року вже сплачено 100,4 млрд.грн. із запланованих 113 млрд.грн, це на 15% більше ніж було сплачено у 2016 році [54].

Найсуттєвіші чинники, що вплинули на збільшення боргового навантаження в Україні можна поєднати у декілька груп, серед яких будуть чинники зовнішніх фінансових ринків, макроекономічні, бюджетні, тощо.

Значна девальвація гривні (16,16 грн. /дол.США на кінець 2014 року та 24,00 грн. /дол.США на кінець грудня 2015 року), рівень якої, зокрема, в 2015 році склав 52,2%, спричинила збільшення не лише обсягу державного боргу в національній валюті, але й вартість його обслуговування. Різке падіння реального ВВП, яке за підсумками 2015 року склало близько – 9,9% проти – 6,6% в 2014 році. В доларовому еквіваленті падіння становило 28,1% у 2014 році та 31,3 у 2015 році. Зниження внутрішнього споживчого попиту внаслідок інфляційних процесів (рівень інфляції у 2015 році становив 43,3%) та безробіття, рівень якого (за методологією МОП) в середньому за 2015 рік склав 9,5% економічно активного населення відповідного віку. Негативний вплив реальної процентної ставки НБУ на боргову сферу та обмеження функціонування ринку позичкового капіталу, яка стрімко підвищувалась

в міру зростання інфляції та девальвації впродовж 2014 року – першому півріччі 2015 року ( від 6,5% в середині квітня 2014 року до 30% станом на 04.03.15 р). Поступова валютно-курсова стабілізація сприяла здійсненню певних позитивних кроків зі сторони НБУ щодо відновлення кредитування через зниження облікової ставки від 22% на кінець 2015 року до 14,5% станом на 2017 рік. Необхідність подальшої бюджетної підтримки державних підприємств та банків. Головним чинником нарощування боргу на думку міжнародних експертів була необхідність бюджетного фінансування дефіциту державних компаній, зокрема НАК «Нафтогаз України». Як прогнозує МВФ, при здійсненні заходів, котрі дадуть змогу нівелювати цей фактор, загальний дефіцит сектору загальнодержавного управління може поступово зменшитися до рівня не вище 3% ВВП починаючи з 2018 року [34, с.40].

## 2.2. Механізм реалізації державної боргової політики

В залежності від фінансово-економічної ситуації в державі, уряд приймає рішення щодо механізму реалізації боргової політики. Трансформаційні процеси останніх років у економічній, фінансовій, політичній, соціальних сферах показують, що боргова політика України не є сталою.

Правовими засадами реалізації боргової політики України є підписані у 1995 році домовленості по співпраці із Міжнародним валютним фондом, одночасно ставши членом Світового банку.. Тоді ж було затверджено перший транш для України за програмою кредитування «Стенд-бай» у розмірі 1,35 млрд.дол.США. Валютну готівку за членство України в банку на суму 7,9 млн. дол. внесли Нідерланди, що є країною-опікуном нашої держави в цій банківській структурі. Таким чином, Україна, починаючи з 1994 р., отримує від МВФ кредити Stand-by. Варто зазначити, що частина цих коштів була направлена на фінансування дефіциту платіжного та торговельного балансів, а також поповнення золотовалютних резервів країни. Проте в

підсумку отримали лише 0,73 млрд.дол.США [43]. Завдяки цій програмі вдалося стабілізувати курс національної валюти, курс якої коливався в межах 1,76-1,90 грн./дол.

Починаючи із 1996 року реалізація боргової політики була направлена на продовження співпраці із міжнародними фінансовими організаціями, а також на початок випуску облігацій внутрішньої державної позики. Поступово внутрішні облігації замінили собою прямі кредити НБУ.

Протягом першого періоду (1994-1995 рр.) обсяг отриманої з боку МВФ фінансової допомоги становив 763,1 млн. дол. США у вигляді системної трансформаційної позики, яка передбачала підтримку платіжного балансу України.

На другому етапі (1995-1998 рр.) Україна від МВФ отримала кредитний ресурс на суму 1935 млн. дол. США за трьома річними програмами Stand-by. Основною метою залучення цих кредитів була підтримка курсу національної валюти та фінансування дефіциту державного бюджету України.

Наступний, третій етап (1998-2002 рр.), був пов'язаний з отриманням фінансової допомоги від МВФ в рамках програми «Розширеного фінансування EFF», яка передбачала надання Україні кредитних ресурсів на суму 2,6 млрд. дол. США, з яких - 1591 млн. дол. США освоєно та витрачено на поповнення золотовалютних резервів держави.

Впродовж четвертого етапу (2002-2008 рр.), Кабінет Міністрів України серед прийнятних форм подальшого співробітництва з МВФ обрав програму «Попереджувальний Stand-by», яка була затверджена 29 березня 2004 р. Радою Директорів МВФ та передбачала залучення кредитних коштів на випадок погіршення ситуації з платіжним балансом або валютними резервами країни. Угода була укладена строком на 12 місяців та давала можливість отримати від МВФ кредит у сумі еквівалентній 411,6 млн. СПЗ, що відповідало 600 млн. дол. США. (30% квоти України). Однак, враховуючи деякі ризики впровадження програми, в березні 2005 р. програму було завершено [7].

П'ятий етап співробітництва України з МВФ характеризувався загостренням світової фінансової кризи. У зв'язку із несприятливою ситуацією на світових

фінансових ринках, втратою взаємної довіри фінансових інститутів по всьому світу, виникненням стурбованості стосовно ризиків розповсюдження недовіри з країн-партнерів, а також невизначеністю перспектив світової економіки, Україна потребувала підтримки з боку міжнародних фінансових організацій, зокрема, Міжнародного валютного фонду. Враховуючи зазначене, 5 листопада 2008 р. було досягнуто домовленості щодо сум та умов залучення коштів. Графік надання траншів був розрахований на два роки із загальним обсягом фінансування в 802% від квоти України в МВФ, або 11 млрд. СПЗ (приблизно 16,4 млрд. дол. США). Після погодження параметрів програми 3 млрд. СПЗ були в терміновому порядку зараховані до золотовалютних резервів Національного банку України [7].

Протягом 2008-2009 рр., за результатом двох переглядів програми, Україна отримала кошти на загальну суму 7 млрд. СПЗ (10,6 млрд. дол. США), з яких 3,875 млрд. СПЗ було зараховано до золотовалютних резервів України, решта коштів - до Державного бюджету України [7].

У липні 2010 р. Україна ухвалила нову програму співробітництва з МВФ, яка передбачала виділення Україні кредиту на загальну суму 10 млрд. СПЗ (15,1 млрд. дол. США), строком на 2,5 роки. 2 серпня 2010 р. Україна отримала перший транш згідно нової програми у розмірі 1250 млрд. СПЗ (1,89 млрд. дол. США), з них до бюджету направлено 675 млн. СПЗ (1,022 млрд. дол. США) [8].

За умовами програм, Україна повинна була поетапно скоротити дефіцит Державного бюджету України до 3,5% ВВП в 2011 р. та до 2,5% у 2012 р. і взяла на себе зобов'язання скоротити Державний борг нижче 35% ВВП до 2015 р. [9]. Нажаль, таких оптимістичних показників не було досягнуто в жодному із періодів.

Загалом, в рамках співробітництва з МВФ протягом 2008-2013 рр. Україна отримала 9250 млн. СПЗ (еквівалент 14430 млн. дол. США) [8] (Додаток Г).

У 2014 році Україна ухвалила нову спільну з МВФ угоду про «стенд-бай» (SBA) тривалістю 24-місяці на суму 10,98 млрд. СПЗ (800 відсотків квоти). Фінансова підтримка в рамках запропонованої угоди про «стенд-бай» була надана з метою вирішення питань дефіциту рахунку поточних операцій та поповнення резервів Національного банку України. Перший транш становив

3,2 млрд.дол.США, з якого 2 млрд.дол.США було використано на підтримку бюджету.

29 серпня відбулося засідання Ради директорів МВФ, на якому було прийнято рішення щодо завершення першого перегляду програми та виділення другого траншу у сумі 1,4 млрд.дол.США з яких близько 1 млрд.дол.США було використано на фінансування державного бюджету.

По кожному траншу пільговий період становив три роки, а відсоткова ставка 3% річних. Погашення основної суми мало відбуватись рівними частинами щоквартально протягом 2-х років [63].

Небезпечним явищем для фінансової сфери на тлі зростання загальної потреби у запозиченнях та критичному падінню суверенних кредитних рейтингів до переддефолтного рівня стала тенденція до неефективного використання кредитних ресурсів. За даними Міністерства фінансів та представництва ЄС в Україні, обсяг отриманої державою допомоги від міжнародних фінансових організацій за роки незалежності склав 44 млрд.дол.США та понад 15,6 млрд.євро [34, с.58].

Недосконалість боргової політики, законодавства, відсутність належної організації роботи з проектами, послаблення контролю і координації діяльності щодо позик мали наслідком порушення термінів їх реалізації, незавершеність програм співпраці, низьку частку освоєння коштів за чинними проектами (в Україні впродовж 2013-2014 рр. освоєння залучених коштів склало 30%, а сьогодні цей показник зменшився до 6,8%). Протягом 2014-2015 рр. для третини проектів терміни закриття позик продовжені у середньому на 3 роки, а через незадовільні темпи освоєння коштів сума сплачених кредиторам комісій за зобов'язаннями у 2014 році за розрахунками склала 5,6 млн.грн., в т.ч. 1,6 млн.грн. з державного бюджету. В рамках трьох з 14-ти бюджетних програм, відкритих для реалізації проектів, кошти позик взагалі не освоєні (невикористаними залишилися 150,3 млн.грн.) [39, с. 105]. Україна повернула Японії 2,5 млн.євро невикористаних коштів, отриманих у 2009 році від продажу квот на викид парникових газів в рамках Кіотського протоколу. [43].

Враховуючи кризовий стан заборгованості України, однією з найбільш важливих подій, що показує механізм реалізації боргової політики стала

реструктуризація боргу 2015 року. З метою послаблення критичного рівня боргового навантаження в умовах обмеження фінансових можливостей для погашення та обслуговування боргу та погіршення зовнішньої позиції на міжнародних ринках капіталу, Україна була вимушена здійснити реструктуризацію частини зовнішнього боргу відповідно до пункту 14 Прикінцевих положень Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» та Постанови Кабінету Міністрів України «Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання» [64, 65]. Згідно досягнутих 27 серпня 2015 року домовленостей між Україною та Спеціальним комітетом кредиторів щодо реструктуризації 14 державних та гарантованих державою єврооблігацій із загальною основною сумою приблизно 18 млрд.дол.США, умови боргової операції передбачали:

- негайне списання 20% основного боргу України (близько 3,6 млрд.дол.США);
- реструктуризація боргу на суму близько 15 млрд.дол.США шляхом обміну поточних єврооблігацій на 9 нових серій єврооблігації з перенесенням термінів їх погашення з 2015-2023 рр. на 2019-2027 рр.;
- підвищення середньозваженої купонної ставки за єврооблігаціями з 7,22 % до 7,75 % річних;
- випуск 20-річних (2021-2040 рр.) інструментів відновлення вартості (value recovery instruments, VRI), прив'язаних до показників зростання реального ВВП України: при темпах зростання ВВП до 3% на рік – виплати нульові; від 3% до 4% – 15% від приросту ВВП понад 3%; від 4% зростання – 40% вартості від кожного відсотка зростання. Жодні платежі за VRI не здійснюватимуться, доки номінальний ВВП України не перевищить 125,4 млрд дол. США, а в 2021-2025 рр. виплати за VRI будуть обмежені 1% ВВП [65].

Такий крок дозволив Україні уникнути «дефолту», стабілізувати платіжний баланс країни та зменшити борговий тиск на бюджет в наступні декілька років,



зокрема, в 2016 році витрати на погашення зовнішнього державного боргу зменшилися до 574 млн.дол.США проти 2,25 млрд.дол.США, які Україні довелося б сплатити без реструктуризації.

Окремої уваги заслуговує питання потенційних ризиків проведеної реструктуризації боргу у вигляді дестабілізації фінансової сфери, оскільки послаблення боргового навантаження є тимчасовим і відтермінованим, та негативного впливу на економічну активність й погіршення загальноекономічних перспектив. Збільшення вартості реструктуризованих боргових інструментів до 7,75 % та прив'язка виплат за новими цінними паперами до темпів зростання ВВП посилять борговий тягар у довгостроковій перспективі: замість списаних 3,6 млрд дол. уряд виплачуватиме кредиторам 15 або 40% номінального приросту ВВП впродовж 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3 % та 4 % відповідно. Перенесення термінів погашення частини державного боргу, що не підлягає списанню, з 2015-2023 рр. на 2019-2027 рр. дає додаткових час на проведення ефективних реформ, укріплення фінансової системи, відновлення та розвитку економіки країни [66].

У 2017 році задля зменшення боргового навантаження Кабінетом Міністрів було прийнято рішення провести операцію обміну ОВДП в портфелі НБУ. Для проведення операції обміну (репрофайлінгу) держоблігацій були випущені ОВДП на суму 219,563 млрд.грн (номінальна вартість облигації - 1000 грн). З обороту вилучаються ОВДП з погашенням в 2017-2030 роки. Нові ОВДП випускаються на термін від 7 до 31 року. Всього буде 40 випусків, які будуть погашатися з 2025 по 2047 рік двічі на рік - 10 травня і 10 листопада. Ставка відсоткового доходу по ОВДП, які погашаються з 2025 по 2035 рік, буде фіксованою і складе від 8,12% до 11,3% (купонний період - 6 місяців). Ставка буде знижуватися з 11,3% річних у 2025 році до 9,78% в 2029 і 8,12% в 2035 році. Держоблігації з фіксованою прибутковістю будуть випущені на 74,39 млрд грн. При цьому за облигаціями, які погашаються з 2036 по 2047 рік (купонний період - 12 місяців), прибутковість складе 12-місячний індекс споживчих цін мінус 100% плюс 2,2%. При дефляції ставка прибутковості складе 2,2%. До інфляції буде прив'язана прибутковість ОВДП обсягом 145,17 млрд.грн. [67].

Всього, починаючи з 1994 року по 2017 рік Україна отримала від Міжнародного валютного фонду 35,2 млрд. долларів США, при цьому було повернуто більше 18 млрд. долларів США. Уже в серпні 2017 року було повернуто 450 млн. долларів США за програмою 2014 року.

Ефективність механізму реалізації боргової політики передбачає виявлення та здійснення ранжування певних показників-індикаторів боргової безпеки, визначення вагових коефіцієнтів для кожного з них, що відкриває додаткові можливості для аналізу державного боргу країни. Згодом, проведення розрахунків дає змогу порівняти значення даних показників із граничними значеннями.

Таким чином, було досліджено основні показники, що характеризують результати реалізації боргової політики: обсяг державного та гарантованого державою боргу, структура боргу за джерелами залучення (внутрішні/зовнішні), структура заборгованості за валютами погашення, обсяг платежів з погашення основної суми боргу, обсяг платежів з обслуговування державного та гарантованого державою боргу.

Протягом всієї історії незалежності реалізація боргової політики передбачала, що зовнішні джерела запозичень є перспективнішими в порівнянні із вітчизняними. У 2017 році це відношення становило 65% до 35%.

Структура державного та гарантованого державою боргу в розрізі кредиторів показує, що найбільше запозичень відбулось за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної позики (697,3 млрд.грн.), отриманні позик від міжнародних фінансових організацій (610,6 млрд.грн.) та за рахунок випуску облігацій зовнішньої державної позики (542,8 млрд.грн.).

Враховуючи особливості механізму реалізації боргової політики України, основними методами активного управління державним боргом є реструктуризація, рефінансування, сек'юритизація.

Україна активно співпрацює з міжнародними фінансовими організаціями, такими як Міжнародний валютний фонд, Групою Світового банку, Європейський банк реконструкції та розвитку. Зокрема з Міжнародним валютним фондом фінансування відбувається в рамках програм «Стенд-бай» та «Механізм розширеного

кредитування». Запорукою боргової безпеки України є показники-індикатори, що розраховуються у відповідності до Методики розрахунку рівня економічної безпеки. В Україні, всі розраховані боргові індикатори є вищими за гранично допустимі норми або знаходяться на межі. Наприклад, основний показник – відношення державного та гарантованого боргу до ВВП, становить 81% при критичному значенні у 60%.

## РОЗДІЛ 3

### НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ КРАЇНИ

#### 3.1. Пріоритети боргової політики як складової забезпечення сталого розвитку України

Постійне використання державою позик, як внутрішніх, так і зовнішніх стимулює утворення боргу. При цьому, кожна країна стикається з проблемою пошуку шляхів ефективного управління борговою діяльністю, яка спрямована на мінімізацію та оптимізацію боргу держави.

В Україні прийнято розробляти Стратегію управління боргом, яка направлена на пошук джерел фінансування державних видатків, недопущення надто великого навантаження на бюджет через значний розмір боргу, припинення росту зовнішнього боргу та створення системи управління, яка б ефективно змогла керувати процесами у борговій сфері [56, с. 52].

Боргова Стратегія в більшій своїй мірі направлена на приведення державного боргу у безпечні рамки. Проте, необхідно проводити процес вдосконалення системи управління боргом. Необхідно розробити ефективні схеми взаємодії між різними гілками влади, які задіяні в борговому процесі.

Ефективне використання кредитних коштів для фінансування певних проєктів виступає головною складовою сфери управління боргом.

Отримані внаслідок позики кошти, повинні спрямовуватись на зростання виробництва. В той же час, крім виготовлення товарів спрямованих на внутрішні потреби держави, важливо виготовляти і експортну продукцію. Вона необхідна для отримання іноземної валюти, яка в свою чергу буде використана для обслуговування і погашення суми зовнішньої заборгованості. Якщо цього не буде, то платежі пов'язані з обслуговуванням боргу сягнуть досить значної частки експорту та вітчизняного виробництва. А це у свою чергу призведе до недовіри кредиторів до нашої країни і до скорочення надання позик, адже буде існувати імовірність їх неповернення [81, с. 194]

На даному етапі вагомим є питання, щодо оптимізації структури державного боргу України. Для цього, потрібно визначити напрями боргової політики на 2019-2021 рр. До них повинні відноситись наступні [34, с.85]:

- розширення економічної співпраці з Міжнародним валютним фондом. Значна частина коштів, які в 2013 році були використані на погашення боргових зобов'язань, припадали на повернення кредитів МВФ. За рекомендацією даного органу необхідно спрямувати зусилля для мінімізації дефіциту НАК «Нафтогаз України», що дасть змогу зменшити кількість зовнішніх запозичень;
- утримання на рівні 5% ВВП дефіциту державного сектору управління. У зв'язку із потребами в позиках для рефінансування заборгованості, перевищення дефіциту в 5% призведе до погіршення умов їх залучення;
- постає гостра необхідність в перегляді витрат, направлених на економічне зростання. Кошти повинні витратитись на проекти, що мають високий мультиплікативний ефект. До таких відносять інфраструктурні проекти, житлове будівництво тощо;
- пошук додаткових джерел доходів бюджету. Одним з можливих варіантів вбачається спрямування до бюджету більшої частини природної ренти, яка пов'язана з видобутком корисних копалин;
- налагодження ефективну діяльність у сфері надання державних гарантій. Зважаючи на те, що протягом 90-х років внаслідок прорахунків в даній сфері, державі було завдано збитків більш ніж на 10 млрд. грн. У випадках коли господарський суб'єкт бере кредит під державні гарантії і при цьому він не належить до сектору державного управління, потрібно закріпити обмежувальну межу гарантування зобов'язань. Оптимальним вважається розмір у 80%.

Таким чином, метою зменшення боргового навантаження, мінімізації можливих ризиків та здійснення ефективної бюджетної політики потрібно посилити фінансову та бюджетну дисципліну. Задля ефективного використання позикових ресурсів до Бюджетного кодексу України потрібно внести певні поправки. Зокрема встановити обмеження щодо можливого обсягу фінансування бюджету, який буде залежати від

циклічних коливань економіки. Необхідно звернути увагу на перегляд структури запозичень з точки зору валюти. Встановити 50% обмеження щодо кількості іноземної валюти залученої внаслідок запозичень. Сприятливим фактором могло б бути формування накопичувального фонду, який би використовувався для фінансування бюджету у кризові періоди.

Для України, важливо встановити своєю стратегічною метою необхідність в залученні коштів для фінансування інституційних та інвестиційних програм розвитку. Водночас необхідно дотримуватись такого співвідношення боргу до ВВП, який би не загрожував діяльності держави. Процес формування і обслуговування боргових зобов'язань повинен базуватися на науково обґрунтованих засадах. Структура і обсяг державного боргу країни повинні прогнозуватися на 5 – 10 років вперед, для того, щоб попередити негативні наслідки та побудувати стабільну фінансову систему. Відсутність чіткого плану дій на майбутні періоди може призвести до поглиблення негативних економічних тенденцій та значного зростання державного боргу [84, с. 215].

На 2018 рік заплановано, що виплати за державним боргом складуть близько 306 млрд.грн. Так, загальні виплати за державним боргом у 2018 році за рахунок коштів державного бюджету оцінюються на рівні 305,925 млрд.грн., з яких 193,3 млрд.грн. – виплати за внутрішнім боргом та 112,5 млрд.грн. складають виплати за зовнішнім боргом. Обсяг платежів з погашення державного боргу на наступний рік прогнозують у розмірі 175,7 млрд.грн., що на 46,1 млрд.грн більше, ніж минулого року, в тому числі на погашення зовнішнього державного боргу 61,7 млрд.грн. (на 30,7 млрд.грн. більше плану на 2017 рік) і 114 млрд.грн. на погашення внутрішнього державного боргу (на 15 млн.грн. більше плану на 2017 рік). На обслуговування державного боргу на наступний рік пропонують закласти 130 млрд. грн. (на 16,9 млрд.грн. більше плану на 2017 рік). Обслуговування внутрішнього державного боргу складе у 2018 році 79,3 млрд. грн. Зазначається, що збільшення цих видатків пов'язане зі зростанням державного внутрішнього боргу через понадпланові запозичення на капіталізацію державних банків і надання кредитів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) та фінансування дефіциту

державного бюджету за рахунок внутрішніх державних запозичень, а також вартості боргових інструментів на внутрішньому фінансовому ринку. Обслуговування зовнішнього державного боргу на 2018 рік заплановано в сумі 50,8 млрд.грн. Збільшення видатків на обслуговування зовнішнього державного боргу зумовлено зростанням прогнозного офіційного курсу гривні до долара США [85].

Наступні роки відзначаються послабленням навантаження на бюджет через зменшення суми платежів з обслуговування державою боргу. Також зменшаться обсяги погашення основної суми боргу (Додаток Д).

За прогнозом Міністерства фінансів за відсутності нових позик після 2021 року стан боргової сфери почне врівноважуватись. Пікові обсяги погашення припадуть на 2019-2020 рр. В цей період найбільші виплати держава здійснить за зовнішніми зобов'язаннями: 186,4 млрд.грн. складуть виплати у 2019 році та 191 млрд.грн. у 2020 році.

Великий обсяг державного боргу ставить Україну перед вибором: або проводити політику обмеження видатків для покриття дефіциту бюджету, або вдатися до внутрішніх джерел фінансування. Другий варіант передбачає проведення грошової емісії, яка спричинить збільшення рівня інфляції а також негативно вплине на грошово-кредитну стабільність країни. На нашу думку проведення грошової емісії для покриття дефіциту бюджету є невірним варіантом. Запровадження таких заходів неминуче спричинить дестабілізацію у фінансовому секторі.

Фіскальна політика яку проводить держава може вважатися ефективною, якщо вона не спричиняє надмірного зростання державного боргу по відношенню до ВВП. Нестримний ріст даного коефіцієнта буде означати, що в майбутньому держава повинна буде направляти всі свої надходження для обслуговування боргу.

Враховуючи зарубіжний досвід, під час проведення оцінки ефективності боргової політики потрібно використовувати метод «цільових орієнтирів». Даний метод дозволяє найкращим чином оцінити боргову політику окремо взятої країни. Між тим, використання даного принципу передбачає проведення активної політики в сфері здійснених запозичень, та операцій з боргом держави на основі застосування схем та процедур: дострокового викупу, хеджування, сек'юритизації боргу.

В ході політики децентралізації, що проводиться в Україні варто розширити права місцевих органів влади щодо залучення боргових коштів на внутрішньому ринку. Має бути вдосконалене нормативно-праве регулювання ринку місцевих запозичень, зокрема, шляхом «обмеження рівня місцевого боргу обсягом власних бюджетних надходжень; наданням дозволу на боргові операції лише для фінансування інвестиційних витрат; заборонаю використовувати будівлі та майно, необхідні для виконання обов'язкових соціальних завдань місцевою владою в якості застави для забезпечення позик, тощо» [86, с.192].

Проведення процесу розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями буде доцільним і щодо місцевих запозичень. При цьому, відносини з даними інститутами мають базуватись на наступних принципах:

- пришвидшення темпів ринкового зростання, орієнтація на ринкову трансформацію, а також входження України в Європейський союз;
- надання кредитів нашій державі має відповідати напрямкам її соціального та економічного розвитку;
- направлення залучених коштів на економічне зростання;
- проведення структурних змін, направлення зусиль на створення розвинутого внутрішнього ринку країни та припинення використання запозичень для фінансування поточних витрат;
- ефективне використання внутрішніх запозичень;
- створення сприятливих умов для залучення в Україну іноземних інвестицій;
- дотримання практики граничних меж державного боргу [34, с.82].

На даному етапі розвитку боргової політики багато науковців вважають за необхідне створити в Україні Агентство з питань управління боргом, діяльність якого буде направлена на регулювання сфери державного боргу [33, с.120; 87, с.37]. До основних функцій, які має виконувати цей орган потрібно віднести такі:

- представляти Кабінет Міністрів, Національний банк та Міністерство фінансів у сфері державного боргу;



- проводити ризик-менеджмент запозичень України, керуючись принципом мінімізації ризиків;
- брати активну участь у плануванні боргової політики на майбутні періоди;
- направляти до Міністерства фінансів та інших уповноважених органів пропозиції, щодо внесення змін до правової бази управління боргом;
- проводити комплексну перевірку боргового портфеля країни, а також організувати продаж безнадійних боргів перед державою;
- інформувати вищі органи про здійснення надмірних позик місцевими органами влади;
- розробляти план надання державних гарантій.

Зважаючи на тенденцію зростання боргового навантаження в Україні протягом 2014-2017 рр. було сформовано варіанти подальшої динаміки даного показника. За песимістичним прогнозом за підсумками 2017 року показник відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП досягне приблизно 90% із тенденцією до подальшого зростання (Додаток Ж). До причин такого прогнозу варто віднести повільне зростання валового внутрішнього продукту та зосередження найбільших виплат за державним боргом у 2018-2020 рр., що зумовить додаткову фінансову підтримку, в першу чергу Міжнародного валютного фонду [96].

Натомість позитивний прогноз передбачає, що після 2018 року показник боргового навантаження на ВВП набере тенденцію до зменшення. Можливим це буде при зростанні ВВП більше, ніж на 3% щорічно та прийнятті ряду превентивних заходів, щодо недопущення боргової кризи. Найважливішими з них є необхідність удосконалення діяльності державних органів щодо активних операцій з борговими зобов'язаннями, що призведе до збільшення ефективності управління боргом, покращить економічну та фінансову безпеку, і надання Україні міжнародного кредитного рейтингу інвестиційної категорії. Це в свою чергу дасть можливість доступу країни до дешевих фінансових ресурсів які будуть направлені на пріоритетні проекти. Ще одним позитивним фактором буде підвищення кредитного рейтингу національних господарських суб'єктів [34, с. 58].

Підвищенню загального показника боргової безпеки країни в інституційному та фінансовому аспектах мають сприяти [15, с. 29]:

- проведення реформ законодавчої бази формування державного боргу;
- обрахунок оптимального балансу між зовнішніми та внутрішніми зобов'язаннями, який відповідав би сучасній економічній ситуації в країні та стратегічним напрямкам розвитку;
- удосконалення процесу обрахунку ліміту боргу на майбутній період, внаслідок прийняття додаткових індикаторів боргового навантаження;
- визначення граничних обсягів використання бюджетних коштів, які можуть спрямовуватись на обслуговування боргу;
- проведення нагляду за потоками грошових коштів, задля недопущення негативних наслідків.

### 3.2. Удосконалення механізму реалізації боргової політики

Кризові явища світового масштабу у фінансовій сфері 2007-2008 рр. та локальні українські у 2013-2015 рр. обумовили необхідність внесення суттєвих коректив стосовно управління державними фінансами, зокрема, вдосконалення механізму

реалізації боргової політики на принципах середньостроковості та зміцнення її ризикоорієнтованості.

Середньотерміновість передбачає налагодження автоматичного регулювання рівня боргового навантаження та його поступового зниження до безпечного рівня в середньотерміновій перспективі. Ризикоорієнтованість визначається необхідністю розроблення для певної національної економіки дієвої методології визначення боргових ризиків та формування системи заходів з мобілізації ресурсів, інструментів їх використання з метою нівелювання впливів цих ризиків [15, с.40].

Для забезпечення ефективного функціонування боргового механізму фінансування державних витрат у відповідності до рівня боргового навантаження, дефіциту бюджету та рівня інфляції експерти МВФ узагальнили три моделі боргової політики [15, с.43]:

- модель бюджетного стимулювання формує спільну бюджетну й фінансово-кредитну політику стимулювання економічного зростання через збільшення державних видатків, наслідком чого може бути короткотермінове збільшення бюджетного дефіциту;
- модель бюджетної консолідації має на меті досягнення контролю над дефіцитом бюджету та зниження темпів нарощування обсягу державного та гарантованого державою боргу, що досягається внаслідок узгодженого зменшення видаткової частини бюджету та збільшення податкового навантаження. Дану модель застосовували більшість країн ЄС, зокрема країни Єврозони;
- модель «фінансового придушення» передбачає досягнення урядом прийнятного рівня боргового навантаження на економіку країни у спосіб створення ситуації одночасної наявності доволі високої інфляції та порівняно низьких номінальних процентних ставок для комерційних кредитів і державних запозичень. Наповнення доходної частини бюджету за рахунок розширення економічної діяльності суб'єктів господарювання та зростання обсягу податкових надходжень забезпечує невелике, але безперервне економічне зростання,

наслідком чого є поступове збалансування бюджету й зменшення потреб у запозиченнях.

В Україні вдосконалення механізму реалізації боргової політики має здійснюватися з урахуванням вибору найбільш дієвої моделі та ґрунтуватися на продовженні економічних реформ. Забезпечення комплексного механізму реалізації боргової політики має бути прописане у офіційно сформованій та імплементованій середньостроковій ризикорієнтованій Борговій Стратегії України за активної взаємодії уряду, Національного банку України, Міністерства фінансів України. Функціонування відбуватиметься зокрема, через:

- законодавче закріплення та реалізацію середньострокової стратегії бюджетного планування та прогнозування з урахування впливу внутрішніх та зовнішніх боргових ризиків, узгодження напрямів державної боргової, бюджетної й грошово-кредитної політики;
- підвищення якості середньострокового економічного прогнозування та планування, оскільки складання надмірно оптимістичних макроекономічних прогнозів призводить до системних проблем в економіці;
- перехід до ризикоорієнтованої боргової політики з вибором найбільш прийнятних для України методів активного управління державним боргом;
- запровадження заходів з подолання бюджетних дисбалансів шляхом продовження бюджетної консолідації, зокрема, підвищення доходів державного бюджету за рахунок покращення адміністрування податків та митних платежів, боротьби з корупцією, тінізацією економіки [92, с.148].

Наявність державного боргу передбачає необхідність мати раціональні механізми його управління та обслуговування, як в частині своєчасної сплати основної суми боргу та відсотків, так і в перегляді умов їх погашення для забезпечення користування ресурсами з меншими витратами та мінімальними ризиками.

Залежно від ситуації на внутрішньому і міжнародному фінансових ринках слід використовувати можливості виваженого трансформування зовнішнього боргу у

внутрішній, що вимагає від уряду та НБУ вжиття ефективних заходів щодо радикального удосконалення внутрішнього фінансового ринку. Це можливо лише за належної ліквідності державних цінних паперів та високого рівня їх капіталізації. На нашу думку, основними методами активного управління боргом, що відповідатимуть інтересам України, мають стати наступні:

- перенесення платежів (пролонгація);
- продаж на вторинному ринку;
- обмін боргу на акції національних підприємств;
- сек'юритизація боргу.

Підходом до модернізації механізму реалізації боргової політики може стати обмін державного боргу на активи. Сутність даного методу управління державним боргом полягає в обміні боргових зобов'язань на активи, які є у власності держави. Так, можливим шляхом застосування такого інструмента в умовах України, на наш погляд, є передача певних активів основним кредиторам-утримувачам державних облигацій України частки акцій конкретних вітчизняних підприємств, які є інвестиційно привабливими на ринку. Окреслений підхід передбачає також: участь закордонних кредиторів (банків, міжнародних фінансових організацій у приватизації державного майна за рахунок зниження ними частини боргів України); створення інвестиційних фондів, в активи яких передаються акції приватизованих підприємств [81, с.194].

Удосконаленню боргового механізму сприятиме встановлення співвідношення між боргом з плаваючими і фіксованими ставками. У відповідності до певного періоду часу це співвідношення є індивідуальним, його слід визначати з урахуванням прогнозованих макроекономічних показників та передбачень про динаміку плаваючих і фіксованих ставок у майбутньому. У довготерміновій перспективі оптимальною є структура боргу, яка включає частку боргу з фіксованою ставкою і боргу з фіксованою у відповідності 50:50. У такому випадку зростанням плаваючих ставок стримуватиме збільшення витрат бюджету за рахунок фіксованих ставок, а зниження плаваючих ставок - сприятиме економії коштів бюджету. Необхідно також

враховувати, що позитивною є тенденція зниження часток боргу з більш волатильними плаваючими ставками [94, с.5].

Враховуючи особливості механізму реалізації боргової політики, його важливою складовою має стати управління ризиком рефінансування через встановлення широкого діапазону та підтримання рівномірного розподілення термінів погашення боргу. Це має зменшити вірогідність виникнення проблем з погашенням як основної суми боргу, так і відсотків. Для зменшення тиску виплат за позиками на бюджет уряд може скористатися «обмінними аукціонами» та зворотними аукціонами. Однак, згідно досвіду окремих країн, придбання державних облігацій на відкритому ринку є дешевшим, частково тому, що уряд має можливість обирати час виходу на ринок для придбання боргу, коли ринкові ціни є прийнятними, і купувати більший чи менший обсяг боргу, в залежності від того, що вигідніше у даний момент» [94, с.8].

Забезпечення підвищення ефективності механізмів реалізації боргової політики передбачає виконання наступних завдань [15, с.39; 34, с.67]:

- оптимізувати структуру державного боргу в розрізі валюти і відсоткових ставок, що дасть змогу мінімізувати відповідні ризики;
- мінімізувати ризики, пов'язані з рефінансуванням та дотриманням середньозваженого строку до погашення боргових зобов'язань;
- запобігти виникненню пікових навантажень на державний бюджет, що пов'язані із здійсненням платежів за державним боргом;
- підвищити рівень ліквідності державних боргових цінних паперів, що дасть змогу підвищити попит на них з боку інвесторів;
- упровадити сучасні біржові технології під час торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики та казначейськими зобов'язаннями;
- забезпечити ефективну співпрацю з провідними міжнародними рейтинговими агентствами щодо присвоєння ними суверенного кредитного рейтингу Україні та її борговим зобов'язанням;
- забезпечити прозорість діяльності, пов'язаної з управлінням державним боргом, та публічності відповідної інформації.

Слід зазначити, що існує більша невизначеність щодо стану фінансових ринків у періодах далекого майбутнього, у зв'язку з чим навіть при рівномірній структурі боргу в розрізі термінів його погашення існує невизначеність щодо можливостей його рефінансування у таких періодах далекого майбутнього. Масгрейв Р. і Масгрейв П. стверджують, що «слід віддати перевагу добре збалансованій структурі термінів погашення позик, наприклад, на 15 років, ніж структурі, яка повністю складається з короткострокових чи лише довгострокових позик» [98, с. 116].

Заходами, що покликані підвищити ефективності боргового управління в Україні, мають стати [15, с.48]:

- вдосконалення інституційної складової та нормативно-правового регулювання щодо впровадження рекомендацій з управління державним боргом, підготовлених МВФ спільно із Всесвітнім банком;
- вдосконалення нормативно-правового регулювання щодо індикаторів боргової безпеки та їх граничних показників, особливо це стосується поступового переходу показника співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП до економічно-обґрунтованого рівня для України в 35-40 %;
- впровадження стрес-тестування та перехід до методики МВФ щодо оцінки боргової стійкості з поглибленим аналізом впливу боргоформуєчих ризиків на фінансову безпеку держави;
- посилення регулювання державного боргу щодо оптимізації співвідношення обсягів, структури, вартості та джерел його погашення, що передбачає можливість обмеження кредитування дефіциту державного бюджету з боку банківської системи через поступове впровадження додаткового обов'язкового нормативу відношення ОВДП до загальної суми активів;
- законодавче забезпечення еквівалентності бюджетно-податкових змін та запровадження фіскальних правил як чинника оптимізації державних запозичень (утримання балансу в емісійній діяльності та стягненні податків при нарощування боргу й збільшенні вартості його обслуговування, тощо);

- впровадження ефективного моніторингу заборгованості, здійснення аналізу чинників, що впливають на збільшення обсягу державного та гарантованого державою боргу;
- здійснення ґрунтового аналізу ризиків від залучення різних видів боргових інструментів, в тому числі з використанням методик міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ, та розширення можливостей використання боргових інструментів;
- забезпечення підвищення ефективності здійснення запозичень шляхом оптимізації умов залучення коштів, забезпечення контролю за їх обсягами та спрямування для державної інвестиційної діяльності, яка дасть змогу здійснювати подальші платежі з погашення та обслуговування боргу.

Методи, які наразі доцільно застосовувати в Україні і котрі можуть вдосконалити подальший механізм реалізації боргової політики, варто підкріпити заходами із іноземних практик. Україні варто звернути увагу на такі дії закордонних колег, як переорієнтацію боргової політики через зміни методологічних підходів, зокрема, щодо [100, с. 67]:

- управління боргом на засадах ризикоорієнтованості, тобто, зосередженні основних заходів на забезпеченні зниження чи нівелювання найвищих боргових ризиків;
- створення системи фіскальних правил, які допомагають формувати боргову політику, що задає тенденцію повернення до рівня боргового навантаження, визначеного Пактом зростання та стабільності, тобто в діапазон не вище 60 % ВВП;
- управління боргом у координатах системи середньострокового бюджетного планування, тобто перетворення його в середньо- та довгострокову боргову політику;
- застосування різних моделей боргової політики залежно від наявного на даному етапі боргового навантаження (політика бюджетного стимулювання, політика бюджетної консолідації, політика фінансового придушення).



Прикладом того, що вже впроваджено в Україні, але вимагає ефективнішого функціонування слугує розроблення бюджетних правил, у т.ч. законодавчо затверджених та діючих в окремих країнах ЄС «фіскальних правил нового покоління», алгоритм побудови яких полягає в обранні та обґрунтуванні країною цільових індикаторів (наприклад, структурного дефіциту, обсягу видатків бюджету, боргового навантаження, тощо), встановлення їх числових значень та обранні методики утримання індикаторів на цьому рівні [34, с.40].

Отже, основними нормативними документами, що характеризують подальші кроки щодо зростання ефективності боргової політики є Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2017-2020 роки, Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2017-2019 рр., Стратегія сталого розвитку «Україна – 2020» тощо.

Для забезпечення подальшого розвитку пріоритетами боргової політики України мають стати:

- розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями за рахунок виконання поставлених ними умов, крім випадків, коли це не суперечить національним інтересам;
- утримання на рівні 5% ВВП дефіциту державного сектору управління;
- пошук додаткових джерел доходів бюджету;
- налагодження ефективної діяльності у сфері державних гарантій;
- активне використання запозичень для фінансування інвестиційних проектів;
- підвищення кредитного рейтингу України.

Процес формування і обслуговування боргових зобов'язань повинен ґрунтуватися на науково обґрунтованих засадах. Структура і обсяг державного боргу країни повинні прогнозуватися на 5 – 10 років вперед, щоб унеможливити негативні наслідки та забезпечити стабільність фінансовій системі.

Міністерство фінансів прогнозує, що за відсутності нових позик після 2021 року стан боргової сфери почне врівноважуватись. Пікові обсяги погашення припадуть на 2019-2020 рр. В цей період найбільші виплати держава здійснить за

зовнішніми зобов'язаннями: 186,4 млрд. грн. складуть виплати у 2019 році та 191 млрд. грн. у 2020 році.

При негативному сценарії боргове навантаження на ВВП зростатиме у короткотерміновому періоді. Основними методами активного управління боргом, що відповідатимуть інтересам України, мають стати перенесення платежів (пролонгація), продаж на вторинному ринку, обмін боргу на акції національних підприємств, сек'юритизація боргу.

Узагальнивши досвід іноземних держав важливим пріоритетом боргової політики України визначити ризикоорієнтований підхід в управлінні державним боргом, що дозволить знизити рівень боргових ризиків та удосконалити механізм реалізації довгострокової боргової політики.

## ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

У результаті проведеного дослідження теоретичних та практичних питань формування та реалізації боргової політики країни зроблені наступні висновки:

1. Ефективна боргова політика є однією з найголовніших ознак розвинутої країни, адже вона передбачає необхідність залучення додаткових фінансових ресурсів. Формування боргової політики відбувається в межах різних рівнів правового поля: регіонального, національного, міжнародного, у відповідності до узгоджених домовленостей між позичальником і кредитором. Неefективність боргової політики призводить до зростання державного боргу, що в умовах низького рівня інвестиційних витрат змушує уряд відволікати більше державних коштів на обслуговування боргу. Переважання зовнішніх запозичень при формуванні боргової політики збільшує потенційні ризики девальвації національної валюти та посилює залежність державних фінансів від кон'юнктури світових фінансових ринків.

2. Приклади провідних країн світу підтверджують, що формування і реалізація боргової політики має базуватись на залученні позик серед національних інвесторів. Зовнішні позики залучались загалом для короткострокового фінансування дефіциту бюджету. До особливостей управління державним боргом у розвинених державах варто віднести високий рівень розвитку та довіри до державних цінних паперів. Заходами, що налагодили ефективність боргової політики в багатьох країнах стали створення дієвої системи управління державним боргом, законодавча відповідальність за порушення норм, що регулюють стан боргу, формування сприятливого інвестиційного клімату.

3. В ході реалізації боргової політики варто відслідковувати динаміку стану державного боргу, адже між ними існує пряма залежність. Протягом останніх років відбувається постійне зростання суми державного та гарантованого державою боргу. Разом із слабким зростанням валового внутрішнього продукту це призводить до значного боргового навантаження на економіку України. Переважання зовнішніх запозичень теж негативно позначається на економічному становищі через існування ризиків девальвації національної валюти та недостатні обсяги іноземної валюти.

4. Системний підхід до механізму реалізації державної боргової політики забезпечує результативність впроваджених стратегій і методів. Моніторинг стану та структури державного боргу, дієвості управління державним боргом дозволяє вдосконалити процес боргового менеджменту, не допускати формування «пиків» боргових виплат, що призводять до необхідності проводити реструктуризацію чи будь-який інший із методів активного управління державним боргом. Проте, враховуючи особливості механізмів реалізації боргової політики України, основними методами активного управління державним боргом є реструктуризація, рефінансування, сек'юритизація.

5. Для удосконалення боргової політики необхідно визначити першочергові пріоритети, які дадуть поштовх для забезпечення сталого розвитку держави. Для боргової політики України важливим є зростання ролі нашої держави на ринках міжнародних позикових капіталів. Стратегічною метою має стати необхідність в залученні коштів для фінансування інституційних та інвестиційних програм розвитку. Відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП має становити 40-45%. Натомість прогностичні значення показують, що показник боргового навантаження наближається до 90% у відношенні до ВВП. Для підтримання іміджу на світових ринках варто розширювати співпрацю з міжнародними фінансовими організаціями, в першу чергу з Міжнародним валютним фондом, за рахунок виконання поставлених ними умов, крім випадків, коли це не суперечить національним інтересам, а також забезпечити стійке зростання національної економіки.

6. В якості можливих удосконалень механізму реалізації боргової політики основними методами активного управління боргом, що відповідатимуть інтересам України, можуть стати: пролонгація (перенесення платежів); продаж на вторинному ринку; обмін боргу на акції національних підприємств; сек'юритизація боргу. Важливою складовою механізму реалізації боргової політики має стати управління ризиком рефінансування через встановлення широкого діапазону та підтримання рівномірного розподілення термінів погашення боргу. Це має зменшити виникнення проблем з погашенням як основної суми боргу, так і відсотків.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Резніченко Д. Ю. Боргова політика України крізь призму індикаторів боргової безпеки / Д. Ю. Резніченко. // Розвиток фінансової системи України в сучасних умовах: зб. наук. праць / за ред. І. Я. Чугунова. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т. – 2017. – Ч.1. – 506 с.
2. Федоров В. А. Державний борг та формування фінансової політики держави / В. А. Федоров. // Право і суспільство. – 2014. – №6. – С. 256–260.
3. Кудряшов В. П. Фінанси : навч. посіб. / Кудряшов В. П. – Херсон : Олдыплюс, 2002. – 352 с.
4. Волынская О. А. Понятие долговой политики и критерии оценки ее эффективности / О. А. Волынская // Сибирская финансовая школа [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://safbd.ru/sites/default/files/>.
5. Кучер Г.В. Управління державним боргом : підруч. / Г.В. Кучер. – К. : КНТЕУ, 2002. – 342 с.
6. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. Фінанси України. 2014. 12. С. 7–31.
7. Кучер Г.В. Борговий механізм фінансування державних витрат / Г. В. Кучер. // БізнесІнформ. – 2015. - №8. – С. 207-214.
8. Кучер Г. В. Управління державним боргом : опорний конспект лекцій / Г.В. Кучер. - К. : Київський національний торговельно-економічний університет, 2013. – 86 с.
9. Кругман П.Р., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и политика: Учебник для вузов / Пер. с англ. под ред. В.П. Комсова, М.В. Кулакова. – М.: ЮНИТИ, 1997. – 799 с.
10. Чугунов І. Я. Бюджетна стратегія економічного зростання / І. Я. Чугунов // Наукові праці НДФІ. - 2006. - Вип. 2. - С. 13-18.

11. Сідельнікова Л.П. Боргова політика України в умовах нестабільної економіки / Л.П. Сідельнікова // Економіка та держава. – 2011. - №9. – С. 4-7.
12. Крисоватий А.І. Теоретико-організаційні доміанти та практика реалізації податкової політики в Україні : монографія / А.І. Крисоватий. – Тернопіль : Карт-бланш, 2005. – 320 с.
13. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України : [монографія] / В.В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 238 с.
14. Федосов В. М. Теорія фінансів : підруч. / за ред. Федосов В. М., Юрій С. І. – К. : Центр учбової л-ри, 2010. – 537 с.
15. Власюк О.С. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки / О.С. Власюк, Л.Г. Шемаєва, Л.П. Лондар // – К.: НІСД, 2016. – 50 с.
16. Buchanan J. Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes / J. Buchanan, R. Wagner. – New York : Academic Press, 1977. – 420 с.
17. Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / Лютий І. О., Зражевська Н. В, Рожко О. Д. – К. : Центр учбової л-ри, 2008. – 360 с.
18. Василик О. Д. Державні фінанси України : підруч. / Василик О. Д., Павлюк К. В. – К. : НІОС, 2002. – 361 с.
19. Василик О. Д. Теорія фінансів : підруч. / Василик О. Д. – М. : НІОС, 2000. – 292 с.
20. Федосов В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями : монографія / Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. ; за наук. ред. В. Федосова. – К. : КНЕУ, 2002. – 320 с.
21. Базилевич В. Д. Макроекономіка : навч. посіб. / Базилевич В. Д., Баластрик Л. О. – К. : Атіка, 2002. – 420 с.
22. Вавилов А. Принципы государственной долговой политики / Вавилов А., Ковалишин Е. // Вопросы экономики. – 2001. – № 8. – С.51-82.

23. Логвіновська С. І. Управління державним боргом України / С. І. Логвіновська. // Ефективна економіка. – 2013. - №5. – С. 5-8.
24. Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 6 травня 2015 року "Про Стратегію національної безпеки України": Указ Президента України від 26.05.2015 р. №287/2015
25. Програма управління державним боргом на 2017 рік : Наказ Міністерства фінансів України від 31.01.17 №19
26. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017-2020 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 8.02.2017 р. № 142-р.
27. Федосов В.М. Вплив державного боргу на фінансову безпеку України/ В.М. Федосов, Ю.П. Вигівська // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 408-412.
28. Педченко Н.С., Лугівська Л.А. Сутність поняття «боргова політика держави» / Педченко Н.С., Лугівська Л.А. // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. - 2012. - № 2 (53). –с.24-31.
29. Крайчак Є. В. Боргова політика України у контексті збереження фінансової безпеки держави / Крайчак Є. В. // Зовнішня торгівля: право та економіка. – 2009. – № 5. – с.37-41.
30. Country List Government Debt to GDP / Trading economics [Електронний ресурс]– Режим доступу: <https://tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>
31. Рыбалко, Г. Зарубежный опыт управления государственным долгом / Г. Рыбалко // Финансы. – 2001. – №3. – С. 42-45.
32. Боринець С. Я. Моделі організаційного забезпечення управління державним боргом: світовий досвід та перспективи для України / С. Я. Боринець, Л. Могилко // Банківська справа. – 2012. – № 4. – С. 43–51.
33. Дем'янишин В.Г. Бюджетний менеджмент: підруч. / за ред. В. Г. Дем'янишина, Г. Б. Погрішук. – Тернопіль: Крок, 2015. – 522 с.

34. Chugunov, I. Y., Pasichnyi, M. D. Fiscal policy for economic development. Науковий вісник Полісся. 2018. № 1 (13). Ч. 1. С. 54–61. doi: 10.25140/2410-9576-2018-1-1(13)-54-61
35. Data by country/economy / Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42>
36. Прутська О.О., Гарбар Ж.В., Губанова Л.І. Управління державним боргом: навч. посіб. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 216 с.
37. Дудченко В.Ю. Зарубіжна практика регулювання державного боргу // Вісник Харківського національного університету ім. В.Н. Каразіна. Економічна серія. – 2007. – № 786. – С. 109-113.
38. Приказюк Н. В. Державні запозичення: світовий досвід та особливості здійснення в Україні / Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко // Фондовый рынок. – 2009. – № 22. – С. 26–32.
39. Козак Ю.Г., Лук'яненко Д.Г. Міжнародна економіка : навч. посіб. / Ю.Г. Козак, Д.Г. Лук'яненко. – 2-ге вид., переробл. та доповн. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 158с.
40. Колобов Ю. В. Управління державним боргом в контексті пріоритетів боргової політики України / Ю. В. Колобов // Вісник Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – 2014. - №1.- С. 18-22.
41. Статистичні матеріали про стан державного боргу України за 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 роки / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.
42. Верещака І.М. Етапи реалізації боргової політики в Україні: проблеми та перспективи / І.М. Верещака // Наукові праці НДФІ. – 2013. – 4(65). – С. 38-47.
43. Ukraine: History of Lending Arrangements as of January 31, 2017/ Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс] – Режим доступу:



[http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?  
memberKey1=993&date1key=2017-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2017-01-31)

44. Кубай М.М. Реалізація боргової політики України на сучасному етапі / М.М. Кубай // Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна. - 2013. - Вип. 43. - С. 21-26.
45. Форкун І. В. Формування та управління державним боргом в період фінансової кризи / І. В. Форкун, К. П. Хитра // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – №2. – С. 195-199.
46. Лановий В. Державний борг, зовнішні фактори та макроекономічна політика / В. Лановий // Фінансовий ринок. – 2011. – №11 (97). – С. 15-24.
47. Выполнение государственного бюджета Украины / Минфин [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/budget/>
48. Богдан Т.П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т.П.Богдан // Економіка України. – 2013. - №2 (615). – С. 25-29.
49. World Bank Open Data/ Світовий банк [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://data.worldbank.org/>
50. Валовой внутренний продукт / Минфин [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/economy/gdp/>
51. Козак Т. 2,7 трильйона гривень боргу. Що цей показник означає для економіки України? / Медіа Дрогобиччина [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://drogmedia.net.ua/2017/11/12/2-7-try-l-jony-gry-ven-borgu-shho-tsej-pokazny-k-oznachaye-dlya-ekonomiky-ukrayiny/>
52. Звіт з ефективності управління державними фінансами в Україні за 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://pefa.org/sites/default/files/UA-May16-PFMPR-Public-UA.pdf>
53. У 2017 році Україна виплатила МВФ більше, ніж отримала / Економічна правда [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.epravda.com.ua/news/2017/12/2/631785/>

54. Інформація про здійснені операції з управління державним боргом / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/index>
55. Бюджет України / Ціна держави / [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://cost.ua/budget/>
56. Особливості та пріоритети боргової політики України: аналіт. доповідь НІСД / [А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин, Я. В. Белінська, Я. А. Жаліло; відп. ред. Я. А. Жаліло]. – К.: НІСД, 2004. – 103 с.
57. Постанова Кабінету Міністрів України від 25 серпня 1998 року №1343 “Про випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року” // Банківська справа в Україні: законодавчі і нормативні акти / За заг. ред. В.А.Ющенко. – К.: Інюре, 1998. – Т.3.
58. Постанова Кабінету Міністрів України від 28 серпня 1998 року №1349 “Про додатковий випуск середньострокових конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року” // Банківська справа в Україні: законодавчі і нормативні акти / За заг. ред. В.А.Ющенко. – К.: Інюре, 1998. – Т.3
59. Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 1998 року №416 “Про другий випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року” // Урядовий кур’єр. – 1998. – 15 верес. – №177.
60. Державний борг України: правові засади та особливості управління [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://osvita.ua/vnz/reports/law/9238/>
61. Кравчук О. Історія формування боргової залежності України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://commons.com.ua/ru/formuvannya-zalezhnosti/>
62. Кучер Г. В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні / Г. В. Кучер // Фінанси України. - 2012. - № 6. - С. 44-57.
63. Звіт про виконання у 2014 році Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013-2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/printable\\_article?art\\_id=414051](http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/printable_article?art_id=414051)

64. Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 29.12.2015 № 80-19
65. Про здійснення у 2015 році правочинів з метою його реструктуризації і часткового списання : постанова КМУ від 11.11.2015 №912
66. Богдан Т. Бюджетно-боргова політика поглиблення спаду / Дзеркало тижня [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://dt.ua/macrolevel/byudzhetno-borgova-politika-pogliblennya-spadu-.html>
67. Національний банк та Міністерство фінансів здійснили репрофайлінг ОВДП з портфеля НБУ / Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=56765061](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=56765061)
68. Задорожний В.П. Удосконалення механізму управління державним боргом України / В.П. Задорожний // Інвестиції: практика та досвід. - №23. – 2015. – С. 23-26.
69. Чугунов І. Я. Бюджетна політика в умовах трансформації економіки / І. Я. Чугунов, К. В. Брижан // Екон. вісн. ун-ту/Переяслав-Хмельниц. держ. пед. ун-т ім. Г. Сковороди. - 2017. - Вип. 32/1. - С. 241-251.
70. Карапетян О. Управління державним зовнішнім боргом: методологія оцінки боргової стійкості / О. Карапетян // Наука молода. – 2008. – № 10. – С. 101-109.
71. Манцуров І. Г. Статистика економічного зростання та конкурентоспроможності країни: монографія / І. Г. Манцуров. – К.: КНЕУ, 2006. – 392 с.
72. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України. Наказ Мінекономрозвитку України від 29.10.2013 № 1277 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=cf1a6236-2e54-49b5-9d46-894a4bcdf481>
73. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 р. (редакція від 01.11.2017 р.) / Верховна Рада України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua /laws/show/2456-17>

74. Статистика зовнішнього сектору – Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=65613](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65613)
75. Дані щодо національних рахунків / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua).
76. Золотовалютные резервы Украины / Минфин [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/>
77. Дані щодо індексу ЕМВІ+Україна / Cbonds [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://cbonds.ru/indexes/>
78. Статистичні дані щодо дохідності ОВДП на первинному ринку / Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
79. Индекс инфляции / Минфин [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/economy/index/inflation/>
80. Царук О. В. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави / О. В. Царук // Світ фінансів. – 2007. – № 1. – С. 46-50.
81. Ярошевич Н. Б. Ретроспектива та перспектива управління державним боргом України / Н. Б. Ярошевич, І. А. Хайдукова // Науковий вісник НЛТУ України: Збірник науково-технічних праць. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2009. – Вип. 19.7. – С. 192-197.
82. Про вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : Рішення Ради Національного банку України від 31.10.2017 № 49-рд
83. Богдан Т. П. Зовнішнє боргове навантаження та виклики для валютно-фінансової політики України. Економіка України. 2018. № 7. С. 21–32.
84. Молдован О. О. Державні фінанси України: досвід та перспективи реформ : монографія / О. О. Молдован. – К. : НІСД, 2011. – 380 с.
85. Проект держбюджету-2018 передбачає близько 305,9 млрд грн на виплати за державним боргом / 112 UA [Електронний ресурс] – Режим доступу:

<https://ua.112.ua/polityka/proekt-derzhbiudzhetu-2018-peredbachaie-blyzko-3059-mlrd-hrn-na-vyplaty-za-derzhavnym-borhom-411803.html>

86. Лисяк Л. В. Боргова політика України в умовах реформування системи публічних фінансів / Л. В. Лисяк // Економічний вісник університету. - 2015. - Вип. 27(1). - С. 189-195.
87. Бенч Л. Я. Боргова політика в Україні: реалії та перспективи / Л. Я. Бенч, Р. М. Корнацька // Бізнес Інформ. - 2014. - № 2. - С. 35-39.
88. Лондар С. Л. Можливості трансформації сучасної боргової політики в Україні / С. Л. Лондар, О. С. Лондар // Фінанси України. – 2016. - №6. – С. 26-43.
89. Foday Suma D. The external debt crisis and its impact on economic growth and investment in Sub-Saharan Africa. A regional econometric approach of ECOWAS countries: doctoral thesis in economics / D. Fodey Suma. – Vienna, 2007. – 204 p. – P. 30. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://epub.wu.ac.at/1944/1/document.pdf>
90. Кучер Г. В. Міжнародні фінансово-кредитні інституції у фінансуванні суспільного розвитку України // Економічний вісник університету. Збірник наукових праць, ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди». – 2017. – Вип. 35/1. С. 221-230. 1,2 д.а.
91. Кучер Г. В. Бюджетний дефіцит в системі фінансово-кредитного розвитку економіки/Г.В. Кучер // Бізнес Інформ. – 2017. – №11.
92. Коляда Т. А. Формування бюджетної стратегії України: теорія, методологія, практика : монографія / Т. А. Коляда. – Ірпінь: Національний університет державної фіскальної служби України, 2016. – 395 с.
93. Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. І. Юрій // Журнал європейської економіки – березень 2007 – Том 6 (№1) – С. 6–27.
94. Бенч Л. Я. Напрями вдосконалення управління державним боргом в Україні / Л. Я. Бенч // Журнал Ринок цінних паперів. – 2013. - №9-10. – С.3-10

95. Прутська О.О., Гарбар Ж.В., Губанова Л.І. Управління державним боргом: Навчальний посібник. – К.: Центр учбової літератури. - 2010. – 315 с.
96. МВФ поліпшив прогноз зростання рівня валового зовнішнього боргу України в 2017 р. / Інтерфакс Україна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.interfax.com.ua/news/general/420660.html>
97. Савчук Н. В. Світовий досвід формування доходів бюджету та перспективи його адаптації в Україні / Н. В. Савчук // Фінанси України. – 2014. – № 3 (220). – С. 23-36.
98. Масгрейв Р.А., Масгрейв П.Б. Государственные финансы: теория и практика / Р.А. Масгрейв, П.Б. Масгрейв / Пер. с англ. - М.: Бизнес Атлас, 2009. - С. 648.
99. Деркач М. І. Досвід Німеччини у фінансуванні економічного розвитку регіонів / М. І. Деркач, М. В. Литвин // Бізнес Інформ. - 2012. - № 9. - С. 42-47.
100. Руда О. Л. Державний борг України на сучасному етапі / О. Л. Руда // Економіка та держава.- 2015. - №3. – С.64-67

ДОДАТКИ

Таблиця 1

Частка валового боргу органів державного управління у ВВП за відповідні періоди, %

	2001-2016 роки	2001-2005 роки	2006-2010 роки	2011-2016 роки
Бельгія	100,33	100,90	93,94	105,18
Болгарія	27,10	44,58	15,86	21,90
Чеська Республіка	33,68	26,66	31,34	41,48
Данія	41,04	45,08	34,98	42,73
Німеччина	69,46	62,40	69,78	75,08
Естонія	6,76	5,14	5,24	9,38
Греція	134,88	104,76	117,80	174,20
Іспанія	63,62	48,14	45,38	91,72
Франція	76,61	63,00	71,44	92,25
Хорватія	57,03	39,10	44,70	79,27
Італія	112,95	101,82	106,54	127,57
Кіпр	71,34	61,24	53,22	94,85
Латвія	26,77	13,38	24,20	40,07
Литва	28,29	20,34	22,38	39,85
Люксембург	14,39	7,12	13,34	21,33
Угорщина	68,96	56,66	72,02	76,67
Мальта	65,96	67,98	65,02	65,07
Нідерланди	56,01	49,32	51,70	65,18
Австрія	74,81	66,48	72,82	83,40
Польща	48,51	43,42	47,98	53,20
Португалія	90,21	59,54	77,82	126,10
Румунія	26,36	21,22	18,26	37,38
Словаччина	42,70	41,50	33,42	51,43
Фінляндія	46,68	41,34	38,74	57,73
Швеція	43,47	49,92	39,90	41,07
Об'єднане Королівство	61,07	36,82	54,74	86,55

Джерело: Розроблено за даними [42, 43]

Додаток Б

Таблиця 1

Співвідношення внутрішнього та зовнішнього прямого державного та гарантованого боргу, %



	Внутрішній		Зовнішній	
	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
2001	21,0	28,16	53,6	71,84
2002	21,4	28,24	54,3	71,76
2003	20,5	26,47	57,0	73,53
2004	21,0	24,54	64,4	75,46
2005	19,2	24,56	59,0	75,44
2006	16,6	20,62	63,9	79,38
2007	18,8	21,19	69,9	78,81
2008	46,7	24,64	142,7	75,36
2009	105,1	33,07	212,8	66,93
2010	155,6	35,98	276,7	64,02
2011	173,8	36,72	299,4	63,28
2012	206,5	40,06	309,0	59,94
2013	284,1	48,58	300,7	51,42
2014	488,9	44,41	612,0	55,59
2015	529,5	33,69	1042,3	66,31
2016	689,7	35,74	1240,1	64,26
2017	766,7	35,80	1 375,0	64,20

Джерело: Побудовано за даними [35,41]

Додаток В

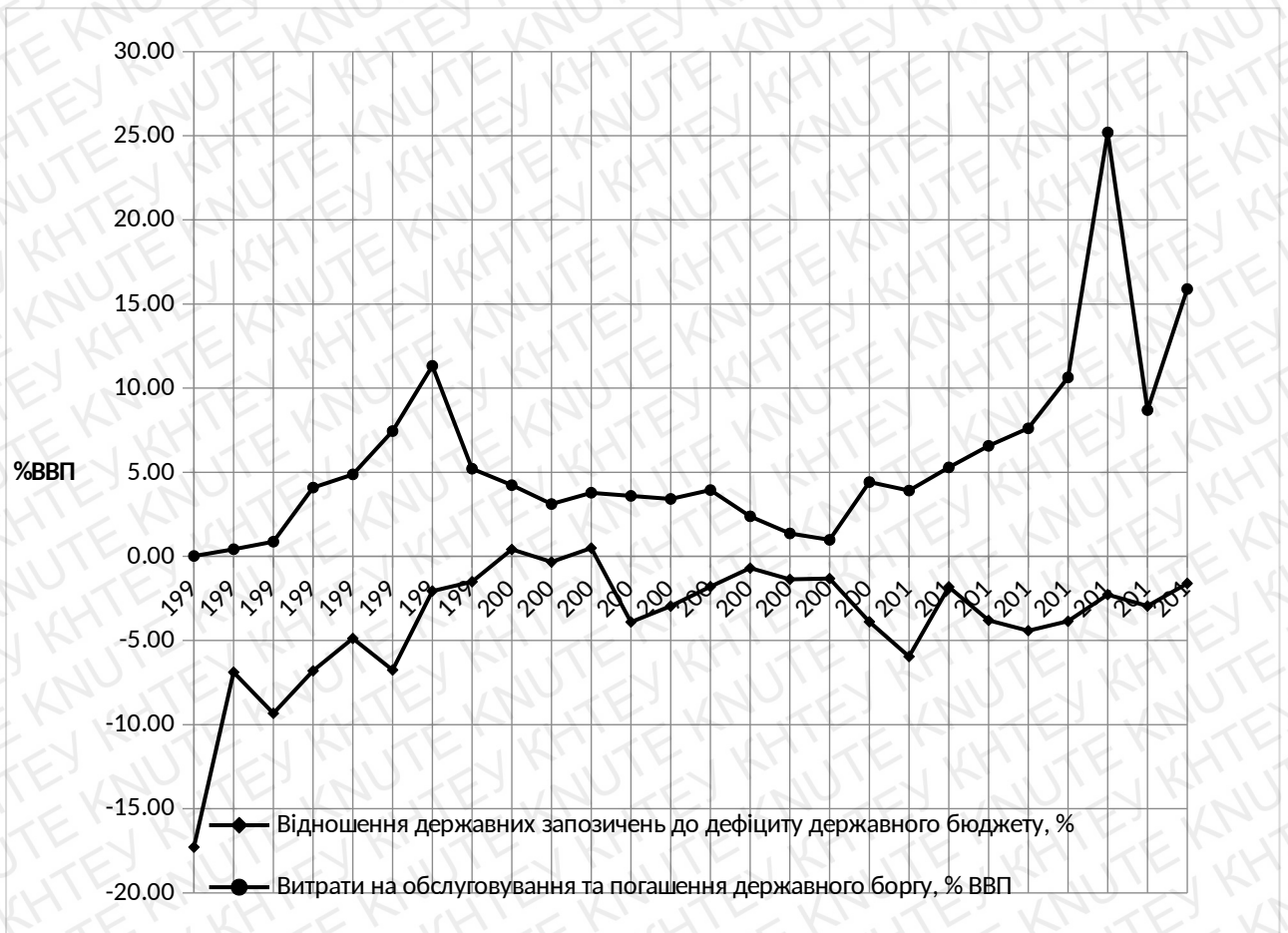


Рис. 1. Динаміка витрат з обслуговування та погашення державного боргу України у 1992-2017 рр.

Джерело: Побудовано за даними [54, 56]

Таблиця 1

## Основні етапи співробітництва України з МВФ

Етап	Період проведення співробітництва	Програма фінансування	Фінансове забезпечення програми
I	1994-1995 рр.	Системна трансформаційна позика(STF)	498,7 млн. СПЗ (763,1 млн. дол.)
II	1995-1998 рр.	Трирічні програми Stand-by	1318,2 млн. СПЗ (1935 млн. дол.)
III	1998-2002 рр.	Програма розширеного фінансуванняEFF	1193 млн. СПЗ (1591 млн. дол.)
IV	2002-2008 рр.	Попереджувальний Stand-by	411,6 млн. СПЗ (600 млн. дол.)
V	2008-2010 рр.	Програма Stand-by, затверджена 05.11.2008 р.	11 млрд. СПЗ (16,43 млрд. дол.), однак освоєно 10,6 млрд. дол.
	2010-2014 рр.	Програма Stand-by, затверджена 28.07.2010 р.	10 млрд. СПЗ (15,1 млрд. дол.)
VI	2015 -2018 рр.	Програма розширеного фінансуванняEFF, затверджена 11.03.2015 р.	17,5 млрд. дол. США

Джерело: розраховано автором на основі даних МФУ

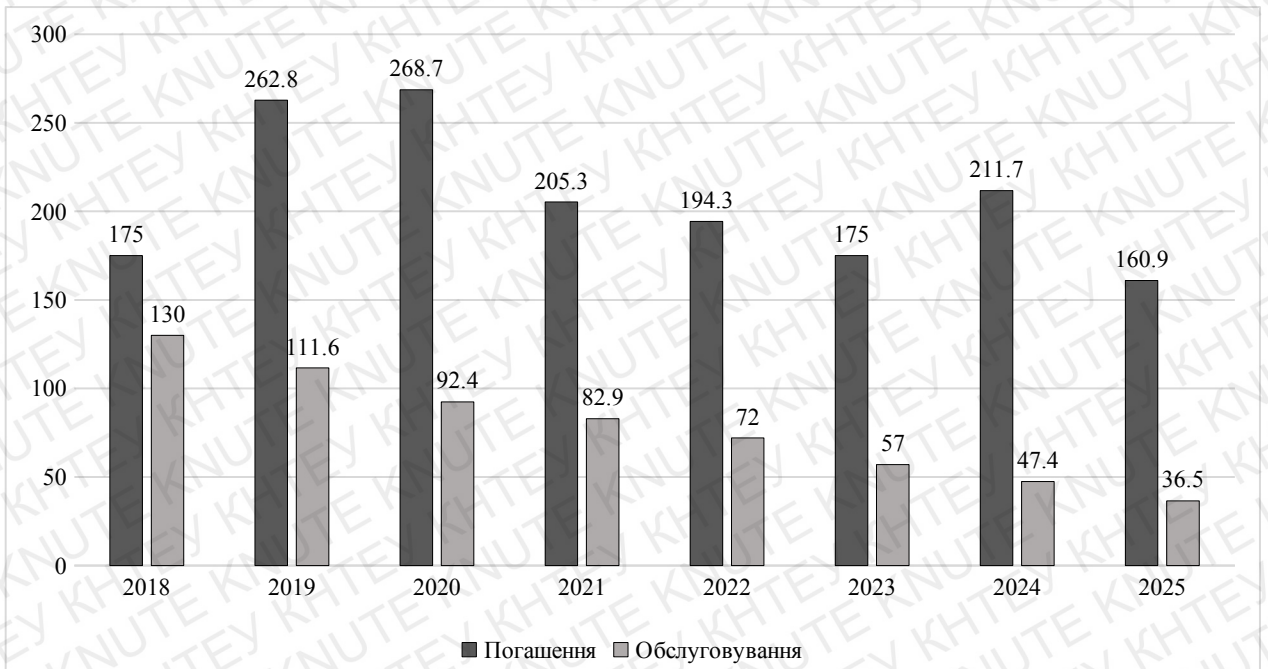


Рис. 3.1. Прогнозні значення платежів за державним та гарантованим державною боргом, млрд.грн.

Джерело: Побудовано за прогнозними даними Міністерства фінансів України

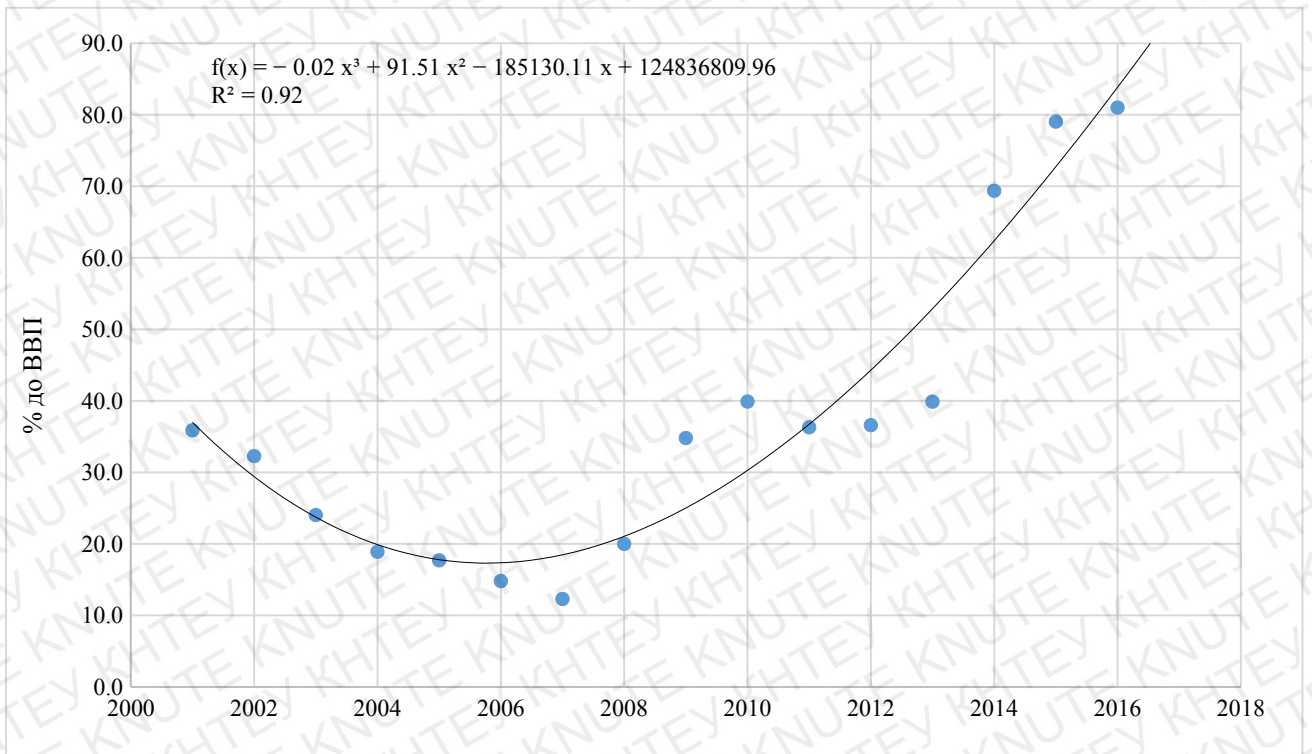


Рис. 3.3. Прогноз динаміки показника боргового навантаження на короткотермінову перспективу

Джерело: Побудовано за даними [41, 75]