

**Київський національний торговельно-економічний університет**

**Кафедра фінансів**

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА  
на тему:**

**Система управління державним боргом  
як складова фінансової політики України**

**Студентки 2 курсу, 1-м групи,  
спеціальності 072  
«Фінанси, банківська справа та  
страхування»  
спеціалізації «Державні фінанси»**

**Ковалюк  
Ольги Ігорівни**

**Науковий керівник  
д.е.н., доцент**

**Пасічний  
Микола Дмитрович**

**Гарант освітньої програми  
д.е.н., професор**

**Макогон  
Валентина  
Дмитрівна**

**Завідувач кафедри фінансів,  
заслужений діяч науки і техніки України  
д.е.н., професор**

**Чугунов  
Ігор Якович**

**Київ 2019**

## ЗМІСТ

|  |    |
|--|----|
| ВСТУП.....   | 3  |
| РОЗДІЛ I. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....   | 6  |
| 1.1. Економічна сутність системи управління державним боргом.....  | 6  |
| 1.2. Система управління державним боргом у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою.....                           | 11 |
| РОЗДІЛ II. СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ.....  | 16 |
| 2.1. Аналіз та оцінка внутрішнього державного боргу.....   | 16 |
| 2.2. Аналіз та оцінка зовнішнього державного боргу.....  | 23 |
| РОЗДІЛ III. ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ У СФЕРІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....                                   | 28 |
| 3.1. Основні завдання фінансової політики у сфері управління державним внутрішнім боргом в умовах економічних перетворень..... | 28 |
| 3.2. Стратегія управління зовнішнім державним боргом України.....  | 34 |
| ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ.....  | 45 |
| СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....  | 48 |
| ДОДАТКИ.....   | 58 |

## ВСТУП

В умовах структурних економічних трансформацій розвиток міжнародної фінансової системи характеризується значним зростанням обсягів державної заборгованості країн світу. Державний борг є складовою фінансових систем переважної більшості країн світу, дієвим інститутом у механізмі макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії держави. Управління зовнішнім державним боргом є ваговою складовою фінансової політики, що впливає на рівень макроекономічної стабільності та визначає результативність подальших економічних перетворень. Значна залежність фінансової системи від зовнішніх запозичень може крім стимулювання економічного зростання посилити негативні тенденції та дисбаланс у розвитку суспільства. Ефективне управління боргом на всіх його етапах дозволить уникнути кризових боргових ситуацій та перевантаження видаткової частини державного бюджету в розрізі витрат на обслуговування державного боргу, сприятиме забезпеченню стабілізації соціально-економічної ситуації та розвитку вітчизняної економіки.

Вагомий внесок у розбудову теоретико-методологічних положень управління державним боргом здійснили такі зарубіжні вчені як Р. Барро, М. Боголепов, С. Брю, Дж. Б'юкенен, Ю. Вавілов, Дж. М. Кейнс, Ф. Лангдана, А. Лернер, К. Макконнелл, Р. Масгрейв, Дж. С. Міль, Т. Сарджент, А. Саркісянц, А. Сміт, Д. Рікардо, А. Тюрго, У. Хеллер. Питанням удосконалення системи управління державним боргом, впливу державного боргу на процеси економічного розвитку присвячені праці вітчизняних науковців О. І. Барановського, Т. П. Вахненко, В. М. Гейця, Н. В. Зражевської, О. М. Карапетян, В. В. Козюка, Г. В. Кучер, Л. В. Лисяк, В. В. Лісовенка, І. О. Лютого, І. Я. Чугунова, В. М. Федосова. Водночас в умовах нестабільності глобальної економіки та постійного зростання зовнішнього державного боргу України тема управління державним боргом потребує подальших досліджень.

**Метою роботи** є розкриття та поглиблення теоретичних засад управління державним боргом, обґрунтування напрямів удосконалення механізму управління державним боргом на середньострокову перспективу.

Досягнення поставленої мети передбачає вирішення таких завдань:

- розкрити економічну сутність системи управління державним боргом;
- визначити особливості системи управління державним боргом у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою;
- здійснити аналіз та оцінку внутрішнього та зовнішнього державного боргу;
- визначені основні завдання фінансової політики у сфері управління державним внутрішнім боргом в умовах економічних перетворень;
- обґрунтувати стратегію управління зовнішнім державним боргом України.

**Об'єктом дослідження** є система управління державним боргом.

**Предметом дослідження** є теоретичні та практичні питання формування та функціонування системи управління державним боргом як складової системи фінансового регулювання соціально-економічного розвитку суспільства.

**Методи дослідження.** У роботі застосовано сукупність методів і підходів, що дозволило реалізувати концептуальну єдність дослідження. Системний та структурний методи використано при розкритті сутності управління державним боргом. За допомогою порівняльного, факторного та статистичного методів узагальнено досвід формування та реалізації фінансової політики у сфері управління державним боргом в країнах із розвинутою та трансформаційною економікою. Історичний та логічний підходи використано при визначенні тенденцій формування державного боргу України. Методи наукового абстрагування, синтезу використано при визначенні пріоритетних напрямів фінансової політики у сфері управління державним боргом на середньостроковий період.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань бюджетної та боргової політики, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Державної казначейської служби України, Державної служби статистики

України, Національного банку України, Рахункової палати України, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в узагальненні підходів і визначенні шляхів інституційного забезпечення вдосконалення системи управління державним боргом України; аналізі динаміки та структури державного боргу України, визначенню особливостей розвитку вітчизняної системи управління державним боргом; обґрунтуванні основних напрямів фінансової політики у сфері управління державним боргом на сучасному етапі соціально-економічного розвитку, розвитку положень щодо формування державної боргової стратегії.

Практичне значення одержаних результатів. Основні положення та результати випускної кваліфікаційної роботи розкрито у статті опублікованій у збірнику наукових праць студентів Київського національного торговельно-економічного університету.

Обсяг та структура роботи. Випускна кваліфікаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. У вступі обґрунтовано актуальність обраної теми, визначено об'єкт, предмет, мету, завдання та методи дослідження, зазначено теоретичне та практичне значення кваліфікаційної роботи. У першому розділі досліджено теоретичні засади управління державним боргом, розкрито економічну сутність системи управління державним боргом, узагальнено систему управління державним боргом у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою. У другому розділі розкрито особливості становлення та розвитку системи управління державним боргом України, здійснено аналіз та оцінку внутрішнього та зовнішнього державного боргу. У третьому розділі визначено пріоритетні напрями фінансової політики у сфері управління державним боргом, основні завдання фінансової політики у сфері управління державним внутрішнім боргом в умовах економічних перетворень, обґрунтована стратегія управління зовнішнім державним боргом України. У висновках наведено теоретичне узагальнення матеріалу, представленого в випускній кваліфікаційній роботі.

## РОЗДІЛ І. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

### 1.1. Економічна сутність системи управління державним боргом

Державний борг є ваговою економічною категорією, яка відображає сукупність економічних відносин у сфері залучення позикових фінансових ресурсів з метою фінансування дефіциту загальнодержавного сектору економіки на основі повернення, платності та строковості. На сучасному етапі соціально-економічного розвитку посилюється увага до підвищення ефективності управління державним боргом задля оптимізації структури боргових зобов'язань держави.

Дослідження проблематики державного боргу, в тому числі і зовнішнього, а також визначення ступеня його впливу на економічний розвиток було одним із найбільш важливих питань у сфері фінансової науки, яке ретельно розглядалося та дискутувалося представниками різних економічних шкіл і течіями економічної думки.

Класична економічна школа, що зародилася в Англії в період кінця XVIII - початку XIX століть, займалася вивченням впливу боргу на економічну політику в країні. Найбільш відомі представники даної економічної школи А. Сміт, Д. Рікардо, Дж. Мілль висловлювалися проти існування боргу, який, за їх словами, лягає на державу важким тягарем. Також вони не заперечували існування ймовірності несплати обсягів цього боргу і, як наслідок, погіршення макроекономічної ситуації в країні. Крім того, на їх думку, державні запозичення призводять до відтоку заощаджень приватного сектора, які могли б використовуватися у вигляді інвестицій у виробництво [54].

З точки зору А. Сміта, як зовнішній, так і внутрішній державний борг мають рівнозначний негативний вплив на економіку держави. У зв'язку з чим він писав: «Величезні борги, які зараз пригнічують, а в довгостроковому плані, можливо, зруйнують всі великі нації Європи, прогресують» [83]. Д.Рікардо був згоден із судженням А. Сміта і висловлювався про борг як про одне з найбільш негативних

економічних явищ [102], при цьому він вважав, що шлях до збільшення національного багатства, можливо, лежить в заощадженні доходів і утриманні від зайвих витрат.

Дж. Ст. Мілль вважав, що тягар боргів з'являється, коли ресурси проходять процес переходу, потрапляючи в державу через приватний сектор, що є тягарем поточних поколінь. Проте в подальшому державний борг зумовлює введення додаткових податків чи збільшення існуючих, що є необхідним для обслуговування боргу, що є тягарем майбутніх поколінь [101]. Дотримувався класичної теорії і Ж.-Б. Сей, який вважав, що зростання боргу не призводить до збільшення кількості грошей в обігу, так як все, що позичає держава, у подальшому віддається кредитору. Таким чином, збільшення боргу не впливає на зростання обсягу національного багатства [98].

Кейнсіанська економічна теорія не висловлювалася різко проти боргу, а лише вважала його ще одним наслідком стабілізаційної політики, виходячи з моделі дефіцитного фінансування Дж. М. Кейнса. При цьому запозичення розглядаються в якості інструменту неінфляційного фінансування дефіциту бюджету. Підхід кейнсіанців припускав, що в закритій економіці в умовах дотримання повної зайнятості з фіксованим розміром населення, первинний тягар державних видатків існує тільки в межах періоду, в якому було профінансовано дані видатки, та саме тому державний борг не передбачає перенесення тягара на майбутні покоління громадян країни [32].

Найвидатніші представники монетаризму І. Фішер, М. Фрідман і А. Мельцер у своїх наукових працях висловлювалися проти використання державного боргу у вигляді інструменту, що є стабілізатором в економіці. Використання в фінансово-економічній політиці такого інструменту як державний борг не буде мати ніякого ефекту як у довгостроковий, так і в короткостроковий період [28]. Представники теорії маржиналізму В. Парето, Дж. Б. Кларк, У. Джеванс та ін. зробили спробу до застосування математичних розрахунків з метою підтвердження різних фінансово-економічних теорій. Незабаром сучасними вченими були використані отримані маржиналістами методи для визначення та вимірювання боргу, його гранично

допустимих значень та відповідних співвідношень з іншими економічними показниками.

Існують як позитивні, так і негативні наслідки залучення зовнішнього державного боргу. До позитивних відносяться: зміцнення міжнародного співробітництва шляхом прийняття боргових зобов'язань у міжнародних фінансових організаціях на міжнародних фінансових ринках, можливість фінансування дефіциту бюджету, вкладення отриманих коштів у виробництво, що приводить до зростання рівня зайнятості. Щодо негативних наслідків державного боргу, слід зауважити наступні: перекладання тягара боргу на майбутні покоління; зниження рівня заощаджень в економіці; можливість розгортання боргової кризи внаслідок застосування неефективної та необґрунтованої фінансової політики держави у сфері регулювання державного боргу; зростання рівня інфляції в довгостроковій перспективі, що призводить до уповільнення економічного зростання; погашення відсотків за зовнішнім боргом призводить до перекладу певної частини реального продукту за кордон.

Зовнішній державний борг є сукупністю зобов'язань органів державної влади всіх рівнів перед нерезидентами за непогашеними позиками та нарахованими відсотками, а також зобов'язань підприємств, гарантованих органами державної влади. Можливості активно використовувати зовнішні запозичення дозволяють з меншими витратами фінансувати дефіцит загальнодержавного сектору економіки, залучати кошти для реформування економіки, для покриття дефіцитів платіжного балансу за поточними операціями та інших цілей. Водночас, високий рівень зовнішньої заборгованості потребує постійного рефінансування державного боргу, високих кредитних рейтингів країни, проведення структурних економічних реформ із урахуванням вимог міжнародних кредиторів, насамперед Міжнародного Валютного Фонду, що у короткостроковій перспективі може суттєво вплинути на рівень соціального захисту та соціального забезпечення населення. Формування політики держави у сфері зовнішніх запозичень та ефективного використання залучених



фінансових коштів є одним із пріоритетів фінансової політики на сучасному етапі економічних трансформацій.

Г. В. Кучер зазначає, що управління державним боргом є системою заходів уповноважених органів управління, що пов'язана із залученням додаткових фінансових ресурсів у розпорядження держави та приведення у відповідність витрат з обслуговування державного боргу до її можливостей [45]. Міжнародний Валютний Фонд визначає управління державним боргом як процес формування та реалізації стратегії управління державним боргом з метою залучення необхідних обсягів фінансування з найменшим рівнем витрат його обслуговування на довгостроковій основі з мінімізацією боргових ризиків [97].

Управління державним боргом – це вид управлінської діяльності, що є складовою управління всією фінансово-кредитною системою держави, який реалізується через механізм управління державним боргом та забезпечує ефективність функціонування системи управління державним боргом. Бюджетний кодекс України визначає управління державним боргом як «...сукупність дій, пов'язаних із здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням державного боргу, інших правочинів з державним боргом, що спрямовані на досягнення збалансованості бюджету та оптимізацію боргового навантаження» [13].

Система управління державним боргом – це упорядкована певним чином сукупність об'єктів, суб'єктів, методів, важелів, інструментів, норм, стандартів, процедур, регламентованих нормами національного та міжнародного права, сформована з метою оптимізації формування, перерозподілу та використання тимчасово вільних кредитних ресурсів в інтересах реалізації загальнонаціональних завдань та пріоритетів [99]. Механізм управління державним боргом відображає особливості фінансово-кредитної політики держави у поточному періоді та на перспективу з урахуванням пріоритетів стратегічного розвитку держави. Використання механізму управління державним боргом дозволяє не лише забезпечити фінансування державних програм соціально-економічного розвитку, а й активно впливати на реалізацію завдань внутрішньої та зовнішньої державної

політики, прискорювати розвиток національної економіки та накопичення фінансового потенціалу як країни в цілому, так і окремих його сегментів, підвищити ефективність управління фінансовою системою країни через механізм державних фінансів.

Державними інститутами, що здійснюють управління державним боргом, виступають органи, організації, установи, на які відповідно до чинного законодавства покладено обов'язок по управлінню державним боргом. Кабінет Міністрів України є представником інтересів держави щодо розміщення державних запозичень та надання державних гарантій за кредитами. Особливе місце у сфері управління державним боргом займає Міністерство фінансів України, у якому функціонує департамент міжнародної та боргової політики.

В процесі управління державним боргом вирішуються наступні завдання: пошук ефективних умов запозичення коштів з точки зору мінімізації вартості боргу; недопущення неефективного та нецільового використання запозичених коштів, забезпечення своєчасної та повної сплати суми основного боргу та нарахованих відсотків; визначення оптимального співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями за умови збереження безпечних значень показників боргової стійкості фінансової системи; забезпечення стабільності валютного курсу та фондового ринку країни.

Необхідно зазначити, що процес управління зовнішнім державним боргом складається з основних трьох стадій: залучення зовнішніх запозичень, використання позикових фінансових ресурсів, погашення та обслуговування боргу. Залучення позикових ресурсів відбувається шляхом первинного розміщення державних цінних паперів та отримання позик. В свою чергу, кошти від державних зовнішніх запозичень можуть спрямовуватися на підтримку інноваційно-інвестиційних проектів розвитку; фінансування дефіциту бюджету, обслуговування існуючого боргу та погашення раніше взятих запозичень; покриття дефіциту платіжного балансу.

## **1.2. Система управління державним боргом у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою**

Вдосконалення фінансової політики має здійснюватися з урахуванням тенденцій соціально-економічного розвитку держави та позитивного досвіду країн з розвинутою та трансформаційною економікою. На даному етапі розвитку фінансових відносин доцільним є визначення напрямів економічного регулювання та пріоритетів боргової політики, виходячи з основоположних засад соціально-економічного розвитку країни на середньо- та довгострокову перспективу. Імплементация зарубіжного досвіду удосконалення системи управління зовнішнім державним боргом повинна здійснюватися з урахуванням відповідних можливостей та потенційної результативності його запровадження. Підхід розвинутих країн до формування боргової політики є важливим з позиції необхідності оцінки впливу сукупності боргових ризиків на стійкість фінансової системи, багаторічному прогнозуванню макроекономічних показників, виходячи із циклічності економічного розвитку. Крім того, доцільним є врахування відповідного досвіду в частині напрямів використання залучених позикових фінансових ресурсів з урахуванням особливостей функціонування національної економіки.

Необхідно відзначити, що одним із вагомих пріоритетів фінансової політики більшості розвинених країн світу на середньострокову перспективу на сучасному етапі розвитку соціально-економічних процесів є зниження рівня державного боргу та боргового навантаження на бюджет. Накопичений державний борг у період рецесії та подальшого відновлення економічного зростання є фактором, який обмежує масштаби і результативність заходів бюджетного регулювання. До того ж, незбалансована бюджетна політика на протязі тривалого періоду часу є однією із причин посилення негативних тенденцій в економіці, про що свідчить досвід Греції останнього десятиліття. У період 2010-2017 років відбулось значне зростання обсягів державного боргу, особливо в країнах з розвинутою економікою. Середній показник частки державного боргу в валовому внутрішньому продукті за аналізований період у

Японії склав 224,8 відсотки, Греції – 151,5 відсоток, Італії – 118,6 відсотків, Португалії – 106,9 відсотків, Бельгії – 97,8 відсотків, США – 94,8 відсотки, Великобританії – 86,9 відсотків, Німеччина – 74,2 відсотки, Іспанія – 70,8 відсотків (Додаток А).

Слід зазначити, що у даний період часу багато країн суттєво перевищили Маастрихтські критерії щодо «безпечного» рівня боргу 60 відсотків до ВВП. Крім того, Міжнародний валютний фонд визначає, що порогове значення державного боргу для країн із трансформаційною економікою не має перевищувати «коридору» 40-50 відсотків ВВП.

Доцільним є подальше проведення консолідації фінансової політики з метою відновлення достатнього рівня стійкості системи державних фінансів з огляду на те, що система державних фінансів таких європейських країн, як Ірландія, Португалія, Іспанія, Греція зазнала найбільшого розбалансування в період економічних трансформацій. Необхідність підтримки фінансово-банківських інституцій, належного рівня платоспроможного попиту населення, обмежені можливості проведення компенсаторної податкової політики обумовили значне зростання показників дефіциту бюджету. Середньозважений показник частки бюджетного дефіциту у валовому внутрішньому продукті за період 2010–2017 років у США становив 8,8 відсотки, в Японії – 8,4 відсотки, в Греції, Індії – 8,3 відсотки, Іспанії – 8,2 відсотки, Великій Британії – 7,5 відсотки, Португалії - 6,7 відсотки. Під час розробки методологічної бази для удосконалення механізму використання бюджетного дефіциту доцільно враховувати відповідний досвід у частині спрямування залучених джерел покриття дефіциту на інноваційно-інвестиційні програми. Активне використання дефіциту бюджету як інструменту економічного зростання шляхом зниження рівня податкового навантаження та збереження значень показника державних видатків у валовому внутрішньому продукті на докризовому рівні зафіксовано у Франції, Великій Британії, Німеччині, США, Японії, Китаї, Індії, Росії. Реалізація зазначеного спрямована на стимулювання високого рівня зайнятості, сукупного попиту та пропозиції, структурних зрушень економіки, збільшення її

високотехнологічної складової, проведення ефективної соціальної політики з урахуванням циклічності економічного розвитку та показників боргової стійкості.

Важливим етапом у сфері державного фінансового регулювання стало підписання країнами-членами Європейського Союзу «Договору про стабільність, координацію і управління в Економічному та Валютному союзі» або «Бюджетний пакт», учасниками якого являються всі члени Європейського союзу, за виключенням Чехії та Великобританії. Даним актом визначено ряд важливих напрямів фінансового регулювання економіки, які мають на меті посилити ефективність впливу держави на соціально-економічні процеси, зокрема було встановлено бюджетно-податкові обмеження та правила:

1) Правило збалансованого бюджету, яке полягає у тому, що бюджет має бути ухваленим з первинним профіцитом або ж бути збалансованим. Структурний дефіцит не повинен перевищувати 0,5 відсотка від валового внутрішнього продукту, проте країнам з рівнем боргу, нижчим за показник у 60 відсотків від валового внутрішнього продукту дозволено мати бюджет із структурним дефіцитом в межах одного відсотка від валового внутрішнього продукту.

2) Правило бюджетного скорочення: у разі перевищення вищенаведених значень показників дефіциту, необхідним є проведення відповідного регулювання видаткової частини бюджету та зниження дефіциту бюджету. Економічна програма партнерства передбачає, що країна, яка перебуває в режимі корекції надмірного дефіциту, повинна надати в Комісію і Раду Європейського Союзу економічну програму партнерства для схвалення програми структурних реформ щодо стійкого скорочення бюджетного дефіциту на тривалу перспективу.

3) Координація випуску державних боргових зобов'язань. Сторони Договору повинні повідомляти про свої плани запозичення на ринку капіталу Раду Європейського Союзу та Європейську комісію для поліпшення координації планування національних запозичень.

4) Здійснення та координація політики підвищення конкурентоспроможності, зайнятості та фінансової стабільності. Держави-члени повинні приймати необхідні дії

та заходи по забезпеченню конкурентоспроможності та сприянню зайнятості, що сприятиме підвищенню стійкості державних фінансів і зміцненню фінансової стабільності. Такі дії узгоджуються з іншими країнами-учасницями та з Європейською комісією.

Міжнародним валютним фондом та Світовим банком були розроблені основні принципи управління зовнішнім державним боргом, спрямовані сприяти країнам у їх діяльності, що націлено на підвищення стійкості фінансової системи:

1) *Цілі та координація управління.* Визначено, що мета управління зовнішнім державним боргом полягає у забезпеченні задоволення потреб органів державного управління у фінансуванні та виконання зобов'язань по платежах при мінімально можливих витратах в середньо- і довгостроковій перспективі і з незначним ступенем ризику.

2) *Публічність та контроль.* Необхідно публічно розкривати інформацію про розподіл обов'язків між Міністерством фінансів, Центральним банком або окремим органом управління зовнішнім державним боргом з підготовки рекомендацій щодо політики управління боргом, проведення первинного розміщення боргових зобов'язань, організації вторинних ринків, депозитарних систем, клірингових і розрахункових механізмів для торгівлі державними цінними паперами.

3) *Інституційна основа.* У правовій основі повинні пояснюватися повноваження щодо здійснення запозичень та випуску нових боргових зобов'язань, здійснення інвестицій та проведення операцій від імені органів державного управління.

4) *Стратегія управління зовнішнім боргом.* Необхідно ретельно відстежувати і оцінювати ризики, притаманні структурі державного боргу. Такі ризики слід пом'якшувати в максимально можливій мірі шляхом зміни структури боргу, беручи до уваги витрати, пов'язані з такими діями та заходами.

5) *Система управління ризиками.* Необхідно розробити систему, яка дозволяє керуючим боргом визначати бажані співвідношення між очікуваними витратами і ризиками, пов'язаними з портфелем державних боргових зобов'язань, і управляти ними.

б) *Розвиток ринку боргових цінних паперів.* Для мінімізації витрат і ризику в середньо- і довгостроковій перспективі керуючі боргом повинні забезпечувати узгодженість проведених ними заходів політики та операцій із завданням розвитку ефективного ринку державних цінних паперів. Органи державного управління повинні прагнути до формування широкої бази інвесторів для своїх внутрішніх і зовнішніх зобов'язань, приділяючи при цьому належну увагу витратам і ризику. Ставлення до інвесторів має ґрунтуватися на принципах рівності.

Механізм управління державним боргом відображає особливості фінансово-кредитної політики держави у поточному періоді та на перспективу з урахуванням пріоритетів стратегічного розвитку держави. На даному етапі розвитку фінансових відносин доцільним є визначення напрямів економічного регулювання, пріоритетів боргової політики, виходячи з основоположних засад соціально-економічного розвитку країни на середньо- та довгострокову перспективу. Підхід розвинутих країн до формування боргової політики є важливим з позиції необхідності оцінки впливу сукупності боргових ризиків на стійкість фінансової системи та багаторічному прогнозуванні макроекономічних показників, виходячи із циклічності економічного розвитку. Крім того, доцільним є врахування відповідного досвіду в частині напрямів використання залучених позикових фінансових ресурсів з урахуванням особливостей функціонування національної економіки.

## РОЗДІЛ II. СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

### 2.1. Аналіз та оцінка внутрішнього державного боргу

В останні роки державою було здійснено заходи, спрямовані на вдосконалення нормативно-правової бази з питань управління державним боргом, у тому числі з метою зменшення ризиків у сфері управління державним боргом та забезпечення мінімізації втрат бюджетних коштів під час управління державними борговими зобов'язаннями.

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.

Перші залучення кредитів відбувалися з окремих країн, в першу чергу – колишніх республік СРСР. Всього таких кредитів було отримано на суму понад 2 млрд дол. США. Сума, виплачена держбюджетом в 1993-2003 роках іноземним кредиторам за зобов'язаннями українських підприємств, перевищила 1,4 млрд дол. При цьому з 1993 року до липня 2003 року підприємства-боржники повернули до бюджету лише 10% заборгованості.

Протягом перших трьох років незалежності зовнішній державний борг України склав 3,6 млрд дол. США, з яких понад 2,7 млрд дол. становили кредити, оформлені як врегулювання простроченої заборгованості перед Російською Федерацією [91].

У цей період в Україні почав формуватися самостійний грошовий обіг, але відсутність власної грошової одиниці призвела до вимушеного використання рубля неіснуючої держави. Як і в інших пострадянських країнах, почали створюватися



віртуальні монетні двори, які займались емісією рублів в електронній формі, якими оплачували постачання товарів. Влітку 1992 року обмін товарів на віртуальні рублі був припинений, а гроші були зараховані як товарний кредит, виданий вітчизняному бізнесу. Ця заборгованість отримала статус державного боргу, який уряд України зобов'язувався погасити до 1 жовтня 1999 року.

Із 1993 року загальний державний борг України поступово зростав, а вже на початок 1994 року становив 4,8 млрд дол. США, з яких зовнішня заборгованість складала 75% [20]. Це було обумовлено дефіцитом державного бюджету та платіжного балансу, високою залежністю від імпорту енергоресурсів та неефективним використанням кредитних коштів.

Окрім постійного бюджетного дефіциту, економіка України характеризувалась орієнтацією на експорт та масовою приватизацією промислових об'єктів. Це прискорило вихід країни на міжнародну арену експортерів, кредиторів та інвесторів. Налагодження відносин із міжнародними фінансовими організаціями сприяло формуванню інвестиційного клімату країни та дало можливість отримувати нові позики. Контакти з МФО розпочалися з другої половини 1994 року. Основними кредиторами стали Міжнародний валютний фонд (МВФ), Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР), Європейській банк реконструкції і розвитку (ЄБРР). За рахунок кредитів від зазначених організацій зовнішній борг тільки протягом 1995 року збільшився на 3,2 млрд дол. США.

Проте зазначена співпраця мала певні особливості. Передумовою отримання першого кредиту від МВФ стало підписання українським урядом у вересні 1994 р. «Меморандуму з питань економічної політики та стратегії», який прискорив впровадження ринкових відносин в Україні та фактично визначив напрямки розвитку українського суспільства. До основних вимог належали: лібералізація системи зовнішньої торгівлі, валютного курсу та цінової політики, обмеження регулювання цін, скорочення субсидювання і впровадження адресної допомоги населенню, прискорення приватизації підприємств державного сектору, реструктуризація природних монополій та адміністративна реформа [24].

У березні 1995 року під патронатом Національного Банку України відбулися перші аукціони з розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Цей інструмент вирішував питання бюджетного дефіциту лише в короткостроковому періоді, а їх висока прибутковість (45-60% річних) призвела до багатократних переplat за відсотками.

Зростала також заборгованість перед країнами СНД в першу чергу за газ і паливні матеріали. Це змусило зробити спробу реструктуризації боргів. У результаті домовленості з Росією вдалося спростити борг на загальну суму 1,1 млрд дол. США, тому впродовж 1995-1996 років Україна зменшила боргове навантаження, виплачуючи тільки відсотки за кредит, а сам термін погашення перенесли на 1997 рік. Варто також відзначити, що станом на 1995 рік борг за природний газ перед Туркменією склав 723,4 млн. дол. США, який український уряд зобов'язувався повернути до 2001 року, проте реструктуризація заборгованості країни за держборгами Паризькому клубові кредиторів дозволила уникнути цього платежу.

У 1996 році було введено національну валюту – гривню, що дало змогу розширити джерела кредитування. Почали отримуватися позики на міжнародних фінансових ринках шляхом випуску єврооблігацій, залучались кредити іноземних комерційних банків, випускались облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Того ж року Україна позичила за кордоном 1,6 млрд дол. США. У 1997 році приріст державних кредитів склав 1,5 млрд. дол. США.

Нові позики в більшій кількості брались на погашення раніше накопичених боргів. Бюджет 1997 року мав дефіцит у розмірі 1,26 млрд дол. США, який Кабмін планував фінансувати із зовнішніх джерел. Були отримані кредити від банку Chase Manhattan та Nomura International на суму близько 500 млн дол. Розвиток взаємовідносин з МФО трохи сповільнився: їх не влаштовували темпи структурних реформ вітчизняної економіки, тому з цього джерела надійшло близько 33% запланованої суми в 1,1 млрд дол. США [19].

1998 року дефіцит бюджету усували шляхом залучення 1,4 млрд дол. США, з яких на зовнішніх ринках позичили 1,1 млрд дол., Світовий банк позичив 270 млн дол.

У серпні 1998 р. настали пікові виплати із зовнішнього боргу. Через необхідність термінового залучення додаткових коштів прибутковість ОВДП зросла до 75% річних, коли інфляція становила лише 10,6%, що й спровокувало кризу платежів за завеликими відсотками. Через неможливість виплачувати з бюджету величезні відсотки з ОВДП, провели конверсію наявного портфеля облігацій, що призвело до девальвації гривні. Тоді ж державний зовнішній борг зріс на 1,9 млрд дол. США.

Вже з 1995 року щорічні витрати на обслуговування та погашення зовнішнього боргу перевищували нові боргові надходження. Кредити бралися для перекриття дефіциту бюджету, який формувався в тому числі через необхідність виплат по зовнішніх боргах. Через це в 1998 році суттєво скоротилися позики як із зовнішніх, так і з внутрішніх джерел.

У 1999 році державний борг зріс до 15,3 млрд дол. США, що перевищило критично допустимий рівень у 60% від валового внутрішнього продукту. Уряд виявився неспроможним сплачувати по накопичених боргах. Обсяг необхідних виплат лише Міжнародному валютному фонду в 2000 році перевищував всі валютні резерви НБУ. До кінця 1990-х років видатки з обслуговування та погашення гарантованого державного боргу становили 31% від сукупних боргових платежів держави. Загальні платежі по зовнішньому державному боргу в 2000 році мали бути вдвічі вищими за показники попереднього і становити 3,7 млрд гривень. Поставало питання реструктуризації зовнішнього та внутрішнього боргу і докорінної зміни боргової політики [19].

Падіння кредитних рейтингів країни призвело до необхідності термінового вирішення питання зовнішнього боргу перед іноземними урядами та МФО. Так, у жовтні 1999 року Верховна Рада України заборонила взяття нових іноземних кредитів під державні гарантії [68]. Виплати по ОВДП було переоформлено на нові документи з погашенням вже у 2001-2004 роках. Для іноземних власників ОВДП були випущені спеціальні євробонди. Зобов'язання по зовнішніх комерційних боргах було замінено єврооблігаціями на суму 250 млн дол. США з 10-11% річною ставкою, які погашались до 2007 року.

На 1 січня 2000 року зовнішній борг України становив близько 12,5 млрд дол. США (майже 54% ВВП). Кабмін, виконуючи зобов'язання з обслуговування зовнішньої заборгованості, з жовтня 1999 року по вересень 2000 року нових іноземних позик не отримував. Загальний обсяг зовнішнього державного боргу України в 2000 р. скоротився на 17,1%.

Таким чином, Україна за період з січня 2000 р. по березень 2001 р. провела реструктуризацію державного боргу перед комерційними кредиторами. У результаті 99,9% зовнішніх комерційних боргів замінили єврооблігаціями на суму 1133,3 млн дол. з щоквартальним купоном зі ставкою 10% річних і 1129,3 млн дол. — з щоквартальним купоном зі ставкою 11% річних. Україна справно виплачувала відсотки по єврооблігаціях, кілька разів здійснюючи їхню амортизацію. З 2003 р. рівень піврічних амортизаційних виплат зріс до 9,3%, що частково й зумовило підвищення сум зовнішніх виплат.

В результаті перемовин з Паризьким клубом кредиторів влітку 2002 року вдалося домовитись про реструктуризацію 580 млн дол. США боргу із 950. Фактично оформлялася відстрочка платежів на 12 років з трирічним пільговим періодом і погашенням 18-ма рівними частинами. Зокрема, було підписано угоди з Німеччиною, США та Францією, через півроку — з Японією. І тільки у лютому 2003 року вдалося реструктурувати борг Туркменією (за постачання газу в 1993—1994 роках) обсягом 281,7 млн дол. США [19].

9 липня 2003 року парламент законодавчо оформив збільшення граничного розміру зовнішнього державного боргу станом на 31 грудня 2003 року до 8,7 млрд дол. США за рахунок додаткового випуску ОВДП.

Наслідком економічного відновлення стало зникнення недовіри до українського фінансового ринку на міжнародній арені. Протягом 2004 року низка провідних рейтингових агентств підвищила кредитний рейтинг України до В – В+ зі стабільним та позитивним прогнозом. Це дало доступ уряду до міжнародних фондових ринків і розміщенню єврооблігацій України за рекордно низькими ставками на рівні 6,9% річних [19].

До 2007 року прямий державний та гарантований державою борг поступово зменшується до 12,2% від ВВП України. Однак Україна лише за зовнішнім боргом повинна була щороку сплачувати 1,7-2,1 млрд дол. США. Протягом зазначеного періоду державний борг зріс до 39,9% від ВВП (Додаток Д).

Економічна криза, яка розгорнулась у 2008-2011 роках, призвела до скорочення виробництва та відтоку приватного капіталу з українського ринку. Починаючи з 2008 року зовнішній державний борг України має тенденцію сталого зростання. Через скорочення бази оподаткування, а як наслідок – недостатності фінансування бюджетного дефіциту, використовувались накопичені золотовалютні резерви, які на кінець 2007 року становили 31,5 млрд дол. США. За 2008-2013 роки їх обсяг скоротився на 37%, до 20,4 млрд дол. США (Додаток Е).

У період кризи необхідно було знову звернутися за допомогою до міжнародних фінансових організацій. Відповідно до програми «Stand-by» від МВФ протягом 2008-2010 рр. Україна отримала 14,4 млрд дол. США. Також у 2008 році отримано терміновий кредит від Світового банку на погашення дефіциту бюджету в розмірі 800 млн дол. США. Ці транші були спрямовані не на цілі розвитку, а на поточні видатки і вже в 2012-2013 роках призвели до рекордних виплат по зовнішньому боргу: 3,7 млрд дол. США в 2012 році і 5,7 млрд дол. США в 2013-му [60].

Протягом 2008-2013 рр., за даними Міністерства фінансів України, загальна сума державного та гарантованого державою боргу збільшилась більш ніж втричі, – до 73,1 млрд. дол. США в еквіваленті.

Слід зауважити, що динаміка цього показника в доларах істотно відрізняється від динаміки в гривнях.

Основними причинами зростання обсягу державного боргу в 2014-2015 роках стали зміна влади, анексія АР Крим та тривалий військовий конфлікт на сході країни, руйнування інфраструктури та промислових об'єктів на частині території країни, а також збільшення видатків на оборону та обслуговування державного боргу.

Уряд в черговий раз був змушений звернутися за фінансовою допомогою до міжнародних інституцій. Зовнішні зобов'язання органів державного управління та

НБУ в підсумку за 2014 рік зросли до 35,1 млрд дол. США в результаті залучення кредитів від ЄС, Канади та Японії. Також в рамках програми «Stand-by» в 2014 році отримано 4,6 млрд дол. США, з яких 3,7 млрд дол. США повернуто МВФ за попередні борги і 1,3 млрд дол. США від Світового банку [38].

Причиною є падіння усіх кредитних рейтингів України і присвоєння її борговим зобов'язанням дефолтної або переддефолтної оцінки в 2015 році. За таких обставин можна було лише розраховувати на фінансову підтримку МФО, задля чого доводилося йти практично на всі умови щодо внутрішньої економічної політики, висунуті МВФ. В результаті, у березні 2015 року Україні надано перший транш в 5 млрд дол. США в рамках нової програми «Extended Fund Facility», яка передбачає кредитування в обсязі 17,5 млрд дол. США. У серпні того ж року отримано ще 1,7 млрд дол. США. Безпосередньо за підсумком 2015 року загальна сума державного та гарантованого державою боргу скоротилася на 6,2%. Основною причиною таких змін є проведення реструктуризації та списання частини зовнішнього боргу. Станом на 1 січня 2016 року загальний державний борг склав 65,5 млрд дол. США, з яких зовнішній борг склав 43,4 млрд дол. США (66%).

За програмою EFF Україна отримала ще 1 млрд дол. США у вересні 2016 року та 1 млрд дол. у квітні 2017 року.

Кошти, залучені в період 2014-2016 рр., були спрямовані на проведення ряду реформ, які полягали у проведенні гнучкої та стійкої курсової політики, стабілізації національної грошової одиниці, відновленні золотовалютних резервів, реформуванні НБУ і посиленні його фінансової самостійності, відновленні банківської системи. За рахунок цих реформ Україна змогла також покращити стан свого боргового портфелю, вирішити проблеми енергетичного сектору, покращити бізнес-клімат, досягти скорочення державних витрат.

Станом на кінець 2017 року валовий державний борг склав 76,31 млрд дол. США, що в гривневому виразі втричі більше, ніж у 2013 році. Причиною зростання боргу у гривневому еквіваленті стала трикратна девальвація національної грошової одиниці у 2015 році. Проте, співвідношення державного боргу до ВВП на кінець 2017

року становило 68%, що значно менше, ніж у 2016 році (76,1%). Такі зрушення були зумовлені ревальвацією реального обмінного курсу гривні, поступовим відновленням економічної активності, а також погашенням незначної частини внутрішньої і зовнішньої заборгованості. Структуру зовнішнього державного боргу за типом кредитора на кінець 2017 року наведено в Додатку І.

Станом на 30 червня 2018 року зовнішній державний та гарантований державою борг України склав 47,1 млрд дол. США або 1235,1 млрд грн. Золотовалютні резерви компенсують зовнішній державний борг лише на 35%. Валовий обсяг зовнішнього боргу з початку 2018 року скоротився на 1,4 млрд дол США до 113,8 млрд дол США [60].

Таким чином, державний борг України створює чималі ризики для фіскальної стійкості країни. Нинішній рівень економічної безпеки в Україні, з огляду на тенденцію щодо швидкого зростання обсягу зовнішньої і внутрішньої заборгованості, загрозливий. Здійснення запозичень у значних обсягах в умовах економічних перетворень посилює загрози та ризики для фінансової стабільності держави. Перевищення державного боргу граничних розмірів ВВП та інших макроекономічних показників становить загрозу економічній безпеці країни.

## **2.2. Аналіз та оцінка зовнішнього державного боргу**

Державний та гарантований державою зовнішній борг виправданий лише тоді, коли всі витрати, пов'язані з його управлінням, сприяють зростанню державних доходів у майбутньому. Вітчизняний фінансовий ринок є недостатньо розвиненим та в умовах інтеграції стає ще більш відкритим до боргових криз, саме тому важливим є дотримання наведеного правила.

Відповідно до цього в межах управління державним та гарантованим державою зовнішнім боргом здійснюється його обслуговування і погашення. Окрім того, в Бюджетному кодексі України зазначається, що дані витрати є захищеними статтями витрат бюджету. Так, згідно Бюджетного кодексу України, обслуговування

державного боргу – це операції щодо здійснення плати за користування кредитом (позикою), сплати комісій, штрафів та інших платежів, пов'язаних з управлінням державним боргом. До таких операцій не належить погашення державного боргу. У свою чергу, погашення державного боргу – це операції з повернення позичальником кредитів (позик) відповідно до умов кредитних договорів та/або випуску боргових цінних паперів [11]. Сума коштів, необхідних для здійснення платежів з погашення та обслуговування державного боргу за рік, а також сума витрат на виконання державою гарантійних зобов'язань, затверджується Законом України про Державний бюджет України на поточний рік [85]. Крім того, нагромадження державного та гарантованого державою зовнішнього боргу призводить до зростання витрат на його обслуговування.

Наведені в узагальненому вигляді дані показують, що найбільший темп приросту витрат на обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу припадає на 2015 рік – 70,97% , що пов'язано з накопиченням витрат на обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу за попередні роки, девальвацією гривні та значною часткою валютного боргу. Окрім того, темп приросту 2016 року до 2007 року становить 1173,79%, що свідчить про значне зростання витрат на обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу протягом останніх десяти років (Додаток К).

Питома вага витрат на обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у загальній сумі витрат на обслуговування державного боргу тільки протягом 2007-2008 років займала більше половини (77,81% та 77,29%). Натомість у 2009 році становила не більше 48,45%. Тому ми можемо стверджувати, що сума витрат на обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у загальній сумі витрат на обслуговування державного боргу займає меншу частину ніж витрати на обслуговування державного та гарантованого державою внутрішнього боргу.

Наведені в узагальненому вигляді дані показують, що найбільший темп приросту витрат на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу



припадає на 2015 рік – 516,61%, причинами такого зростання також є накопичення витрат на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу за попередні роки, девальвація гривні та значна частка валютного боргу. Натомість можемо спостерігати скорочення витрат на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у 2008 році (-42,29%), у 2010 році (-47,79%) та у 2016 році (-97,22%). Загальний темп приросту за останні десять років становить 120,21% (Додаток Л).

Питома вага витрат на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у загальній сумі витрат на погашення державного боргу у 2007 році та 2015 році займала більшу половину. Найменшу частину витрати на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у загальній сумі витрат на погашення державного боргу становлять у 2016 році – 8,11%. Тому, ми можемо стверджувати, що сума витрат на погашення державного та гарантованого державою зовнішнього боргу у загальній сумі витрат на погашення державного боргу займає меншу частину ніж витрати на погашення державного та гарантованого державою внутрішнього боргу.

Згідно Програми з управління державним боргом на 2017 рік виплати державного бюджету на 2017 рік з погашення та обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу становлять 30,0%, або 72 198,8 млн грн. У 2017 році обсяг платежів з погашення зовнішнього державного боргу становить 30 938,0 млн грн, або 23,9%, – зобов'язання за зовнішнім боргом, з яких: погашення зобов'язань перед МВФ – 16 836,4 млн грн, перед МБРР – 7 304,8 млн грн, перед ЄБРР – 3 251,8 млн грн. В обслуговуванні державного зовнішнього боргу у вказаному періоді найбільшу питому вагу матимуть виплати за ОЗДП 2015 року в сумі 28 615,3 млн грн, за кредитами МВФ в сумі 3 375,4 млн грн та за кредитами МБРР в сумі 2 678,9 млн грн [73].

Аналіз структури боргу в розрізі валют погашення показав, що за підсумками 2014 р., який характеризувався різким збільшенням обсягів як зовнішньої, так і внутрішньої заборгованості в гривневому виразі, обсяг державного і гарантованого

державою боргу, номінованого в іноземній валюті становив 61,7%, коли на кінець 2017 р. його частка склала 70% (Додаток М). Така тенденція сприяє зростанню валютних витрат уряду з обслуговування боргових зобов'язань та посилює загрозу скорочення валютної пропозиції на вітчизняному фінансовому ринку, а також створює додаткові загрози для боргової стійкості стосовно посилення валютного ризику та девальвації національної грошової одиниці.

Зростання обсягів виплат за всіма зовнішніми кредитними угодами у 2009-2017 роках є наслідком девальвації та залучення нових позик. До 2014 року відбулося трьохкратне знецінення національної грошової одиниці, а оскільки близько 55% державного боргу було зосереджено в іноземній валюті, то його переоцінка призвела до того, що у 2015 році державний борг України зріс до 1572180,2 млн грн., виплати на погашення зовнішньої заборгованості досягли максимального значення за весь досліджуваний період. Платежі з обслуговування державної заборгованості стали найбільшою статтею видатків у 2015 році. Виплати України за борговими зобов'язаннями до 2022 року оцінюються на рівні 64,2 млрд дол. США, з яких за зовнішнім боргом має бути сплачено 28,7 млрд дол. США [60]. Так, у 2019 році Україна має почати погашати єврооблігації, які вона випустила в процесі реструктуризації, проведеної в 2015 році. На це необхідно 3,8 млрд дол. США. Загалом країна повинна витратити 8,9 млрд дол. США на погашення зовнішнього державного боргу до кінця 2019 року.

Завдяки розміщенню на зовнішньому ринку 15-річних єврооблігацій в обсязі 3 млрд дол. США вартістю 7,375% річних, 26 вересня 2017 р. було завершено операцію з викупу облігацій зовнішніх державних позик України з терміном погашення у 2019-2020 рр. на загальну суму 1,68 млрд дол США, що сприятиме зменшенню боргового навантаження [44]. Однією з причин випустити нові євро бонди стала необхідність відстрочити часину виплат за існуючими боргами, значний обсяг яких (близько 20 млрд дол.) припадає на найближчі чотири роки. Зберігається тенденція щодо утримання відсоткового ризику як показника підвищення вартості боргу оскільки зміни відсоткових ставок боргу як у національній, так і в іноземній валюті є чинником

впливу на вартість обслуговування боргу як щодо нових випусків при рефінансуванні боргу з фіксованою ставкою, так і для боргу з плаваючою ставкою на дати перегляду ставок [42].

Отже, аналіз зовнішньої заборгованості України показує, що економічна система держави характеризується низьким рівнем боргової стійкості та є надто чутливою до впливу фінансових ризиків. Серед сучасних тенденцій у сфері зовнішніх запозичень України можна виокремити високу залежність від зовнішніх запозичень; нестабільність та непередбачуваність зовнішніх запозичень; неефективне використання запозичених ресурсів, які спрямовуються не на інвестиційні цілі, а на фінансування поточних витрат бюджету, покриття бюджетного дефіциту та обслуговування і погашення попередніх боргових зобов'язань; неспроможність відстоювати національні інтереси перед кредиторами в процесі отримання зовнішніх кредитів; вплив корупції на процеси використання залучених коштів; зростання зовнішньої заборгованості держави.

Водночас, варто пам'ятати, що погашення зовнішнього боргу призведе до відтоку фінансових ресурсів закордон, на відміну від внутрішнього, в випадку якого кошти залишаються у вітчизняній фінансовій системі. Виходом із даної ситуації є пошук потрібних ресурсів усередині держави. Проте внутрішні можливості, особливо фінансовий ринок, занадто обмежені, в силу недостатнього розвитку вітчизняного фондового ринку. Саме це є основною причиною переважання зовнішнього державного боргу України над внутрішнім.

Проте, структурні реформи, розпочаті в Україні за підтримки міжнародних фінансових організацій, та провадження більш виваженої боргової політики сприяють поступовому економічному зростанню та макроекономічній стабілізації.

## РОЗДІЛ III.

### ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ У СФЕРІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

#### 3.1. Основні завдання фінансової політики у сфері управління державним внутрішнім боргом в умовах економічних перетворень

На сучасному етапі економічних перетворень важливими напрямками фінансової політики у сфері управління державним боргом є створення системи щодо управління ризиками державного боргу з метою запобігання піковим навантаженням на державний бюджет, розвитку вторинного ринку державних облігацій за рахунок проведення активних операцій з державним боргом та з вільними коштами на єдиному казначейському рахунку; скорочення боргового навантаження на економіку, в тому числі за підтримки міжнародного фінансування (переважно рефінансування боргу) та управління боргом, що дасть змогу зменшити виплати, пов'язані з обслуговуванням державного боргу в найближчі роки; встановлення граничного обсягу надання державних гарантій на бюджетний період не більш як 5 відсотків доходів загального фонду державного бюджету за рішенням Кабінету Міністрів України або на підставі міжнародних договорів України для кредитування проектів інвестиційного характеру на об'єктах, що мають загальнодержавне значення; фінансування дефіциту спеціального фонду державного бюджету за рахунок кредитів (позик), що залучаються Україною від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій для виконання інвестиційних програм (проектів); надання державних (місцевих) гарантій для реалізації інвестиційних, інноваційних, національних та інших проектів розвитку за договорами, укладеними з іноземними державами, банками і міжнародними фінансовими організаціями.

Для підвищення ефективності управління боргом, скорочення розмірів простроченої заборгованості перед державним бюджетом доцільно в процесі надання гарантій за даними кредитами передбачити процедуру оформлення переходу прав

власності на користь держави у випадку формування простроченої заборгованості перед державним бюджетом більше ніж три роки.

Удосконалення механізму управління державним боргом потребує застосування системного та комплексного підходу. Важливим напрямом його удосконалення та поживлення інвестиційного процесу, посилення впливу бюджету на інноваційний розвиток, скорочення сфери дії ефекту витіснення виступає запровадження практики створення Державного фонду розвитку. Фінансування видатків фонду можливе за рахунок тимчасово вільних коштів бюджету, що утворюються за допомогою кредитних ресурсів через систему державного кредиту. Це дозволить не лише упорядкувати пріоритети державних видатків, забезпечити їх високу результативність, а й диверсифікувати державні фінансові інструменти, залучити кошти національних та іноземних інвесторів у сфери економічної діяльності, що потребують фінансової підтримки, державного контролю та регулювання.

З метою підвищення кредитних рейтингів України в контексті удосконалення управління державним боргом розроблено план відповідних заходів: для упередження ризику зниження суверенного рейтингу – своєчасне і в повному обсязі виконання державою зобов'язань за державним боргом, розкриття інформації про стан і структуру державного боргу, обсягу майбутніх платежів за ним; запроваджено практику ведення постійного діалогу з провідними рейтинговими агентствами щодо соціально-економічного та фінансового стану країни.

Досягнення мети управління державним боргом забезпечувалося виконанням таких запланованих завдань: проведення виваженої політики управління державним боргом та утримання обсягу державного боргу відносно валового внутрішнього продукту на безпечному рівні; своєчасне та у повному обсязі виконання зобов'язань за державним боргом; здійснення державних запозичень із строками погашення, які дають змогу уникнути пікових навантажень платежів з погашення державного боргу та зменшити ризик рефінансування; оптимізація валютної структури державного боргу; забезпечення ефективної співпраці з провідними міжнародними рейтинговими агентствами щодо присвоєння ними суверенного кредитного рейтингу Україні та її

борговим зобов'язанням; встановлення рівня державних гарантій, що надаються державою для забезпечення виконання зобов'язань за кредитами, залученими з метою реалізації інвестиційних проектів; підвищення ефективності та результативності співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями і фінансово-кредитними установами, пов'язаного із залученням та використанням фінансових ресурсів.

Управління зовнішнім державним боргом повинно мати системний характер і здійснюватися у рамках цілісного механізму. Боргове планування повинне стати невід'ємною частиною макроекономічного і бюджетного планування та прогнозування.

Боргове планування і прогнозування має здійснюватися на основі прогнозу розвитку економіки на короткостроковий і середньостроковий термін; аналізу фінансової політики та прогнозу бюджетних показників; прогнозу платіжного балансу країни та обсягу її золотовалютних резервів; прогнозу динаміки основних світових валют та обмінного курсу національної грошової одиниці; прогнозу кон'юнктури міжнародного ринку капіталів та оцінки спроможності держави залучати ринкові позики; прогнозу витрат бюджету на погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу.

Науково обгрунтоване планування і прогнозування у рамках механізму управління зовнішнім державним боргом України потребує розробки і впровадження відповідних методик. Важливою передумовою ефективного управління зовнішнім державним боргом України є достовірний облік боргу і контроль за його станом у режимі реального часу. Інформаційно-аналітичне забезпечення і адекватний облік боргових зобов'язань є основою для вибору найбільш ефективних методів, важелів та інструментів управління зовнішнім державним боргом України та прийняття обгрунтованих рішень у сфері зовнішньої боргової політики держави.

Достовірний облік дозволяє мати реальну картину величини і складу боргових зобов'язань держави, визначити розмір коштів на їх погашення і обслуговування, а також реалізувати дієвий контроль з боку громадськості за станом зовнішнього боргу. На сьогодні в Україні завдання забезпечення належного рівня обліку, повноти,

об'єктивності та прозорості інформації про обсяг і структуру зовнішнього боргу центрального уряду в цілому вирішене.

Діюча у Міністерстві фінансів України інтегрована автоматизована база даних щодо державного боргу дозволяє отримувати інформацію щодо обсягу зобов'язань за кожною угодою, фіксувати розрахунки з погашення і обслуговування боргу, робити оцінки і прогнози витрат на погашення і обслуговування боргу. Таким чином, у даний час необхідно вести моніторинг і оперативний облік повного спектру фінансових зобов'язань держави, як прямих, так і умовних (які потенційно можуть впливати на розмір державного боргу і стабільність державних фінансів України в середньостроковій перспективі). Слід також розробити комплекс заходів, націлених на зменшення ризикових і потенційно небезпечних форм фінансування, які наражають на небезпеку державний бюджет.

Ключовою проблемою управління державним боргом є досягнення оптимального співвідношення між витратами на обслуговування боргу і борговими ризиками. У більшості наукових праць визнається, що метою управління державним боргом має бути не мінімізація поточних витрат на обслуговування боргу, а їх мінімізація у довгостроковому періоді з урахуванням наявних ризиків. Досягнення вказаної мети неможливе без моніторингу і оцінки фінансових ризиків, пов'язаних зі структурою зовнішнього державного боргу. Система аналізу ризиків повинна включати аналіз і моніторинг впливу макроекономічних показників, показників платіжного балансу і державного бюджету на боргову спроможність уряду. Управління ризиками боргового портфеля держави передбачає вибір методів впливу на ризики з метою мінімізації потенційних негативних ефектів у майбутньому. Ступінь ризикованості боргового портфеля уряду може коригуватися шляхом зміни складу цінних паперів, що емітуються Міністерством фінансів, або шляхом дострокового викупу цінних паперів і їх заміни новими інструментами, параметри яких відображають уподобання уряду на користь певного співвідношення витрат і ризиків. У сучасних умовах для мінімізації відсоткових ризиків боргового портфеля уряд має збільшувати частку позик з фіксованими відсотковими ставками у загальній

сумі запозичень до Державного бюджету, а для мінімізації ризиків рефінансування боргу слід збільшувати частку довгострокових зобов'язань та спрямовувати зусилля на забезпечення рівномірного розподілу тягара боргових виплат у часовому вимірі.

Найбільш дієвим і ефективним методом зменшення залежності державних фінансів України від динаміки обмінного курсу та мінімізації валютних ризиків боргового портфеля є поступове погашення заборгованості за зовнішніми комерційними позиками і збільшення обсягів запозичень у національній валюті. При цьому, перспективи розвитку внутрішнього ринку боргових зобов'язань уряду визначатимуться такими чинниками:

- обсягом державного боргу та ступенем кредитоспроможності уряду;
- рівнем довіри до державних облігацій з боку потенційних інвесторів;
- доходністю державних облігацій порівняно з альтернативними можливостями фінансових інвестицій;
- наявністю у інвесторів тимчасово вільних позичкових коштів;
- ступенем політичної стабільності у країні та оцінкою перспектив розвитку національної економіки.

Що стосується вдосконалення валютної структури зовнішніх боргових зобов'язань уряду, то згідно з теорією оптимального складу портфелю (optimal portfolio composition), яка широко застосовується у міжнародній практиці, валюта деномінації зовнішніх державних позик має кореспондуватися з валютою експортних надходжень до економіки країни. Вважається також, що зовнішні запозичення слід здійснювати переважно у тій іноземній валюті, до якої прив'язаний обмінний курс національної валюти.

Експерти МВФ і МБРР вказують на те, що серед країн, які досліджувалися ними, лише Ірландія, Нова Зеландія, Португалія і Швеція, здійснюють активне управління своїми портфелями боргових зобов'язань для отримання прибутків від очікуваної динаміки відсоткових ставок і обмінних курсів. У Новій Зеландії фахівці з управління державним боргом вказували на те, що іноді мають місце тимчасові відхилення



відсоткових ставок і валютних курсів від оптимальних цін, що створює умови для генерування прибутків від тактичних трейдингових операцій [78].

Отримання вигод від цінових аномалій на ринку і проведення активних операцій з державним боргом вимагають високої кваліфікації відповідальних осіб і наявності певних передумов: місткого і ліквідного внутрішнього ринку капіталів, високого міжнародного кредитного рейтингу (що відкриває доступ до міжнародного ринку деривативів), а також наявності в обігу державних цінних паперів з правом їх дострокового викупу емітентом. Відсутність вказаних передумов у найближчі роки стримуватиме широке використання активних операцій з державним боргом України.

Крім того, експерти МВФ і МБРР підкреслюють той факт, що боргові менеджери, які намагаються активно управляти портфелем боргових зобов'язань з метою отримання прибутку, виходячи з власних очікувань майбутньої динаміки відсоткових ставок і валютних курсів, що відрізняються від тих, які закладені у поточних ринкових цінах, повинні враховувати пов'язані з цим ризики і нести відповідальність за свої дії [78, с. 444].

Отже, зміна пропорцій між внутрішнім і зовнішнім державним боргом на користь внутрішнього, збереження високої частки зобов'язань у доларах США в структурі зовнішнього боргу, збільшення запозичень з фіксованими ставками, тривалими термінами погашення боргу і рівномірним розподілом боргових платежів у часі дозволить мінімізувати основні ризики, властиві структурі боргового портфеля, та гарантуватиме достатній запас міцності державних фінансів на випадок дії макроекономічних і фінансових шоків.

Для забезпечення збалансованості і скоординованості всіх аспектів фінансової політики держави зовнішні державні позики повинні розглядатися не лише як засіб фінансування дефіциту бюджету, а й вхідний параметр макроекономічних програм уряду. Обсяг зовнішніх позик має визначатися з урахуванням прогнозного дефіциту поточного рахунку, планованих платежів у рахунок погашення зовнішнього боргу, оцінок імпорту фінансового капіталу корпоративним сектором економіки і бажаною сумою приросту (чи можливою сумою вилучення) зовнішніх резервних активів. Тому

цільові показники щодо приросту офіційних золотовалютних резервів мають узгоджуватися із планами уряду щодо залучення зовнішніх позик чи нетто-погашення зовнішнього боргу.

Організація зовнішніх запозичень має розпочинатися з оцінки потреб держави у зовнішньому фінансуванні, визначенні пріоритетних напрямів спрямування запозичених коштів, дослідження кон'юнктури міжнародного ринку позичкових капіталів, особливостей кредитування держав з аналогічним кредитним рейтингом, визначення узгодженої позиції суб'єктів зовнішнього запозичення для започаткування переговорів з фінансовими посередниками, складання попереднього плану залучення зовнішніх позичкових коштів щодо обсягів запозичення, виду і розміру відсоткових ставок, строковості боргових зобов'язань, графіку надходження коштів і погашення боргу.

Найбільш прийнятним інструментом зовнішніх запозичень з ринкових джерел виступають єврооблігації – боргові цінні папери, які одночасно розміщуються на ринках кількох країн і номінуються у валюті, яка не є національною для позичальника і кредиторів.

### **3.2. Стратегія управління зовнішнім державним боргом України**

Основним напрямом вдосконалення управління зовнішнім державним боргом України має стати підвищення ролі стратегічного управління боргом і підпорядкування йому завдань оперативного управління, посилення функцій боргового планування і прогнозування, переорієнтація боргових важелів та інструментів на вирішення довгострокових завдань.

Важливою складовою процесу формування стратегії управління зовнішнім державним боргом є визначення цілей даної стратегії на середньо- та довгострокову перспективу, узгодження даних цілей із основними блоками бюджетної, грошово-кредитної та державної інвестиційної стратегії. З урахуванням наведеного, на нашу

думку, пріоритетними цілями середньострокової стратегії управління зовнішнім державним боргом мають стати:

- задоволення потреб держави у позикових ресурсах шляхом фінансування державного бюджету за мінімально можливої вартості обслуговування державного боргу з урахуванням ризиків;
- утримання обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні;
- розширення доступу до міжнародного ринку капіталу;
- реформування у сфері міжнародної інтеграції та співпраці, спрямоване на вироблення цілісної і збалансованої зовнішньоекономічної політики, підвищення конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості національної економіки.

Досягнення зазначених цілей має забезпечуватися шляхом оптимізації структури державного боргу в розрізі валюти і відсоткових ставок, що дасть змогу мінімізувати відповідні ризики; мінімізації ризиків, пов'язаних з рефінансуванням боргових зобов'язань держави; запобігання виникненню пікових навантажень на державний бюджет, що пов'язані зі здійсненням платежів за державним боргом; підвищення рівня ліквідності державних боргових цінних паперів, що дасть змогу підвищити попит на них серед інвесторів; здійснення запозичень для підтримки та розвитку пріоритетних сфер економіки; запровадження стратегії ефективного використання та моніторингу зовнішньої допомоги; розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями; забезпечення прозорості діяльності, пов'язаної з управлінням зовнішнім державним боргом, та публічності відповідної інформації.

Крім того, з метою досягнення визначених цілей боргової стратегії держави та виконання завдань, доцільним є реалізація наступних заходів:

- запровадження ефективного механізму регулювання зовнішнього корпоративного боргу та надання підтримки вітчизняним позичальникам, які мають заборгованість перед зовнішніми кредиторами;
- запобігання різкому збільшенню умовних зобов'язань держави; інтеграція системи моніторингу і управління умовними зобов'язаннями уряду до системи управління борговими ризиками;

- розвиток системи оцінки і аналізу ризиків, властивих структурі державного боргу, застосування операцій для відсоткових ставок та валюти деномінації боргових зобов'язань у середньостроковій перспективі;
- оптимальне структурування зовнішніх боргових зобов'язань в розрізі валют, термінів запозичення і відсоткових ставок; скорочення зовнішньої заборгованості та активізація державних позик на внутрішньому ринку;
- підвищення прозорості управління державним боргом та покращення іміджу уряду України як емітента боргових зобов'язань шляхом періодичного оприлюднення інформації про цілі та інструменти поточної боргової політики, програми майбутніх запозичень, основні параметри портфелю боргових зобов'язань уряду, плановані заходи щодо підвищення ефективності боргових операцій уряду.

Завдання мінімізації вартості зовнішніх позик і витрат на погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу, розраховане на довготривалу перспективу, може бути виконане лише при наявності адекватної системи оцінки і аналізу ризиків у сфері державного боргу.

Відомо, що в умовах високої волатильності міжнародного ринку капіталів вибір оптимального типу доходності для нових випусків комерційних запозичень має проводитися з урахуванням наступних міркувань: за високого рівня відсоткових ставок і очікуваному їх падінні у майбутньому залучення зовнішніх позик доцільно проводити за плаваючими ставками доходності; за низького рівня відсоткових ставок і очікуваному їх зростанні у майбутньому слід надавати перевагу випуску цінних паперів із фіксованими відсотковими ставками.

Зниження ризиків рефінансування державного боргу України має досягатися також через підвищення середньої строковості боргових зобов'язань уряду. Проте, вирішення даного завдання має поєднуватися із завданням недопущення стрімкого зростання витрат на обслуговування зовнішнього боргу: якщо незначне подовження строковості боргових зобов'язань вимагатиме суттєвого зростання відсоткових ставок за позиками, краще вдаватися до залучення середньострокових позик із помірними ставками доходності.

Одним із важелів розширення кола потенційних інвесторів у державні цінні папери України та зниження вартості зовнішніх державних позик є диверсифікація інструментів державного запозичення та вибір оптимальних параметрів облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) України. У середньостроковій перспективі уряд має надавати перевагу випуску 5-ти, 7-ми, 10-ти і 15-річним амортизаційним облігаціям з рівномірним погашенням основної суми боргу, фіксованими відсотковими ставками та обсягом емісії на рівні 500 млн дол. США.

При цьому для визначення обсягу коштів, що залучатимуться державою, мають враховуватися такі базові критерії: рівень потреб держави у позичкових ресурсах для фінансування бюджетних програм та витрат на обслуговування боргу; можливості планомірного обслуговування накопиченого обсягу боргових зобов'язань без створення загроз для фінансової стабільності; потенціал ефективного використання запозичених коштів. Управління державним боргом повинне бути орієнтоване на обслуговування стратегічних інвестиційних проектів, а держава у рамках погодженої стратегії економічного зростання, з одного боку, – виступати координатором виробничих інвестицій приватних суб'єктів, а з іншого боку, – опікуватися створенням адекватної фізичної і соціальної інфраструктури. Інвестиції держави в інфраструктуру створюватимуть належні умови для роботи бізнесу, визначатимуть підвищення якості людського капіталу і сприятимуть підвищенню темпів економічного зростання у довгостроковому періоді.

В Україні за рахунок запозичених коштів варто фінансувати як комерційні проекти, так і економічні проекти. Комерційні проекти генерують достатній обсяг прямих зовнішніх доходів для погашення сформованих боргових зобов'язань. Економічні самоокупні проекти – це проекти, початкова вартість яких, за прогнозом, окупиться для держави на тривалому часовому проміжку, але не лише у прямому сенсі, а й опосередковано – через залучення приватного капіталу, активізацію економічної діяльності, ін. і розширення, таким чином, податкової бази та мобілізацію до бюджету інших доходів. Прикладами таких проектів можуть бути програми розвитку енергетичної і транспортної інфраструктури, програми розвитку певних

галузей промисловості, внаслідок реалізації яких зростає рівень економічної активності і збільшується доходна частина бюджету, що дозволяє погашати борги, пов'язані із реалізацією таких програм. Тобто у рамках інвестиційно-боргового циклу увагу слід надавати не лише прямій окупності інвестиційних проектів (комерційній або фінансовій), а й непрямій окупності, що визначає досягнення економічних і соціальних цілей.

При спрямуванні запозичених коштів на фінансування конкретних інвестиційних проектів оцінка їх ефективності має здійснюватися із використанням таких показників: чистої дисконтованої вартості грошових потоків, терміну окупності вкладень, внутрішньої норми беззбитковості проекту. У разі спрямування позичкових коштів на погашення і обслуговування державного боргу чи поповнення міжнародних резервів України оцінка ефективності їх використання є економічно некоректною, оскільки відсутня продуктивна основа для проведення такої оцінки. Таким чином, зовнішньоборгова стратегія України повинна включати окремі важелі регулювання зовнішніх боргів підприємств і банків, найбільш дієвими серед яких є встановлення максимально можливої суми зовнішньоборгових зобов'язань банківських установ відносно розміру їх капіталу (мультиплікатора банківського капіталу) та підвищення нормативів обов'язкового резервування зовнішніх зобов'язань банків (відносно нормативів резервування внутрішніх зобов'язань).

Вагомим інструментом досягнення цілей боргової стратегії України є координація управління зовнішнім державним боргом з управлінням очевидними умовними зобов'язаннями держави. Експерти МВФ і МБРР вказують на те, що така координація є принципово важливою, оскільки у багатьох країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою умовні зобов'язання відігравали значну роль у формуванні загального тягаря державного боргу [78, с. 47].

Для гарантування довгострокової стабільності державних фінансів України управління державним боргом та умовними зобов'язаннями держави повинно включати різноманітні кількісні ліміти, такі як граничні обсяги надання гарантій урядом за кредитами підприємствам (включаючи приватні). Граничні обсяги (ліміти)

можуть встановлюватися як на суму гарантованого боргу, так і на суму нових гарантій, що надаються у певний період часу. Доцільно встановлювати граничний обсяг надання державних гарантій на кожен бюджетний період. Даний граничний обсяг не повинен підлягати кон'юнктурним змінам, а тому має бути відображений у Бюджетному кодексі України.

Один із засобів підвищення кредитних рейтингів держави та зниження вартості зовнішніх запозичень – реалізація програм комунікації з інвесторами, які значною мірою впливають на ступінь сприйняття ризикованості вкладень у державні цінні папери інвесторами. Уряд має періодично розповсюджувати інформацію (у т.ч. і серед іноземних інвесторів) про економічну ситуацію у країні, про стан державних фінансів і політику стимулювання іноземних інвестицій в економіку України.

Таким чином, необхідно підвищувати ступінь транспарентності і підзвітності державних органів у сфері управління зовнішнім державним боргом, забезпечувати вільний доступ громадськості до інформаційних джерел щодо стану державного боргу України та політики управління державним боргом. За даними МВФ і МБРР річні звіти щодо управління державним боргом готуються у 83% країн, в яких проводилося обстеження [78, с. 21].

Слід забезпечити повне і регулярне інформування громадськості про ситуацію у сфері державних фінансів, про цілі і методи управління державним боргом. Міністерству фінансів доцільно періодично готувати доповіді та друкувати інформаційні повідомлення у засобах масової інформації про основні досягнення політики управління зовнішнім державним боргом, майбутні плани та пріоритети на наступний бюджетний рік. У міжнародній практиці такий підхід є досить поширеним з огляду на той факт, що ефективність функціонування фінансових ринків підвищується, а витрати на обслуговування боргу зменшуються у тих випадках, коли невизначеність щодо стану державних фінансів, цільової спрямованості боргової політики і практики управління державним боргом є мінімальною.

Наприклад, на Ямайці на початку бюджетного року Міністерство фінансів подає до Парламенту стратегію управління державним боргом, яка широко

розповсюджується серед громадськості і розміщується на веб-сторінці Міністерства. Офіційна інформація про найбільш актуальні аспекти боргової політики і операції з управління державним боргом має бути доступною для потенційних інвесторів. Для цього у практику діяльності Міністерства фінансів України слід запровадити щоквартальне оприлюднення інформації щодо цілей та інструментів поточної боргової політики, програм майбутніх запозичень, планованих заходів щодо підвищення ефективності боргових операцій уряду.

Реалізація вищенаведених заходів сприятиме:

- утриманню помірного зовнішньоборгового навантаження на економіку і державні фінанси України та забезпеченню постійного доступу уряду та суб'єктів господарювання України до міжнародного ринку капіталів;
- задоволенню потреб держави у позичкових коштах з найменш можливими витратами та залученню нових позик на умовах, які є найкращими за даної кон'юнктури ринку позичкових капіталів;
- досягненню оптимального складу зовнішньоборгового портфеля за видами валют і відсоткових ставок з урахуванням необхідності мінімізації валютних і відсоткових ризиків;
- утриманню збалансованої структури зовнішньоборгових зобов'язань за термінами погашення та зменшенню впливу волатильності світових фінансових ринків на стабільність фінансового стану уряду;
- мінімізації ризиків боргового фінансування, що попереджуватиме дефолт уряду за власними зобов'язаннями і дозволить уникнути економічних і фінансових втрат, пов'язаних з неплатоспроможністю уряду;
- зростанню ролі внутрішнього ринку позичкових капіталів, підвищенню ефективності грошово-кредитного регулювання та посиленню стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України;
- збільшенню частки інвестиційних ресурсів у загальній сумі державних позик та створенню фінансової і економічної бази для погашення накопичених зовнішніх боргів;



- посиленню ролі зовнішніх державних позик у вирішенні завдань інвестиційно-інноваційного розвитку національної економіки, забезпеченню більш повного використання матеріальних, кадрових та інтелектуальних ресурсів України;
- підвищенню міжнародного кредитного рейтингу уряду України, зниженню спредів за суверенними борговими зобов'язаннями, зменшенню вартості зовнішнього позичкового фінансування для підприємств та уряду.

Досягнення вказаних результатів створить передумови для сталого зростання національної економіки, підвищення рівня життя населення та сприятиме макроекономічній стабілізації у країні.

Боргову стратегію доцільно розробляти Міністерству фінансів на термін 3–5 років і затверджувати Постановою Кабінету Міністрів України. Боргова стратегія повинна слугувати основою для вироблення політики в сфері управління зовнішнім державним боргом і розробки програми державних запозичень на наступний рік. Боргова стратегія має стати одним із основоположних документів, які використовуються при розробці щорічних законів про державний бюджет: у частині регулювання боргових операцій уряду і місцевих органів влади, встановлення граничного розміру державного боргу України і граничних обсягів надання державних гарантій, визначення параметрів політики державних запозичень, планування видатків бюджету на погашення і обслуговування державного боргу. В рамках боргової стратегії доцільно розробляти щорічні програми управління державним боргом, які мають бути інтегровані у процес бюджетного планування і включати детальний перелік заходів щодо регулювання обсягу та структури зовнішнього державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу.

Крім окреслених вище інструментів управління державним боргом, досягнення цілей боргової стратегії України та створення довгострокових засад стабільного і збалансованого розвитку національної фінансової системи передбачає використання

арсеналу методів бюджетної, грошово-кредитної і валютної політики, вагоме місце серед яких посідають:

- стабілізація валютного курсу на рівноважному рівні, приборкання паніки на валютному ринку і створення перешкод для нелегальної втечі капіталу, запобігання різким коливанням обмінного курсу гривні у середньостроковому періоді;
- недопущення критичного зниження міжнародних резервів України у кризовий період та накопичення міжнародних резервів до рівня повного покриття короткострокових зобов'язань резидентів України і річних виплат в рахунок погашення і обслуговування зовнішнього довгострокового боргу у наступні роки;
- проведення зваженої бюджетно-податкової політики і утримання дефіциту Державного бюджету на рівні до 2% ВВП, що надасть гарантії безумовного виконання урядом України боргових зобов'язань, позитивно впливатиме на рівень суверенних рейтингів та величину відсоткових ставок за зовнішніми позиками національних емітентів.

Реалізація вказаних заходів звужуватиме сфери вразливості валютно-фінансової системи України до дії зовнішніх шоків і підвищуватиме спроможність національної економіки протистояти впливу негативних чинників зовнішнього і внутрішнього характеру.

Стратегічне управління зовнішнім державним боргом України має здійснюватися відповідно до пріоритетів економічного розвитку країни, визначених у програмах соціально-економічного розвитку країни, розрахованих на середньостроковий термін. Боргова стратегія України інституційно повинна бути інтегрована до бюджетної стратегії або основних засад бюджетної політики, розрахованих на середньостроковий термін. Важливим є удосконалення інституційного механізму, що дозволяє управляти боргом для визначення і регулювання компромісів між очікуваними вартістю і ризиком державного боргового портфеля. Витрати, пов'язані з державним боргом, складаються з двох складових: фінансовими витратами, які, як правило, вважаються вартістю обслуговування боргу в середньо- і довгостроковій перспективі та потенційними витратами реальних

економічних збитків, які можуть виникнути в результаті фінансової кризи, якщо державні фінансові інститути зіткнуться з труднощами щодо пролонгації термінів боргових зобов'язань або ж у разі виникнення дефолту. З метою розрахунку прогнозних значень видатків на обслуговування державного боргу, в тому числі і зовнішнього на середньо- та довгострокову перспективу при відповідній стратегії управління портфелем, доцільно враховувати потенційну динаміку майбутніх процентних ставок і обмінних курсів, потреб держави у здійсненні запозичень. З метою зниження невизначеностей при виборі одного з сценарних варіантів боргової стратегії, в розвинутих країнах, відомства відповідальні за здійснення запозичень використовують «нейтральні для ринку» припущення щодо майбутніх процентних ставок і обмінних курсів (наприклад, на основі ринкових показників форвардних ставок або припущень про те, що ставки будуть залишатися незмінними). Очікувані витрати на обслуговування державного боргу можуть оцінюватися з точки зору прогнозованого фінансового впливу на державний бюджет, можливих реальних витрат у випадку, якщо прогнозований обсяг видатків бюджету на обслуговування боргу суттєвим чином розбалансиє бюджет, що, в свою чергу потребуватиме збільшення ставок податків, розширення податкової бази чи зменшення видаткової частини бюджету.

Для оцінки ступеню боргових ризиків, фінансовим інститутам, які здійснюють управління державним боргом слід регулярно проводити стрес-тестування боргового портфеля. Зазначена оцінка здійснюється з використанням фінансових моделей, з урахуванням різних сценаріїв та з застосуванням статистичних і імітаційних методів. Основа стрес-тестів повинна розглядати взаємозв'язки між змінними, які впливають на динаміку державного боргу і включають екстремальні сценарії для більш точної оцінки вартості та ризиків, пов'язаних з борговим портфелем. При побудові таких оцінок керуючі боргом можуть враховувати ризик того, що уряд не зможе рефінансувати свій борг і буде змушений допустити дефолт.

Під борговою стратегією слід розуміти перспективний план дій щодо регулювання обсягу та структури державного боргу, визначення оптимальних

джерел та інструментів зовнішнього державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу; даний перспективний план має розроблятися для досягнення довгострокових цілей боргової політики держави з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку вітчизняної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, закономірностей розвитку системи державного кредиту у світовому масштабі.

Важливою складовою процесу формування стратегії управління зовнішнім державним боргом є визначення цілей даної стратегії на середньо- та довгострокову перспективу, узгодження даних цілей із основними блоками бюджетної, грошово-кредитної та державної інвестиційної стратегії. З урахуванням наведеного, пріоритетними цілями середньострокової стратегії управління зовнішнім державним боргом мають стати:

- задоволення потреб держави у позикових ресурсах шляхом фінансування державного бюджету за мінімально можливої вартості обслуговування державного боргу з урахуванням ризиків;
- утримання обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні;
- розширення доступу до міжнародного ринку капіталу;
- реформування у сфері міжнародної інтеграції та співпраці, спрямоване на вироблення цілісної і збалансованої зовнішньоекономічної політики, підвищення конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості національної економіки.

## ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Державний борг є вагомою економічною категорією, яка відображає сукупність економічних відносин у сфері залучення позикових фінансових ресурсів з метою фінансування дефіциту загальнодержавного сектору економіки на основі повернення, платності та строковості. На сучасному етапі соціально-економічного розвитку посилюється увага до підвищення ефективності управління державним боргом задля оптимізації структури боргових зобов'язань держави. Важливим є підвищення результативності використання методів управління державним боргом на основі формування пріоритетів боргової політики держави на середньострокову та довгострокову перспективу. Необхідною є реалізація виваженого та системного підходу щодо формування політики держави у сфері залучення, розподілу, використання та повернення позикових фінансових ресурсів, що сприятиме забезпеченню макроекономічної стабілізації. Особливої уваги потребує дослідження питання управління зовнішнім державним боргом, враховуючи ситуацію із суттєвим скороченням обсягу золотовалютних резервів країни, девальвацією національної грошової одиниці та потреби обслуговування і погашення наявного боргу перед міжнародними кредиторами. Доцільним є удосконалення інституційних засад боргової політики держави, підвищення рівня її координації з іншими складовими фінансової політики.

Управління та обслуговування державного боргу є одним з пріоритетних завдань фінансової політики держави, важливою умовою стабільності її фінансової системи. Ефективне управління боргом на всіх його етапах дозволить уникнути кризових боргових ситуацій та пікових навантажень на бюджет у зв'язку з обслуговуванням державного боргу, сприятиме забезпеченню стабілізації соціально-економічної ситуації та розвитку економіки. Передумовами забезпечення ефективного управління державним боргом є визначення пріоритетів та цілей управління державним боргом, ідентифікація ризиків та

переваг при здійсненні запозичень, розподіл сфери відповідальності між державним органом влади, що здійснює грошово-кредитне регулювання та Міністерством фінансів, яке здійснює розміщення боргових зобов'язань, забезпечення реалізації виваженої політики боргового рефінансування, формування дієвої інституційної структури системи управління державним боргом для зниження операційних ризиків.

У структурі державного боргу України протягом 2007 – 2017 років переважає державний та гарантований державою зовнішній борг. За останні десять років він має тенденцію до зростання, що спричинене фінансуванням державного бюджету. Подальше зростання зовнішнього державного боргу може спричинити погіршення боргової ситуації в країні. У структурі зовнішнього державного боргу переважає заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку, що є досить ефективним борговим інструментом на зовнішньому ринку для державних запозичень. Слід зважати і на те, що довгострокові боргові цінні папери з фіксованою ставкою є менш ризикові ніж короткострокові зі змінною. Щодо структури гарантованого державою зовнішнього боргу, то тут переважає заборгованість за позиками, наданими міжнародними фінансовими організаціями. Такий вид боргу є найдешевшим для країни, оскільки передбачає сплату мінімально можливих відсотків. Зазначене свідчить про необхідність стабілізації темпів зростання державного та гарантованого державою зовнішнього боргу та здійснення запозичень зі світового ринку позикових капіталів для реалізації інвестиційних проектів. У валютній структурі витрат на погашення та обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу переважають витрати у доларах США, що є негативним, зважаючи на нестабільний курс гривні до долара США. Чисте залучення коштів протягом 2007 – 2017 років є позитивним, тобто витрати на зовнішні запозичення для фінансування бюджетного дефіциту є ефективними, проте не слід допускати створення пікових витрат за державним та гарантованим державою зовнішнім боргом. Доцільним є оптимізація державних витрат на

погашення та обслуговування державного та гарантованого державою зовнішнього боргу для забезпечення суспільного розвитку.

На сучасному етапі економічних перетворень важливими напрямками фінансової політики у сфері управління державним боргом є створення системи щодо управління ризиками державного боргу з метою запобігання піковим навантаженням на державний бюджет, розвитку вторинного ринку державних облігацій за рахунок проведення активних операцій з державним боргом з вільними коштами на єдиному казначейському рахунку; скорочення боргового навантаження на економіку, в тому числі за підтримки міжнародного фінансування (переважно рефінансування боргу) та управління боргом, що дасть змогу зменшити виплати, пов'язані з обслуговуванням державного боргу в найближчі роки; встановлення граничного обсягу надання державних гарантій на бюджетний період не більш як 5 відсотків доходів загального фонду державного бюджету за рішенням Кабінету Міністрів України або на підставі міжнародних договорів України для кредитування проектів інвестиційного характеру на об'єктах, що мають загальнодержавне значення; фінансування дефіциту спеціального фонду державного бюджету за рахунок кредитів (позик), що залучаються Україною від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій для виконання інвестиційних програм (проектів); надання державних (місцевих) гарантій для реалізації інвестиційних, інноваційних, національних та інших проектів розвитку за договорами, укладеними з іноземними державами, банками і міжнародними фінансовими організаціями.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аверіхіна Т.В. Зовнішній борг України: аналіз динаміки і структури, методи управління / Т.В. Аверіхіна, В.О. Коломієць // Економіка: реалії часу. – 2013. – №5. – С. 143–148.
2. Безштанько Д.В. Сутність державного боргу та основні проблеми управління державною заборгованістю в Україні / Д.В.Безштанько, О.І.Стирська // Молодий вчений. – 2015. – №2. – С.378-382.
3. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. –2013. – №2 (615). – С.4-17.
4. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансової безпеки : аналітична доповідь / Власюк О.С., Шемаєва Л.Г., Лондар Л.П. – К.: НІСД, 2016. – 50 с.
5. 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.
6. Бюджетна система : підручник / на наук. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. – К.: Центр учбової літератури; Тернопіль : Економ. думка. – 2012-871 с.
7. Бюджетна система [Текст] : навч. посіб. для студентів закл. вищ. освіти / Є. М. Гелеверя ; Харків. нац. ун-т буд-ва та архітектури. - Харків : Панов А. М. [вид.], 2018. – 234 с.
8. Бюджетна система України та Євросоюзу : монографія / С.О. Булгакова, О.І. Барановський, Г.В. Кучер та ін. ; за заг. ред. А.А. Мазаракі. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2010. – 409 с.
9. Бюджетна система. Вишкіл студії / За ред. С.І.Юрія, О.П.Кириленко. – Тернопіль: Економічна думка, 2010. – 424 с.
10. Бюджетна система. Навч. посіб. /Н.І.Климаш, К.В.Багацька, Н.І. Дем'яненко та ін. за заг. ред. Т.А. Говорущко. – Львів «Магнолія 2006», 2014. – 296 с.



11. Бюджетний кодекс України [Текст] : станом на 22 січ. 2018 р. : відповідає офіц. тексту. - Харків : Право, 2018. – 229 с.
12. Бюджетний менеджмент: підручник / за ред. В. Г. Дем'янишина, Г. Б. Погрішук. – Тернопіль: Крок, 2015. – 522 с.
13. Бюджетно-податкова стратегія України в умовах глобалізації [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Січняк Олексій Олександрович ; ПВНЗ "Європ. ун-т". - Київ, 2018. - 20 с.
14. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин: [моногр.] / Т. П. Вахненко – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
15. Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими у період фінансової кризи / Т.П. Вахненко. // Фінанси України. – 2009. – №6. – С. 14-28.
16. Венгер В.В. Фінанси: навчальний посібник (для студентів вищих навчальних закладів). — К.: Центр учбової літератури, 2009. — 432 с. – С. 258-259.
17. Возняк Г.В. Бюджетна політика соціально-економічного розвитку регіонів України в умовах фінансової децентралізації [Текст] : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08 / Возняк Галина Василівна ; Держ. ВНЗ "Ун-т банк. справи". - Київ, 2018.
18. Воробйов Ю. М. Державний борг та його вплив на соціально-економічний стан України в умовах світової фінансової кризи / Ю. М. Воробйов, О. І. Гриценко // Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. Сімферополь, 2009. – №1. – С.22–34.
19. Гринчуцький Р. В. Моделі управління державним боргом: європейський досвід / Р. В. Гринчуцький / Моделювання економіки: проблеми, тенденції: Тези доповідей IV Міжнародної науково–методичної конференції, 24–26 жовтня 2013 року. – Тернопіль. – С. 127-129.

20. Державне фінансове регулювання економічних перетворень : монографія / І. Я. Чугунов, А. В. Павелко, Т. В. Канєва та ін. ; за заг. ред. А. А. Мазаракі. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. – С. 222 – 249.
21. Дмитренко О. Життя в борг. Історія державного боргу України. / О. Дмитренко // «Контракты». – №36. – 2003. – Режим доступу: <http://archive.kontrakty.ua/gc/2003/36/3-zhizn-vzajjmy-istoriya-gosudarstvennogo-dolga-ukrainy.html?lang=ua>
22. Добросюк С. С. Удосконалення системи управління державним боргом і посилення стійкості державних фінансів / С. С. Добросюк. // Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки. – 2017. – №2. – С. 77 – 80.
23. Драчук Ю. В. Державний борг у фінансовій політиці України / Ю. В. Драчук // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 10 (53). – С. 3 – 8.
24. Дудченко В. Державний борг як об'єкт регулювання // Економічний аналіз: Зб. наук. праць Тернопільського національного економічного університету. Випуск 2 (18). – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – С.82-87.
25. Дудченко В. Ю. Зарубіжна практика регулювання державного боргу // Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Економічна серія. – 2007. – №786. – С.109-114.
26. Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення. Національний інститут стратегічних досліджень, 1997. – Режим доступу: <http://old.niss.gov.ua/book/rozdil/rozd18.htm>
27. Заверуха І. Правові проблеми класифікації державного боргу // Правно України. – 2007. – №3. – С.51-55.
28. Звіти Казначейської служби України про виконання державного бюджету. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>
29. Зуев Д. С. Государственный долг в системе экономических и бюджетных отношений / Д.С. Зуев // Инициативы XXI века. – 2009. – №4. – С. 65-68.

30. Карлін, М. І. Фінанси України та сусідніх держав. : навч. посіб. / М. І. Карлін. - К. : Знання, 2007. - 589 с.
31. Касьяненко Р. Управління державним боргом України в період економічної кризи / Р. Касьяненко // Національний університет «Острозька академія». – 2010. – №20. – С. 194-199.
32. Каширин С. Проблемы внешних заимствований страны: российская ситуация и международный опыт / С. Каширин // Общество и экономика : Международный научный и общественно-политический журнал. - 2011. - №4/5. - С. 59-73.
33. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. Избранное / Дж. М. Кейнс. – М.: Эксмо, 2008. – 960 с.
34. Кириченко А. О., Рудницький В. А. Сучасні теорії управління зовнішньою заборгованістю / А. О. Кириченко, В. Д. Рудницький // Актуальні проблеми економіки. – №7(97). – 2009. – С. 15-27.
35. Козюк В. В. Макрофіскальні фактори глобальної нестабільності / В. В. Козюк / Фінанси України – 2014. – №3. – С. 8-22.
36. Козюк В. В. Проблема державного боргу в перехідній економіці України / В. В. Козюк / Фінанси України – 2009. – №5. – С. 85-90.
37. Колосова В. П. Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями: сучасний стан та перспективи розширення / В. П. Колосова, І. М. Іванова / Фінанси України – 2014. – №11. – С. 33-47.
38. Кондрат І.Ю. Прогнозування показників державного боргу як фактора економічної безпеки України / Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.9. – С.210-216.
39. Контроль за виконанням видаткової частини бюджету органами Державної казначейської служби [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.09 / Нікітан Наталія Олександрівна ; Держ. ВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана". - Київ, 2018. - 23 с

40. Костюк Н. П. Особливості управління державним зовнішнім боргом / Н. П. Костюк, Л. Ю. Бородій, Н. С. Хитрук // Вінницький торговельно-економічний інститут КНТЕУ. – №2. – 2010. – С. 54-60.
41. Крайчак Є. В. Управління державним зовнішнім боргом України в умовах глобалізації [Текст] : автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.02 / Крайчак Євгеній Вікторович ; НАН України, Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. – К., 2010. – 20 с.
42. Кучер Г. В. Борговий механізм фінансування державних витрат / Г. В. Кучер // Бізнес Інформ. – 2015. – №8. – С.207-214.
43. Кучер Г. В. Державний сектор країн світу крізь призму глобальних фінансових індикаторів / Г.В. Кучер // Науковий економічний журнал «Інтелект-XXI». – 2017. - №4– С. 14-21.
44. Кучер Г. В. Трансформація ролі держави як джерела фінансування суспільного розвитку в умовах глобалізації / Г.В. Кучер // Економіка та держава. – 2017. - №8– С. 27-31.
45. Кучер Г. В. Управління державним боргом : підручник. – Київ : КНТЕУ, 2002. – 342 с.
46. Кучер Г. В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні / Г. В. Кучер // Фінанси України. – 2012. – №6. - С. 44-57.
47. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти / В. В. Лісовенко, Л. Я. Бенч, О. І. Бец // Фінанси України. – 2014. – №12. – С.7-31.
48. Луніна І. Ризики державних фінансів України та шляхи їх мінімізації / І. Луніна // Фінанси України. - 2012. - №2. – С.4-15.
49. Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко // Київський нац. ун-т ім. Т.Г. Шевченка. –К.: Центр учбової літератури, 2008. – 352 с.
50. Макар О.П. Вдосконалення системи управління державним боргом як передумови економічного зростання / О.П. Макар // Науковий вісник НЛТУ

України : зб. наук.-техн. праць. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.1. – С. 284-290.

51. Мартьянов, А.В. Воззрения классических экономистов на государственный долг / А.В. Мартьянов // Финансы и кредит. – 2008. – №21. – С. 44-47.
52. Мних А.М. Сучасні способи оптимізації боргової політики України для оздоровлення економіки / А.М. Мних // Облік і фінанси АПК : наук.-виробн. журнал. – 2010. – № 4. – С. 147-149.
53. Офіційний сайт Державної казначейської служби України. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/>
54. Офіційний сайт Державної служби статистики. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
55. Офіційний сайт Міністерства економічного розвитку та торгівлі України. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/?lang=uk-UA>
56. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
57. Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>
58. Офіційний сайт Рахункової палати України. – Режим доступу : <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/index>
59. Педченко Н. С. Сутність поняття «боргова політика держави» / Н. С. Педченко, Л. А. Лугівська // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Сер. : Економічні науки. – 2012. – № 2. – С. 229-236. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvpusk\\_2012\\_2\\_51](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvpusk_2012_2_51)
60. Полковниченко С.О. Залучення зовнішніх державних запозичень та їх вплив на розвиток економіки України / С.О.Полковниченко // Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського. – 2017. – №20. – С. 94-199.

61. Приказюк Н.В. Державні запозичення: світовий досвід та особливості здійснення в Україні / Приказюк Н.В., Моташко Т.П. // Фондовый рынок. – 2009. – №22. – С. 30.
62. Про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 роки : Проект Постанови Верховної Ради України від 15.06.2017 №6591. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=62047](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62047)
63. Програма управління державним боргом на 2018 рік : Наказ Міністерства фінансів України від 31.01.2018 №69. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/nakaz-ministerstva-vid---pro-zatverdzhennia-prohram-upravlinnia-derzhavnym-borhom-na-rik?category=borg&subcategory=derzhavnij-borg>
64. Прутська О.О., Гарбар Ж.В., Губанова Л.І. Управління державним боргом: Навчальний посібник. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 216 с.
65. Рожко О. Д. Боргова безпека України в контексті світової фінансової кризи / Рожко О. Д, Музиченко В. А. // Ефективна економіка. – 2013. – №3. – С.4-7.
66. Роль В.Ф., Сергієнко В.В., Попова С.М. Фінансове право.: навч. посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2011 - 392с.
67. Руденко В. В. Сутність та особливості управління державним боргом у різних країнах світу // Вісник Національного університету «Львівська політехніка»: Проблеми економіки та управління. – 2013. – № 754. – С. 61-67.
68. Рудик Р. Стан проблем боргової політики на ринку зовнішніх запозичень та шляхи їх вирішення / Р. Рудик // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2014. – №160. – С. 68-74.
69. Руководящие принципы управления государственным долгом: Сопроводительный документ, подготовленный сотрудниками Международного валютного фонда и Всемирного банка. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/rus/112102r.htm>

70. Семко Т.В. Вплив державного боргу на стійке функціонування національної економіки / Т.В. Семко, М.В. Покутня // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 6. – С. 6-11.
71. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2018 – 2020 роки. – Режим доступу: <https://www.kmu.gov.ua/storage/app/media/17-presentation-2018/08.2018/strategiya-upravlinnya-derzhavnim-borgom-na-2018-2020-roki.pdf>
72. Сідельникова Л.П. Податкові та позичкові фінанси: фіскальна філософія вибору: монографія / Л.П. Сідельникова. – Херсон: Грінь Д.С., 2010. – 436 с.
73. Слав'юк Н.Р. Зовнішні державні запозичення в забезпеченні конкурентоспроможності економіки країни: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.08 / Н.Р. Слав'юк. – Київ: Б.В., 2013. – 20 с.
74. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Эксмо, 2009. – 960 с.
75. Стародубцева Т. В. Статистичний аналіз державного боргу України та причини його виникнення впродовж незалежності [Текст] / Т. В. Стародубцева, К. Д. Семенова // Статистика – інструмент соціально-економічних досліджень : збірник наукових студентських праць. Вип. 2. – Одеса, ОНЕУ. – 2016. – С.73–80.
76. [Стоян В. І. Казначейська система \[Текст\]: підручник / В. І. Стоян, О. С. Даневич, М. Й. Мац; за заг. ред. А. І. Крисоватого. – 3-тє вид., змін. і доповн. – К.: ЦУЛ, 2014.– 868 с.](#)
77. Стоян В. І., Даневич О. С., Мац М. И. Казначейська система. Підручник. – 3-тє вид. змін. й доп. - К. : Центр учбової літератури, 2014. – 868 с.
78. Страшек С. Фінансові кризи: як упоратись з ними? / С. Страшек, Т. Ягріч, Н. Шпес, В. Ягріч // Журнал Європейської економіки. – 2007. – том 6 (№1). – С.78–92.

79. Федосов В. Бюджетний дефіцит у контексті західної фінансової теорії і практики / В. Федосов, Л. Гладченко // Финансовые риски. – 2009. – №3. – С. 19–32.
80. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. – 2008. – №3. – С.3-33.
81. Федорович І. М. Прогнозна оцінка та аналіз витрат на обслуговування державного боргу України / І. М. Федорович // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. – Острогоз : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. – Випуск 27. – С. 114–120.
82. Філоненко К. М. Державний борг України: аналіз динаміки та структури / К. М. Філоненко // Статистика України. – 2015. – №2. – С. 31–34.
83. Фінанси: підручник. / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – 2-ге вид. переробл. і доповн. – К. : Знання, 2012. — 687 с.
84. Флейчук М. Вплив зовнішніх запозичень на соціально-економічний розвиток посттрансформаційних країн / М. Флейчук, Р. Андрусів // Економіка України. – 2012. – № 1. – С. 16–26.
85. Chugunov I.Y. Budget policy under economic transformation / I.Y. Chugunov, V.D. Makogon // Economic Annals-XXI. – № 3-4 (2). – 2016. – P. 66-69.
86. Danmarks Nationalbank. – URL: [http://www.nationalbanken.dk/en/about\\_danmarks\\_nationalbank/organisation/Pages/default.aspx](http://www.nationalbanken.dk/en/about_danmarks_nationalbank/organisation/Pages/default.aspx)
87. Government Debt Management: Designing Debt Management Strategies / World Bank. 2017. – URL: [http://treasury.worldbank.org/documents/BackgroundNote\\_GDM1.pdf](http://treasury.worldbank.org/documents/BackgroundNote_GDM1.pdf)
88. Guidelines for public debt management : World Economic and Financial Surveys. International Monetary Fund. – 2014. – 56 p. 95
89. Harris, S.E. The national Debt and the New Economics. N.Y. – 1949. – 55 p. 96

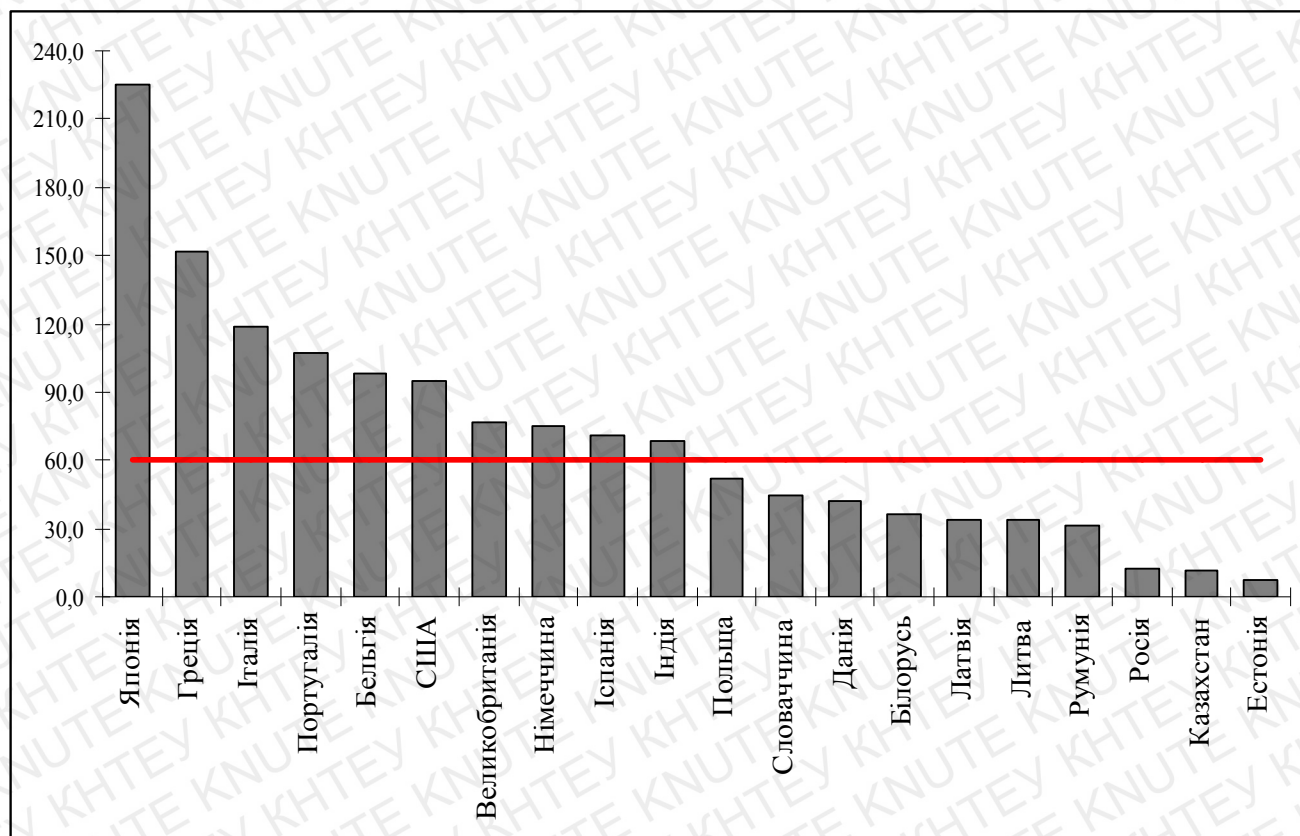


- 90.**International Debt Statistics // World Bank. – URL:  
[http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?  
source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD)
- 91.**Lukianenko I. Structural Change and Labor Market Integration: Evidence from Ukraine / Iryna Lukianenko, Marianna Olishevych, // International Journal of Economics and Financial Issues. – 2017. – Vol. 7 (3). – P. 501-509.
- 92.**Lukianenko I.G. Monetary and fiscal policies interaction in Ukraine / I.G. Lukianenko, P.A. Dadashova // Actual Problems in Economics. – 2016. -№ 4 (179). – P. 295-307.
- 93.**Managing public debt: from diagnostics to reform implementation / World Bank. 2007. – URL: [http://documents.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/  
pdf/ 399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf](http://documents.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/pdf/399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf)
- 94.**Modern Management Economy and Administration. Monograph. Opole: The Academy of Management and Administration in Opole, 2018.-216 p. (part 2.2. Lukianenko Iryna, Rud Kateryna. Positive and negative implications of development of cryptocurrency market. – PP.115-123)
- 95.**Ricardo, D. On the Principles of Political Economy and Taxation / D. Ricardo. – Режим доступу : <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP2.html>

ДОДАТКИ

## Додаток А

Середні значення показника частки державного боргу в ВВП у країнах з розвинутою та трансформаційною економікою за період 2010-2017 років



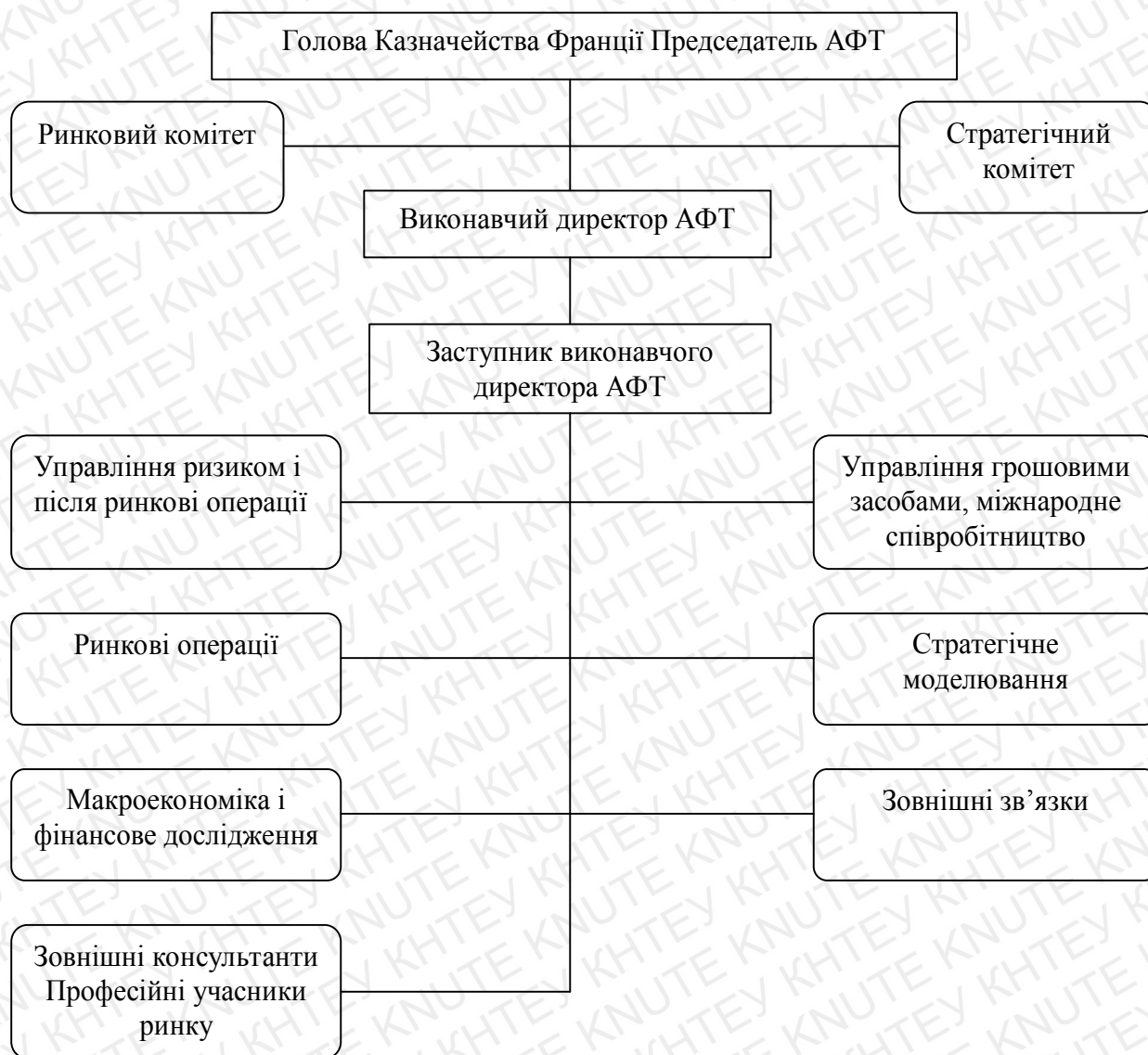
Джерело: розроблено автором на основі даних Світового банку [99].

## Система управління державним боргом Данії



Джерело: розроблено автором на основі даних офіційного сайту Національного банку Данії [95].

## Організаційна структура агенції Agens France Trésor (AFT)



Джерело: розроблено автором на основі даних офіційного сайту Agence France Trésor [94]

Показники зовнішнього боргу в країнах з розвинутою та трансформаційною економікою у період 2013-2017 років, %

|  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Розвинуті країни</i>  |       |       |       |       |       |
| Відношення зовнішнього державного боргу до експорту, %                       | 33,9  | 29,5  | 25,5  | 27,0  | 28,0  |
| Відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, %                            | 9,6   | 9,2   | 8,1   | 7,9   | 8,2   |
| Частка ви короткострокового боргу в загальній структурі, %                   | 21,4  | 25,3  | 26,7  | 26,7  | 27,8  |
| Відношення обсягу золотовалютних резервів до зовнішнього державного боргу    | 296,7 | 317,1 | 331,5 | 311,8 | 313,5 |
| <i>Європа та Центральна Азія</i>   |       |       |       |       |       |
| Відношення зовнішнього державного боргу до експорту, %                       | 41,3  | 39,1  | 34,2  | 37,7  | 41,4  |
| Відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, %                            | 15,9  | 15,2  | 14,8  | 16,4  | 17,3  |
| Частка ви короткострокового боргу в загальній структурі, %                   | 16,4  | 19,8  | 20,4  | 20,3  | 21,3  |
| Відношення обсягу золотовалютних резервів до зовнішнього державного боргу    | 116,4 | 116,1 | 110,4 | 100,8 | 94,4  |
| <i>Латинська Америка</i>   |       |       |       |       |       |
| Відношення зовнішнього державного боргу до експорту, %                       | 59,2  | 51,8  | 44,5  | 49,8  | 53,4  |
| Відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, %                            | 11,5  | 10,1  | 9,6   | 11,0  | 11,5  |
| Частка ви короткострокового боргу в загальній структурі, %                   | 14,3  | 17,7  | 15,4  | 15,1  | 14,8  |
| Відношення обсягу золотовалютних резервів до зовнішнього державного боргу, % | 114,3 | 122,2 | 132,6 | 125,3 | 116,2 |

Джерело: розраховано автором на підставі даних Світового банку та Міжнародного Валютного Фонду за відповідні роки [78, 99].

## Державний та гарантований державний борг України

(млрд.грн.)

|      | Загальна<br>сума боргу | у % до<br>ВВП<br>(СНР'2008) | Державний борг |                    |                   | Гарантований державою борг |                    |                   |
|------|------------------------|-----------------------------|----------------|--------------------|-------------------|----------------------------|--------------------|-------------------|
|      |                        |                             | всього         | внутрішній<br>борг | зовнішній<br>борг | всього                     | внутрішній<br>борг | зовнішній<br>борг |
| 2010 | 432,3                  | 38,6                        | 323,5          | 141,7              | 181,8             | 108,8                      | 13,9               | 94,9              |
| 2011 | 473,1                  | 35,1                        | 357,3          | 161,5              | 195,8             | 115,8                      | 12,2               | 103,6             |
| 2012 | 515,5                  | 35,3                        | 399,2          | 190,3              | 208,9             | 116,3                      | 16,2               | 100,1             |
| 2013 | 584,8                  | 38,4                        | 480,2          | 257,0              | 223,3             | 104,6                      | 27,1               | 77,4              |
| 2014 | 1 100,8                | 69,4                        | 947,0          | 461,0              | 486,0             | 153,8                      | 27,9               | 125,9             |
| 2015 | 1 572,2                | 79,1                        | 1 334,3        | 508,0              | 826,3             | 237,9                      | 21,5               | 216,4             |
| 2016 | 1 929,8                | 80,9                        | 1 650,8        | 670,6              | 980,2             | 279,0                      | 19,1               | 259,9             |
| 2017 | 2 141,7                | 71,8                        | 1 833,7        | 753,4              | 1 080,3           | 308,0                      | 13,3               | 294,7             |
| 2018 | 2 168,4                | 60,9                        | 1 860,3        | 761,1              | 1 099,2           | 308,1                      | 10,3               | 297,8             |

## Функції стратегічного та оперативного управління державним боргом



Джерело: сформовано автором на основі [12].