

Зміст

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ	6
1.1. Теоретичні підходи щодо формування державного боргу в економіках відкритого типу	6
1.2. Аналіз боргової політики в країнах з розвинутою та трансформаційною економікою	13
Висновки до розділу 1.....	22
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ В УМОВАХ РИЗИКІВ ЗОВНІШНЬОГО ДЕФОЛТУ	24
2.1. Особливості формування та обслуговування державного боргу України... 24	
2.2. Модель впливу державного боргу на ризики зовнішнього дефолту	33
Висновки до розділу 2.....	39
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ РИЗИКІВ ЗОВНІШНЬОГО ДЕФОЛТУ	40
3.1. Обґрунтування заходів щодо оптимізації структури зовнішнього державного боргу України	40
3.2. Напрямки удосконалення боргової політики в умовах невизначеності.....	50
Висновки до розділу 3.....	57
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ	59
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	63
ДОДАТКИ	

ВСТУП

Актуальність обраної теми полягає у тому, що боргова політика виступає важливим інструментом формування міжнародних економічних відносин на макроекономічному рівні. Водночас, характер боргової політики також визначає основні параметри обслуговування запозичень країн на міжнародних ринках капіталу. Практика багатьох країн показує, що неефективність системи управління зовнішнім боргом країни в плані термінів погашення, валют або процентних ставок і значні, не забезпечені резервами, умовні зобов'язання є факторами зародження, поширення або загострення економічних криз. Надмірний зовнішній борг веде до збільшення процентних ставок і може негативно позначитися на реальному секторі економіки. Підвищена залежність від боргу в іноземній валюті тисне на обмінний курс, викликаючи напруженість в грошово-кредитній сфері, якщо виникають труднощі з рефінансуванням.

Державний борг є органічною складовою фінансових систем більшості країн світу. Від характеру врегулювання боргової проблеми залежить бюджетна дієздатність країни, стан її валютних резервів, а отже стабільність національної валюти, рівень відсоткових ставок, інвестиційний клімат, характер поведінки всіх сегментів вітчизняного фінансового ринку. Це робить державний борг не просто засобом залучення коштів для фінансування державних потреб, але й важливим інструментом фінансової політики держави, неправильне використання якого може призвести до серйозних ускладнень, чи навіть до фінансової кризи. В таких умовах пріоритетним завданням є забезпечення раціонального управління державним боргом з метою підпорядкування його формування і зміни цілям соціально-економічного розвитку.

Дослідженню питань розробки та імплементації важелів регулювання боргового навантаження на економіки країн та його впливу на ризики зовнішнього дефолту присвячено багато наукових праць. В Україні цю проблему вивчали такі вчені як Босенко О.С., Бугіль С. Я., Мосьондз О. А.,

Койло В. В., Маршалок Т.Я., Павловська Є.О., Палешко Я.С., Сальникова Т. В., Федорович І. М., та ін. Теоретичні та практичні аспекти формування боргової політики загалом досліджувались у працях багатьох науковців. Однак, незважаючи на суттєві наукові результати, отримані вченими, варто зауважити, що недостатньо вивченими залишаються питання управління державним боргом в умовах нестабільності економічної ситуації та загрози зовнішнього дефолту.

Метою дослідження випускної кваліфікаційної роботи є обґрунтування теоретичних засад та практичного інструментарію управління державним боргом України.

Досягнення мети передбачало вирішення таких завдань:

- розглянути теоретичні засади щодо формування та джерел погашення державного боргу;
- провести аналіз боргової політики в країнах з розвинутою та трансформаційною економікою;
- охарактеризувати особливості обслуговування державного боргу України;
- здійснити оцінку моделі впливу державного боргу на ризики зовнішнього дефолту;
- обґрунтувати перспективи розвитку підходів до управління державним боргом;
- розглянути напрямки удосконалення боргової політики в умовах невизначеності.

Об'єкт дослідження - процес управління державним боргом в умовах невизначеності.

Предметом дослідження - теоретичні та методичні аспекти боргової політики держави в умовах ризиків зовнішнього дефолту.

Методи дослідження. У процесі дослідження були використані загальнонаукові методи: теоретичного узагальнення та порівняння; статистичного аналізу, індукції, дедукції, системного підходу, синтезу.

Інформаційна база дослідження. Інформаційною основою дослідження стала чинна нормативно-правова база, офіційні матеріали Державної служби статистики України, монографічні дослідження, матеріали міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференцій, дослідження вітчизняних та зарубіжних науковців, опубліковані в спеціальних літературних джерелах.

Практичне значення проведеного дослідження полягає у тому, що автором систематизовано наукові підходи до формування системи управління державним боргом. Значущість роботи полягає у можливості використання отриманих висновків і вироблених рекомендацій з метою удосконалення методологічної бази вдосконалення управління державним боргом в Україні.

Апробація результатів дослідження. У процесі дослідження було підготовлено та опубліковано наукову статтю на тему: «Особливості боргової політики в умовах ризиків: вітчизняна та зарубіжна практика».

Структура випускної кваліфікаційної роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури із 52 джерел та додатків. Загальний обсяг роботи становить 68 с.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

1.1. Теоретичні підходи щодо формування державного боргу в економіках відкритого типу

На сьогодні у багатьох державах світу, зокрема в Україні, гостро стоїть проблема державного боргу. Це стало предметом наукових досліджень багатьох вчених.

Босенко О.С. [6], Бугіль С. Я., Мосьондз О. А. [9] розглядали можливі ризики негативного впливу збільшення державного боргу на ряд економічних показників розвитку на макрорівні. З іншого боку, державний борг іноді вигідний, він дає змогу утримувати постійний рівень споживання, фінансувати потрібні інвестиції. Варто зауважити, що зростання державного боргу і боргового навантаження наразі характерне як для країн, що розвиваються, так і для провідних держав. Автори відзначають, що приклад Греції показав, що надмірний рівень заборгованості – небезпечний для економіки. Збільшення державного боргу суттєво впливає на найважливіші економічні показники, такі як: інфляція, економічний ріст, опроцентування державних облігацій [6, 9].

Койло В. В. [16], Маршалок Т.Я. [18], Павловська Є.О. [30] у своїх дослідженнях зауважували, що можна сказати напевно, чи високий державний борг стримує економічний розвиток країни. Теоретично, слабше економічно розвинені країни, з огляду на фінансові обмеження та економічні потреби, повинні мати вищий рівень державного боргу щодо ВВП, ніж високорозвинені держави. Проте, порівнюючи дані щодо співвідношення державного боргу і ВВП в країнах-членах ЄС, можна зауважити: вищі показники – у більш розвинених державах. Останні, власне є найбільшими кредиторами світової економіки, водночас мають найбільші обсяги державного боргу як в абсолютному вираженні, так і щодо ВВП [18].

Дослідженню питань розробки та імплементації важелів регулювання боргового навантаження на економіки країн та його впливу на ризики

зовнішнього дефолту присвячено праці Палешко Я.С. [31], Сальникова Т. В. [34], Федорович І. М. [38], та ін. На думку авторів, все більше країн, зокрема в Західній Європі, усвідомлюють негативні економічні наслідки надмірної заборгованості державного сектору. Деякі з них вже здійснили реформи щодо економії коштів, інші йдуть до цього. Адже, чим вище значення державного боргу, тим більша вірогідності кризи державних фінансів. Зростання безробіття, падіння ВВП і зниження заробітної плати – це лише деякі з його наслідків, які перешкоджають економічному розвитку країни.

Дослідження особливостей боргової політики України в умовах ризиків зовнішнього дефолту передбачає визначення стану та основних тенденцій формування внутрішнього та зовнішнього державного боргу України. На рис. 1.1 наведено динаміку обсягів зовнішнього та внутрішнього державного боргу.

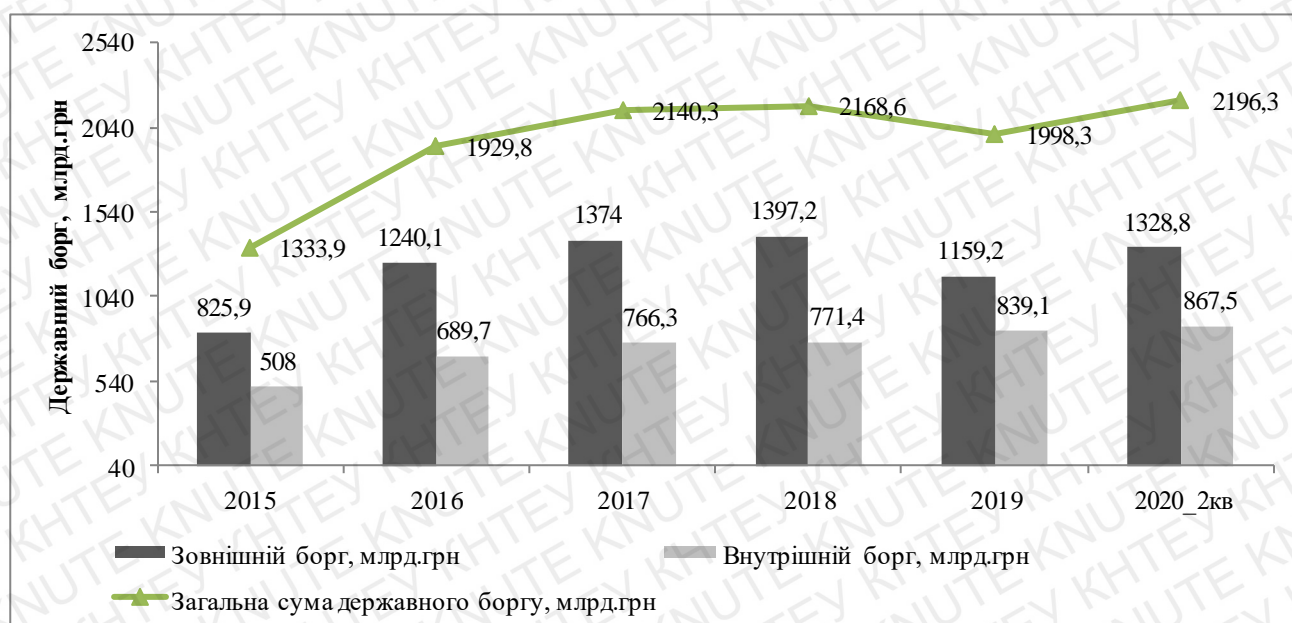


Рис. 1.1. Формування державного боргу України за 2015-2020 рр. (станом на кінець періоду, млрд.грн)

**складено автором на основі [25]*

Як свідчать дані рис. 1.1, державний борг України за 2015–2017 роки зріс майже удвічі. Крім того, зростання було зумовлене через отримання значних позик від МВФ, які були спрямовані на витрачання та проведення невиваженої політики надання державних гарантій. У 2018 році відбулося незначне

зростання державного боргу, а наприкінці 2019 року обсяг державного боргу скоротився до 1998,3 млрд.грн. або на 7,9%, у тому числі скорочення загального обсягу державного боргу відбулося внаслідок зменшення зовнішнього боргу на 17,0% (рис. 1.2).

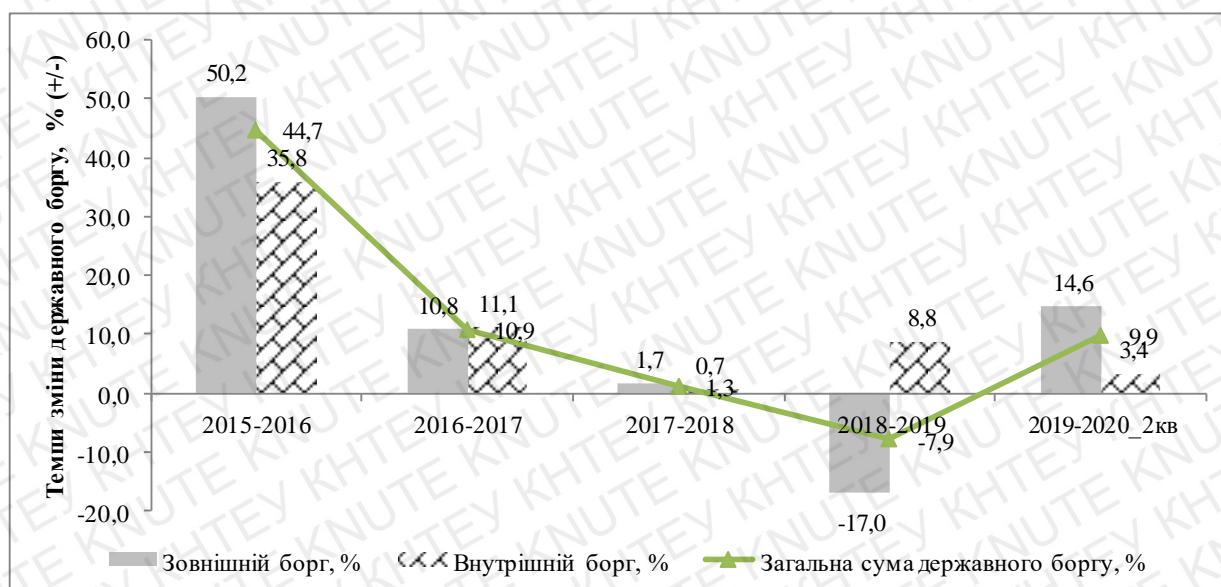


Рис. 1.2. Темпи приросту державного боргу України за 2015-2020 рр. (станом на кінець періоду, %)

**складено автором на основі [25]*

Скорочення обсягу державного боргу у 2019 році було зумовлене значними обсягами виплат України за позиками, які вона взяла від МВФ у 2014-2015 рр. Варто відмітити, що у 2019-2кв. 2020 року (станом на початок червня 2020 р.) спостерігалось зростання обсягу загального обсягу державного боргу на 9,9%, у тому числі зовнішній державний борг зріс на 14,6%, у т.ч. і за рахунок продажу державою облігацій на зовнішньому фінансову ринку наприкінці 2019-початку 2020 рр.

Аналізуючи структуру державного боргу при його поділі на зовнішній та внутрішній (рис. 1.3), можна відмітити, що впродовж 2015-2017 років спостерігається тенденція до постійного зростання частки зовнішнього державного боргу. Так, якщо у 2015 році в загальній структурі державного

боргу на зовнішній борг припадало 61,9%, то у 2017 році (станом на 31.12) – 64,2%. У 2018 році у структурі державного боргу частка зовнішньої його складової зросла до 64,4% (на 0,2%), однак, у 2019 році внаслідок значних обсягів виплат Україною по своїм зобов'язанням перед МВФ відбулося зниження частки зовнішньої частини державного боргу на 6,4% до рівня 58,0%.

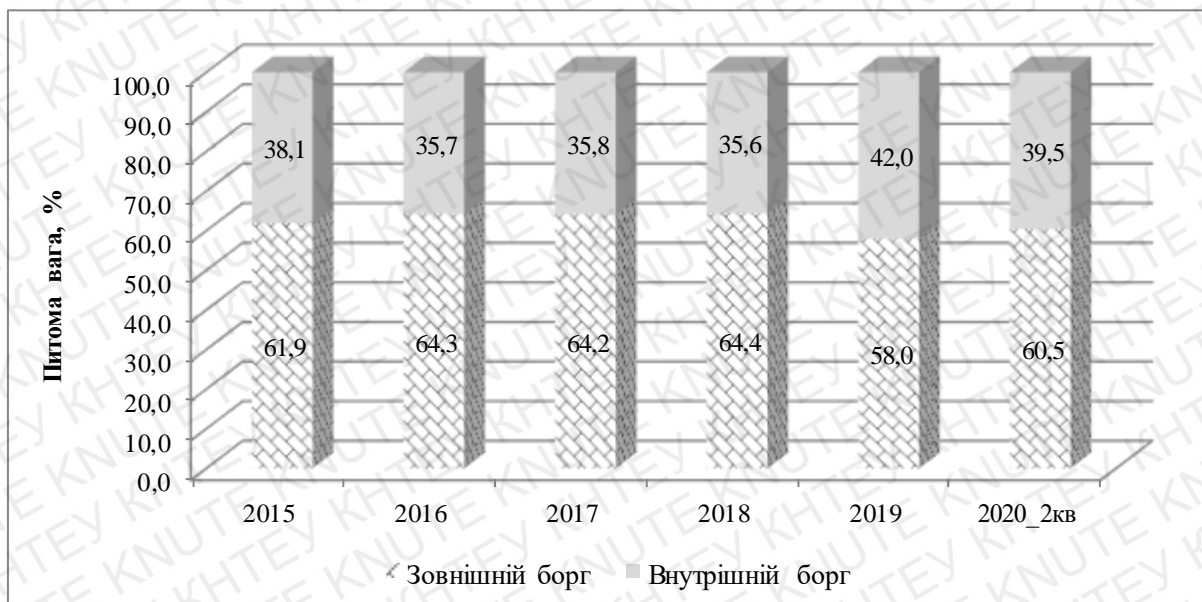


Рис. 1.3. Динаміка структури державного боргу України за 2015-2020 рр. (станом на кінець року), %

**складено автором на основі [25]*

Зростання зовнішнього боргу зумовлена тим, що Україна здійснила значні запозичення у МВФ упродовж 2015-2016 рр. Зростання внутрішнього боргу зумовлено формуванням та розвитком ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань пройшов декілька етапів, які характеризуються емісією облігацій під гарантії уряду і структурою внутрішньої державної заборгованості держави. Ці етапи характеризувались:

- боргове забезпечення бюджетного дефіциту здійснювалось шляхом отримання прямих запозичень від НБУ;

- здійснювалася активна емісія ОВДП під привабливі відсотки, які стали провідним фінансовим інструментом держави на зовнішньому фінансовому ринку;

- незадовільна макроекономічна ситуація негативно вплинула на ринок державних боргових зобов'язань, розпочато випуск ОВДП з терміном погашення до року, що спричинило формування нераціональної структури внутрішнього державного боргу та виплату значних обсягів фінансових ресурсів протягом короткого строку;

- внутрішні позики характеризуються емісійним характером та низьким рівнем доходності;

- покращення макроекономічних показників сприяє активізації участі на міжнародному фінансовому ринку та характеризується зменшенням доходності ОВДП та появою нових альтернативних інвестиційних та боргових інструментів.

- випуск привабливих за ціною фінансових інструментів дозволило погасити заборгованість уряду перед НБУ;

- розміщення, погашення та сплата доходу за облігаціями внутрішньої державної позики проводиться без затримок та реструктуризації. Акумуляування державою позикових фінансових ресурсів є каталізатором фінансових ресурсів, які є найкращим джерелом для розвитку національної економіки країни.

Важливо також здійснити порівняння показників державного боргу та ВВП України (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Порівняльна динаміка державного боргу та ВВП України за 2015-2019

рр.

Дата	Державний борг, млрд.грн	Валовий внутрішній продукт (ВВП), млрд.грн	Держборг / ВВП. %
на 31.12.2015	825,9	1979	79,4%
на 31.12.2016	1240,1	2383	81,0%
на 31.12.2017	1374	2982	71,8%

на 31.12.2018	2168,6	3558,7	60,9%
на 31.12.2019	1998,3	3974,6	50,3%

**складено автором на основі [25]*

Як видно з даних табл. 1.1, рівень боргового навантаження по відношенню до ВВП не мав однозначної тенденції. У 2015 році рівень боргового навантаження по відношенню до ВВП становив 79,4%. У 2016 році даний показник зріс до 81,0%. У 2017 році відбулося скорочення рівня боргового навантаження до 71,8%. У 2018 році обсяг боргового навантаження знизився до рівня 60,9%, а у 2019 році – до 50,3%.

Усереднену структуру державного боргу України за період з 2015 по 2019 рр. наведено на рис. 1.4:

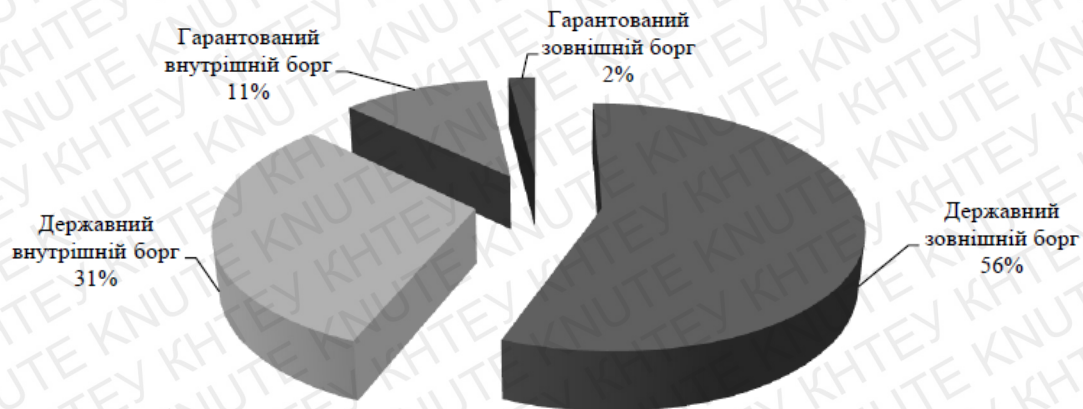


Рис. 1.4. Структура державного боргу в 2019 р., %

**складено автором на основі [25]*

Поточна економічна ситуація в Україні характеризується значним зростанням боргового навантаження, що значно гальмує економічний розвиток країни. Серед базових причин зростання державного боргу протягом останніх років доцільно виокремити:

- необхідність нарощення валютних резервів, які значно вичерпалися валютними інтервенціями НБУ;
- залежність України від імпорту енергоносіїв;
- технічна відсталість значної частини сфер національної економіки;
- анексія Криму та військовий конфлікт на сході України;

- використання державних запозичень для покриття дефіциту державного бюджету, зумовленого збільшенням видатків на оборону та обслуговування державного боргу, сформованого у попередні роки;

- необхідність потужної державної підтримки державних підприємств та банків[7].

Основними кредиторами України є США та МВФ, що визначає залежність вітчизняної економіки від закордонних інвесторів. Дослідження систем управління державним боргом показує, що не існує єдиної інституційної структури із здійснення боргової політики. В одних країнах існують відділи з управління боргом в складі структур державних органів, в інших функціонують незалежні агентства. При цьому в Україні можна виділити наступні джерела погашення державного боргу.

Таблиця 2.2

Джерела погашення державного боргу

Назва джерела погашення державного боргу	Опис джерела
Рефінансування	Погашення існуючих державних позик за рахунок залучення нових. Це можуть бути кредити інших держав або міжнародних організацій. Небезпека цього методу полягає в тому, що він може утягнути позичальника в нескінченну спіраль нарощування боргу до того моменту, поки кредитори не відмовляться надавати нові позики.
Реструктуризація	Передбачає зміни в умовах боргового контракту, відповідно до яких кредитор надає боржникові якусь поступку або перевагу. Наприклад, можуть бути пролонговані терміни виплати боргу або відсотків по ньому, може бути зменшена сума платежу. Однак оголошення про реструктуризацію боргу може обмежити доступ до інших джерел фінансування, негативно впливає на поведінку інвесторів, що виражається в зниженні обсягів прямих іноземних інвестицій, вивезення капіталів з країни, тобто знижується оцінка конкурентоспроможності держави.
Сек'юритизація	Механізм, за допомогою якого країна-боржник емітує нові боргові зобов'язання у вигляді облігацій, які або безпосередньо обмінюються на старий борг, або продаються. В останньому випадку отримані кошти спрямовуються на викуп старих зобов'язань.
Анулювання	Повна або часткова відмова країни від платежів за всіма позиками, включаючи відсотки. Оголошується в разі банкрутства держави.
Конверсія	Реалізація всіх механізмів, що забезпечують заміщення зовнішнього боргу іншими видами зобов'язань, менш обтяжливими для економіки країни-боржника.

*складено автором на основі [12]

На нашу думку, в Україні необхідно створити окрему структуру з управління зовнішнім державним боргом за типом самостійного агентства, що дозволить ефективно управляти зовнішнім боргом за рахунок застосування різних заходів з управління зовнішнім боргом, домогтися більш повного врахування всіх зовнішніх запозичень, полегшити доступ інформації для кредиторів завдяки більшій прозорості структури, знизити боргове навантаження і вибрати найбільш прийнятні варіанти зовнішніх запозичень.

Таким чином, обсяги внутрішнього та зовнішнього державного боргу України постійно зростають. При цьому впродовж 2015-2019 рр. спостерігається тенденція до постійного зростання частки внутрішнього державного боргу. В умовах недостатності фінансових ресурсів, державні внутрішні боргові зобов'язання виступають одним з фінансових інструментів для їх залучення. Основним видом боргових зобов'язань, які функціонують на ринку України, є облігації внутрішньої державної позики. Для ефективного функціонування державних цінних паперів необхідно створити ринкові умови діяльності на первинному та вторинному ринках, підвищити їх ліквідність та збільшити види фінансових інструментів на них.

1.2. Аналіз боргової політики в країнах з розвинутою та трансформаційною економікою

Нині перед більшістю країн світу досить гостро стоїть питання управління державним боргом. Незважаючи на численні наслідки цього способу фінансування бюджетного дефіциту, найбільш застосованим способом фінансування видатків залишаються державні запозичення. Рівень боргового навантаження багатьох держав, зокрема України, є критичним. Це явище говорить про неефективну боргову політику та відсутність оптимальної стратегії управління державним боргом. Проблема є актуальною, потребує подальшого вивчення наявних підходів та оцінки можливості застосування на практиці в Україні.

Для аналізу рівня боргової безпеки економісти часто використовують такий критерій, як відношення загального обсягу державного боргу до ВВП. Слід відзначити, що існують різні підходи до визначення граничного значення відношення державного боргу до ВВП. Відповідно до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України критичним рівнем вважається 55% [2]. Результати аналізу показали, що у вимогах серед міжнародних фінансових організацій, зокрема в Меморандумі про співробітництво з МВФ, державний борг України не повинен перевищувати 35-40% ВВП.

Необхідно зазначити, що граничне значення цього коефіцієнта в Бюджетному кодексі України встановлено на рівні 60% [10]. Таке порогове значення запозичене із практики Європейського Союзу та наведено в Маастрихтському договорі (базовому економічному договорі країн ЄС). Проте для країн, що розвиваються, найвищим безпечним рівнем встановлено таке значення на рівні 50% від ВВП. Така тенденція зумовлена тим, що в Європейському Союзі до державного боргу відносять ширше коло зобов'язань, ніж в Україні.

Слід відзначити, що державні запозичення завжди були й залишаються найпоширенішим способом фінансування видатків держави. Саме тому постійне зростання обсягу державного боргу є поширеним явищем серед практично усіх країн світу. Досить цікавим є той факт, що це явище є характерним як для країн з розвинутою економікою, так і для країн з перехідною економікою, про що свідчать дані табл. 1.3.

Дані табл. 1.3 показують, що велика кількість промислово розвинутих країн має досить високе боргове навантаження. Найбільшим боржником світу є Японія. Сполучені Штати Америки перебувають на другому місці. їхній держборг становить трохи більше трильйону. Слідом за США з великим відставанням розташувалися найбільш економічно розвинені країни Європи.

Таблиця 1.3

Динаміка частки державного боргу у ВВП у країнах з розвинуеною економікою за 2011-2019 рр., %

Країна	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Німеччина	39,6	42,0	46,1	54,3	53,9	55,6	52,7	53,5	50,5
Франція	59,4	64,9	73,8	76,5	79,7	89,0	89,8	97,7	98,0
Італія	101,3	104,6	116,2	114,8	108,5	127,2	135,2	149,0	150,4
Велика Британія	45,1	55,7	70,0	83,4	97,2	101,5	97,5	108,6	107,6
США	55,6	64,0	76,3	85,6	90,2	94,4	96,6	97,1	97,8
Канада	38,8	43,7	52,2	52,3	53,0	54,8	51,7	50,3	54,7
Японія	134,8	139,8	158,4	161,6	177,5	185,1	187,4	193,4	198,0

**складено автором на основі [28]*

Аналіз даних табл. 1.4 говорить про те, що серед країн з транзитною економікою найменший рівень боргового навантаження серед представлених держав мають Естонія (10%) та Росія (14%).

Таблиця 1.4

Динаміка частки державного боргу у ВВП у країнах з транзитивною економікою за 2011-2019 рр., %

Країна	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Білорусія	8,9	10,7	19,2	18,9	39,4	24,4	23,8	24,6	37,6
Грузія	22,7	27,0	34,6	36,8	32,5	32,5	33,9	35,4	41,3
Угорщина	69,2	72,5	80,9	81,6	90,8	94,3	94,5	98,1	96,5
Латвія	21,7	37,1	62,2	75,0	65,6	62,4	59,1	63,3	56,9
Польща	47,7	50,3	52,4	55,5	56,3	56,2	57,9	53,0	53,3
Росія	7,2	6,5	8,7	9,1	8,7	8,7	9,3	11,2	13,5
Україна	12,3	13,8	24,9	30,0	27,5	33,7	37,0	63,7	70,3
Естонія	3,7	4,5	7,0	6,6	6,1	9,7	10,2	10,7	10,1
Болгарія	16,3	13,0	13,7	15,3	15,2	16,7	17,0	27,0	26,0

**складено автором на основі [28]*

Щодо України, то рівень боргового навантаження є високим. Причинами такої ситуації в Україні є наслідки не вкладання запозичених коштів в економіку та інвестиції, а «проїдання» кредитних коштів, таким чином, відбувається лише накопичення боргових зобов'язань. Також слід назвати неефективну економічну політику та корупційні схеми відмивання державних коштів, зокрема запозичених. Слід відзначити, що ситуація, подібна до

української, спостерігається і в таких країнах, як Угорщина (97%), Латвія (57%) та Польща (53%). Така ситуація свідчить про те, що країни з перехідною економікою мають багато спільних проблем з Україною. Загалом за рівнем співвідношення державного боргу до ВВП пострадянські країни можна умовно розподілити на три групи. До першої категорії слід віднести основних експортерів енергоносіїв з нашої держави, а саме Туркменістан, Казахстан, Азербайджан, Узбекистан, Естонію та Росію. Варто відзначити, що рівень боргу цих країн знаходиться на рівні 20% ВВП.

До другої групи входять такі країни, як Таджикистан, Латвія, Литва, Молдова, Вірменія, Грузія. Боргове навантаження переважно знаходиться на рівні 50%, що є нижчим небезпечного рівня. Частка державного боргу в країнах з перехідною економікою у % до експорту товарів та послуг наведена на рис. 1.5. [28].

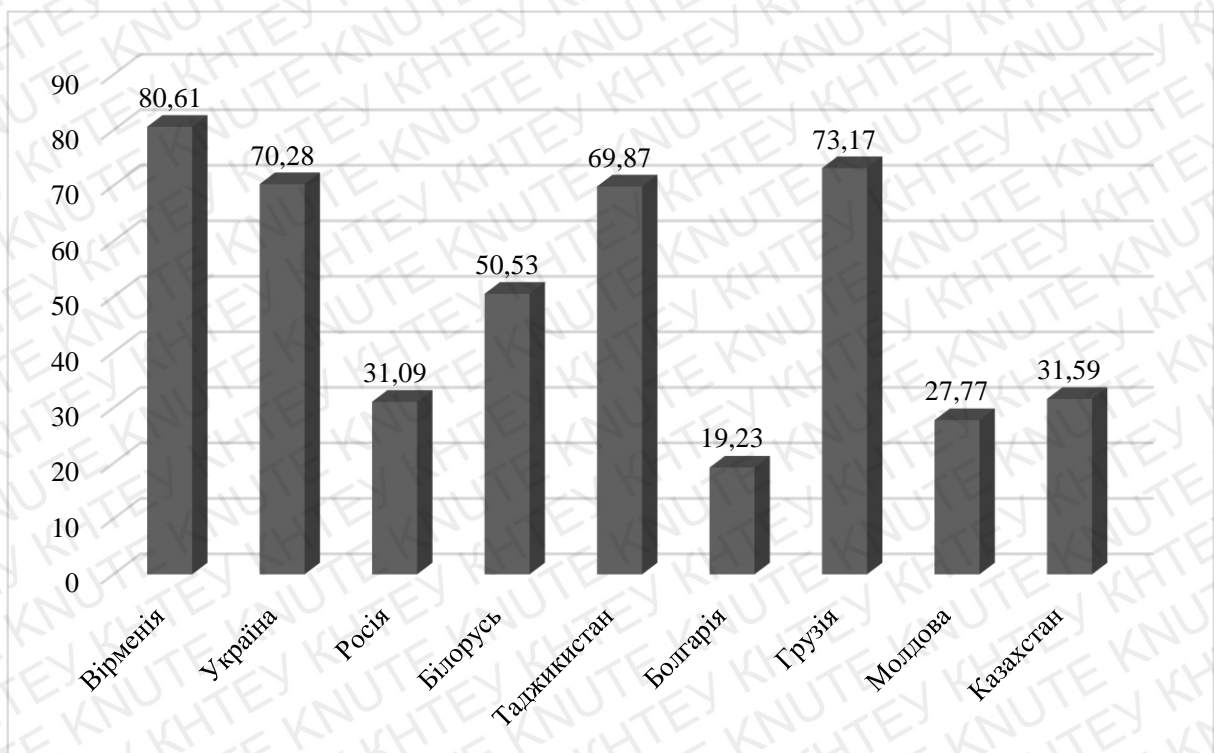


Рис. 1.5. Зовнішній державний борг по відношенню до експорту товарів та послуг, %

*складено автором на основі [28]

Необхідно зазначити, що зростання боргового навантаження серед країн з перехідною економікою може бути пояснено різними причинами, серед яких

особливо варто виділити макроекономічну нестабільність, тривалу реструктуризацію національної економіки цих країн, нерівновагу у фінансовій сфері. Все це зумовило об'єктивну потребу в залученні додаткових коштів на зовнішніх ринках.

З рис. 1.8 видно, що Україна поміж даних пострадянських країн мала досить високе значення показника боргового навантаження в 2019 р. Болгарія характеризується найменшим рівнем зовнішнього державного боргу по відношенню до експорту товарів та послуг. Варто звернути увагу на той факт, що поряд з показником державного боргу до ВВП в міжнародній практиці досить часто використовується критерій відношення зовнішнього державного боргу до експорту товарів та послуг.

Варто відзначити, що порівняно з іншими країнами-членами Європейського Союзу показник співвідношення державного боргу до ВВП у Польщі знаходиться нижче середнього значення і становить 54,4% ВВП у 2019 році (рис. 1.6).

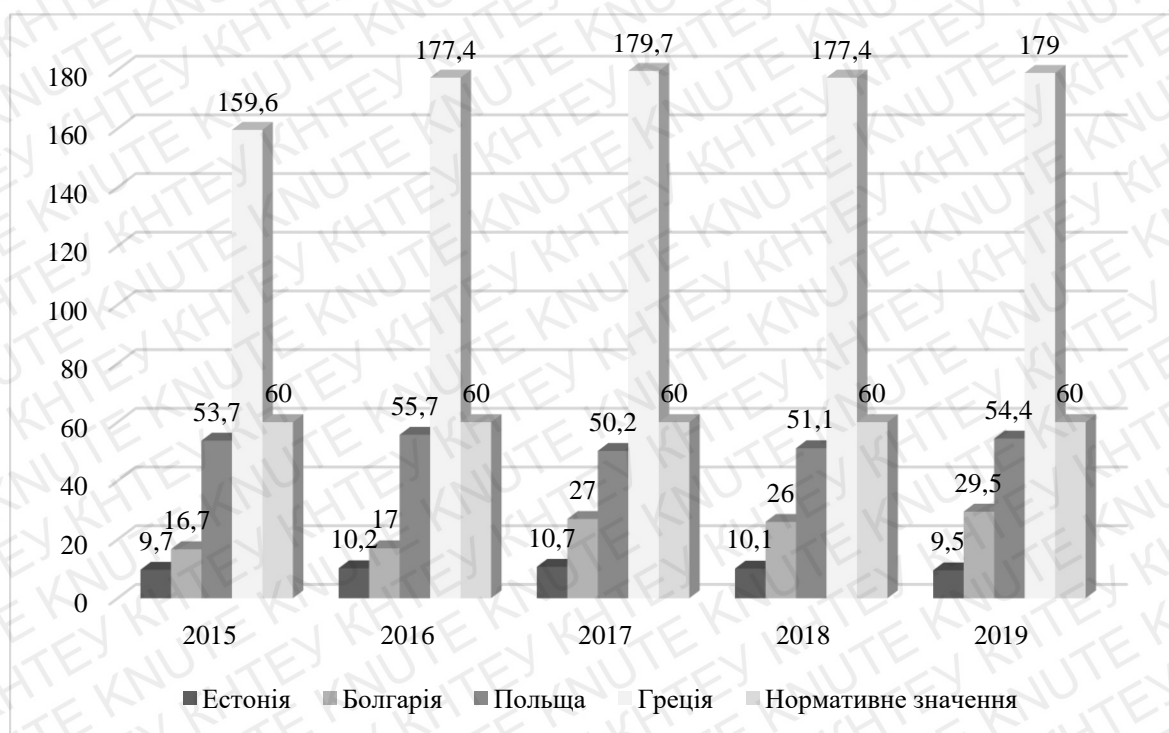


Рис. 1.6. Співвідношення державного боргу до ВВП у Республіці Польща порівняно з іншими країнами ЄС протягом 2015-2019 рр., %

*складено автором на основі [28]

Це значення не є критичним, проте показник має схильність до зростання. Наведені вище результати показують, що загалом країни мають тенденцію до постійного нарощення боргового навантаження, в деяких рівень державного боргу до ВВП є досить низьким (найменший - в Естонії, 9,5%), а в деяких - критичним (у Греції він становить 179%). Третя група - це категорія ризику, що характеризується занадто високим рівнем державного боргу. До неї належать Угорщина та Україна.

В Україні структура державного боргу кардинально відрізняється від структури боргу в Польщі. Так, в 2019 р. в Україні внутрішній борг займав 40%, а зовнішній - 60%. Щодо структури боргу Польщі, то в поточному році частка внутрішнього становила 35%, а частка зовнішнього - 65%, тоді як в базовому році співвідношення державного боргу становило 25% та 75 % відповідно. Проте слід зауважити, що для обох країн протягом аналізованого періоду є характерним зміщення акцентів у бік нарощення саме зовнішньої заборгованості [7].

Необхідно зазначити, що досвід управління державним боргом Польщі може стати корисним для України. Адже в перші роки членства в ЄС ця країна мала значні проблеми, серед яких можна виділити високий рівень боргового навантаження. Основним здобутком в боротьбі з державним боргом є затвердження стратегії управління державним боргом, яка розробляється на три роки. Варто відзначити, що Міністерство фінансів розробляє стратегію управління боргом сектору публічних фінансів і одночасно представляє стратегію регулювання боргу державного сектору. Надалі обидві стратегії об'єднуються в одному документі, адже така послідовність передбачена положеннями Конституції Республіки Польща.

Польща є країною-членом ЄС, її досвід є цікавим для України, проте варто також здійснити аналіз стану боргових зобов'язань колишніх країн радянського простору, політика управління яких є досить ефективною та має

результати протягом останніх років. До таких країн варто віднести Казахстан. Так, відношення державного боргу Казахстану протягом

2014-2019 рр. не перевищувало 20%, причому значення цього показника зростало постійно повільними темпами, тоді як в Україні протягом даного періоду рівень боргового навантаження зростав досить стрімко (+40,29%) [7].

Можна сказати про позитивну тенденцію щодо зростання частки заборгованості з фіксованою ставкою в Україні. Позики, залучені за фіксованою ставкою, є менш ризи-ковими, оскільки видатки на їх обслуговування залишаються незмінними. На відміну від України, в Казахстані плаваюча відсоткова ставка значно переважає в цій структурі [3].

Виходячи з наведеної вище інформації, варто відзначити, що за останні роки Урядом Казахстану та Національним Банком РК проведені значні роботи в частині удосконалення політики управління зовнішнім державним боргом країни. Ознаками ефективної боргової політики Казахстану є ефективне законодавство, встановлені ліміти державної й місцевої заборгованості, а також застосування методу управління борговими зобов'язаннями (конвертація частини зовнішнього державного боргу у внутрішній через випуск цінних паперів у національній валюті). Такі заходи спрямовані на підвищення доступності фінансових інструментів для інституційних інвесторів, скорочення валютних ризиків та відкритих валютних позицій Казахстану [3].

Слід відзначити, що в міжнародній практиці існує декілька підходів до обслуговування та управління державними запозиченнями (табл. 1.4).

Україні варто вибрати найбільш оптимальний з огляду на практику країн, що мали схожу ситуацію та ефективно впроваджують його. Слід зазначити, що Польща планує створити агентство управління ризиками державного боргу. Ця практика можлива й в Україні та може бути ефективним елементом вдосконалення інституційної складової механізму регулювання державного боргу. Проте варто відзначити також, що, незважаючи на всі позитивні наслідки створення такого агентства в Україні, слід враховувати й негативні сторони цього впровадження, а саме збільшення витрат на утримання такого

апарату, витрати на здійснення постійного моніторингу кон'юнктури ринків капіталу та підготовку аналітичних матеріалів, застосування передових методів і прийомів хеджування ризиків.

Таблиця 1.4

Підходи до управління державними запозиченнями [12]

<i>Підхід до обслуговування та управління державними запозиченнями</i>	<i>Тлумачення сутності підходу</i>	<i>Орган, що здійснює управління державним боргом</i>	<i>Країна, що застосовує цей підхід</i>
1	2	3	4
Традиційний підхід 1	Збереження функцій управління державними позиками виключно за Міністерством фінансів або борговим центром, який є підрозділом цього міністерства	Департамент Федерального Казначейства	США
		Спеціалізований структурний підрозділ Казначейства	Франція
		Міністерство фінансів	Словенія, Польща
Традиційний підхід 2	Розподіл функцій обслуговування та управління державними запозиченнями між Міністерством фінансів та центральним банком	Міністерство фінансів та центральний банк	Італія, Данія, Норвегія, Казахстан
		Центральний банк управляє лише внутрішніми позиками, а зовнішніми керує Мінфін	Індія
Альтернативний підхід	Делегування повноважень щодо здійснення запозичень незалежним органом - агентством по обслуговуванню та управлінню зовнішнім державним боргом	Агентство по обслуговуванню та управлінню державним боргом	Швеція, Ірландія, Нова Зеландія
		Національна рада з грошово-кредитної політики	Бразилія

*складено автором на основі [3, 12]

Варто додати, що значною перешкодою у формуванні ефективного підходу до управління державним боргом в Україні є відсутність цілісної системи законодавчого забезпечення регулювання державного боргу [2].

Отже, управління державним боргом можуть здійснювати агентства з управління державним боргом (так звані «боргові агентства») або ж структури

при органах державної влади. Позитивним аргументом на користь першого підходу є незалежність агентства від різних структур, що лобіюють свої інтереси. Основний аргумент на користь другої моделі — надзвичайна важливість координації політики зовнішнього боргу з податково-бюджетною та грошово-кредитною політикою. Проте процес прийняття рішень в рамках багаторівневої бюрократичної структури часто занадто розтягнутий у часі і може не встигнути за змінами на фінансовому ринку. Для вирішення даної проблеми можливе застосування комплексного підходу, при якому функції встановлення стратегічних орієнтирів при формуванні боргового портфеля будуть передані державній організації. Інші функції, пов'язані з обліком, відповідальним збереженням, технічною роботою з управління боргом, можуть бути передані незалежні ланці. Окрім того, навіть якщо орган управління державним боргом є відокремленим, він завжди підпорядковується Раді Міністрів або Міністерству фінансів, які визначають стратегію управління боргом та оцінюють роботу агентства [4]. Наприклад, Генеральний виконавчий директор Національного агентства управління казначейством Ірландії (NTMA) (незважаючи на надану йому абсолютну свободу у веденні всіх робочих операцій) підпорядковується безпосередньо Міністру фінансів, а також звітується перед різними парламентськими комісіями і дає пояснення по здійснених ним діям. Таким чином, Агентство NTMA дотримується строгої звітності [5].

Основна мета створення боргових агентств — це ефективне управління державним боргом з мінімальними витратами на його обслуговування. Так, основним завданням функціонування Австрійського боргового агентства Austrian Federal Financing Agency є забезпечення фінансування уряду при мінімально можливих витратах в середньо- і довгостроковій перспективі і недопущення надмірного ризику [6]. Основний напрямок діяльності German Federal Republic Finance Agency GmbH — оперативне реагування на швидко мінливі потреби і вимоги фінансових ринків, зниження витрат на виплату

відсотків у середньостроковій перспективі і оптимізація ризиків в структурі боргового портфеля [7].

Отже, у розвинених країнах політика управління державним боргом передбачає розробку відповідних стратегій, затвердження урядових директив, а також ухвалення щорічних програм фінансування і планів здійснення боргових запозичень. Для проведення боргових операцій та забезпечення фінансування державного бюджету створюються автономні державні установи-агентства з питань управління державним боргом.

Висновки до розділу 1

Отже, за результатами проведеного дослідження можемо зробити такі висновки:

Обсяги внутрішнього та зовнішнього державного боргу України постійно зростають. При цьому впродовж 2015-2019 рр. спостерігається тенденція до постійного зростання частки внутрішнього державного боргу. В умовах недостатності фінансових ресурсів, державні внутрішні боргові зобов'язання виступають одним з фінансових інструментів для їх залучення. Основним видом боргових зобов'язань, які функціонують на ринку України, є облігації внутрішньої державної позики. Для ефективного функціонування державних цінних паперів необхідно створити ринкові умови діяльності на первинному та вторинному ринках, підвищити їх ліквідність та збільшити види фінансових інструментів на них.

Досвід деяких країн може бути використаний та впроваджений в практику під час розбудови системи управління державним боргом в Україні. Хоча Україна не вважається світовим лідером із зовнішнього державного боргу, проте її заборгованість є значною і такою, що має тенденцію до зростання. Тому актуальними видаються завдання щодо ефективного управління зовнішньою державною заборгованістю. Таке управління передбачає розв'язання проблеми зниження зовнішнього боргового навантаження, а також

залучення коштів не лише для споживчих потреб, а головним чином для реалізації інноваційного та інвестиційного розвитку економіки.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ В УМОВАХ РИЗИКІВ ЗОВНІШНЬОГО ДЕФОЛТУ

2.1. Особливості формування та обслуговування державного боргу України

Розглядаючи особливості обслуговування державного боргу України, варто спочатку розглянути основні абсолютні показники, що характеризують обсяги витрат, поов'язаних з виплатами відсотків та залученнями боргових зобов'язань. Саме здатність держави обслуговувати державний борг вказує на фінансову стабільність країни, дає шанс на отримання в подальшому нових кредитів та підвищує репутацію держави як надійного і добросовісного позичальника.

У середньостроковій перспективі основною метою України в управлінні державним боргом є залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків. У зв'язку з цим визначено 4 основні цілі управління процесами обслуговування державного боргу:

1. Збільшення частки державного боргу у національній валюті.
2. Продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу.
3. Залучення довгострокового пільгового фінансування.
4. Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше удосконалення політики управління державним боргом.

Критеріями боргової політики України, яка розглядається через призму ризикостійкості до умов виникнення зовнішнього дефолту, є показники видатків державного бюджету на виплати, пов'язані як з фінансуванням державного боргу (відсотки за кредитами міжнародним організаціям та фінансовим установам), так і його погашенням.

Показники динаміки обсягу видатків державного бюджету України на обслуговування державного боргу України наведено на рис. 2.1 та у Додатку А.

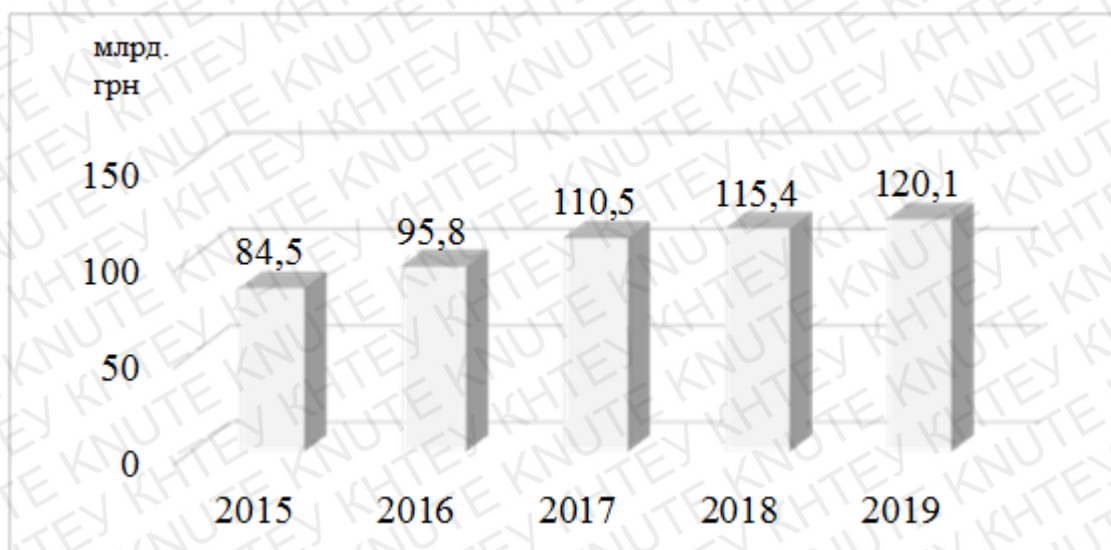


Рис. 2.1. Динаміка обслуговування державного боргу за 2015-2019 рр., млрд.грн

**складено автором на основі [25]*

Як свідчать статистичні дані, обсяг видатків держави на обслуговування зовнішнього та внутрішнього державного боргу мав постійну тенденцію до зростання. У 2015 році видатки на обслуговування державного боргу становили 84,5 млрд.грн. У 2016 році видатки склали 95,8 млрд.грн. У 2017 році обсяг видатків на обслуговування державного боргу збільшився до 110,5 млрд.грн.

У 2018-2019 році обсяги обслуговування державного боргу дещо зросли і станом на кінець 2019 року склали 120,1 млрд.грн. Зростання видатків на обслуговування державного боргу зумовлене як економічними тенденціями, що впливають на державний бюджет, такі і зростанням власне обсягу державного боргу. Ресурси для сплати процентів кредиторам за зовнішніми кредитами держави забезпечується шляхом розміщення нових внутрішніх боргових зобов'язань держави. Перекази фінансових витрат за державним боргом здійснюються через взаємозаліки вартості нових і старих боргових паперів або шляхом перерахування коштів до фінансового агента кредитора. Погашення проводиться з коштів бюджету та ресурсів НБУ в частині кредитів, отриманих з метою макроекономічної стабільності.

Обслуговування державного боргу також стосується і його погашення. Динаміку погашення внутрішнього державного боргу України за період 2015-2019 рр. наведено на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Динаміка погашення внутрішнього державного боргу за 2015-2019 рр., млрд.грн

**складено автором на основі [25]*

Обсяг погашення внутрішніх державних позик у 2017 році значно зріс у порівнянні з попередніми роками. У 2017 році відбулося зростання даного показника з 102,3 млрд.грн (2016 р) до 297,1 млрд.грн (2017 рік).

У 2018 році відбулося скорочення обсягу погашення позик, однак у 2019 році загальний обсяг виплат за облігаціями внутрішньої державної позики склав 254 млрд.грн.

Аналіз показників з обслуговування і погашення державного внутрішнього боргу свідчить про те, що після фінансової кризи 2015 року, не зважаючи на проведені Урядом заходи з реструктуризації заборгованості держави перед зовнішніми та внутрішніми кредиторами у частині майже всіх складових державного боргу, витрати на сплату відсотків за державним боргом мати стійку тенденцію до зростання.

Видатки з обслуговування державного боргу також перебувають в залежності від обсягу зовнішніх запозичень держави, динаміку погашення яких наведено на рис. 2.3.

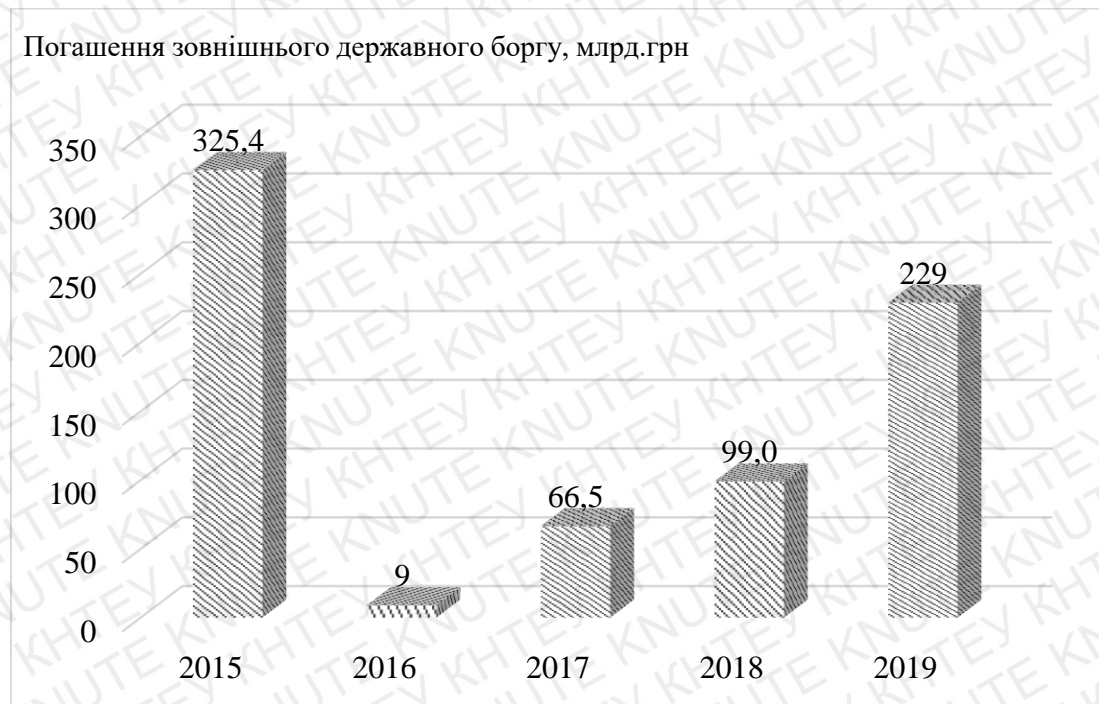


Рис. 2.3. Динаміка погашення зовнішнього державного боргу за 2015-2019 рр., млрд.грн

**складено автором на основі [25]*

Обсяг погашення зовнішнього боргу у 2019 році склав 229 млрд.грн. Можемо бачити, що обсяги боргових виплат зовнішнім кредиторам зросли на 130 млрд.грн, що було пов'язано із специфікою графіка рефінансування заборгованості перед МВФ, останні зміни до якого були затверджені наприкінці 2015-го року.

Із проведеного прогнозу витрат на обслуговування державного боргу України впродовж 2015-2019 рр., можна зробити такі висновки:

– переважає заборгованість із середнім строком. Це можна аргументувати тим, що в Україні зобов'язання на більш довгий період не мають на ринку попиту через високий рівень ризику;

– найбільше платежів зафіксовано в період 2015-2016 рр., які в основному здійснюватимуться з метою погашення боргів перед МВФ за кредити, отримані ще у попередні роки.

Характеризуючи особливості обслуговування державного боргу, варто звернути увагу на строки його погашення. З цією метою проаналізуємо динаміку структури державного боргу за строками погашення у 2015-2019 рр. (рис. 2.4).

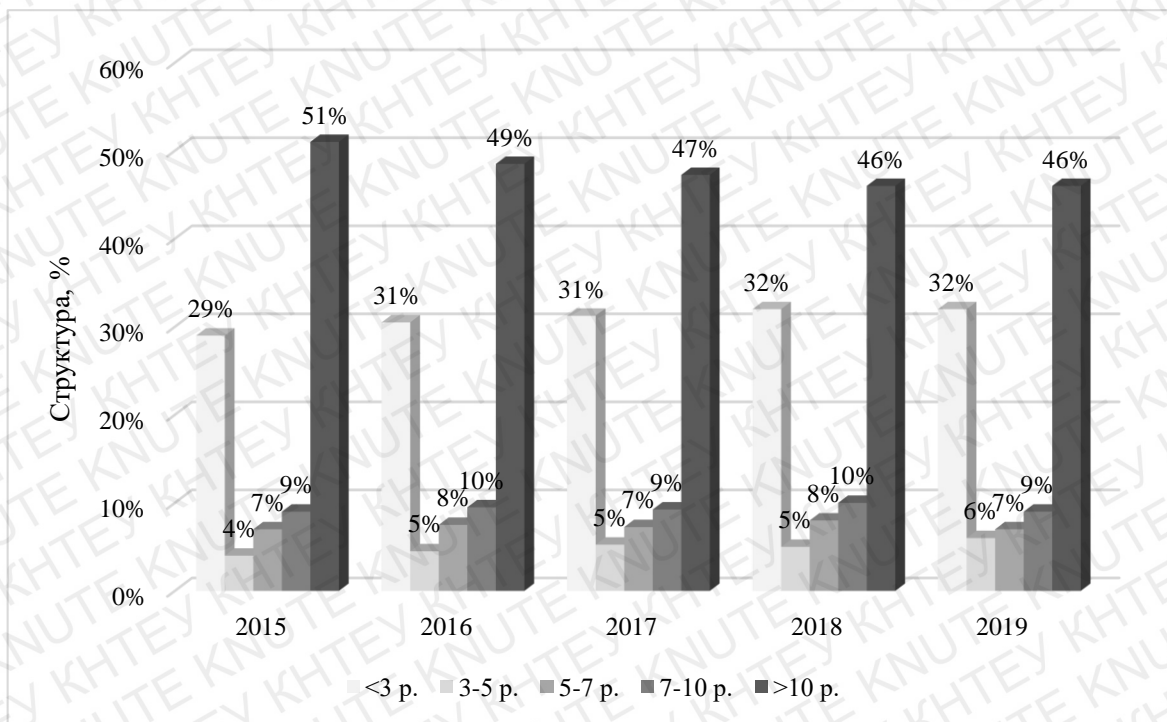


Рис. 2.4. Структура державного боргу за термінами погашення у 2015-2019 рр., млрд.грн

*складено автором на основі [25]

Як свідчать наведені на рис. 2.4 дані, в цілому у структурі державного боргу переважало дві категорії фінансових зобов'язань – з терміном погашення вище 10 років (46%) та з терміном погашення менше 3-х років (32%). Структура державного боргу України за строками до погашення є збалансованою, з великою часткою довгострокового боргу. Найбільшою є частка боргових інструментів, строк до погашення яких становить понад 10 років. Частка короткострокового боргу з терміном погашення до 5 років становить в середньому 38%. Разом з цим, поточна структура портфеля

державного боргу України та зовнішніх боргових інструментів, зокрема, вказує на можливість збільшення термінів погашення державного боргу, у т. ч. шляхом випусків довгострокових ОЗДП. Станом на кінець 2019 року середньозважений строк до погашення державного внутрішнього боргу (включаючи ОВДП у портфелі НБУ) становить 10,0 років, а зовнішнього - 8,1 років. Як наслідок, середньозважений строк до погашення державного боргу України становить 8,9 років.

Важливим критерієм обслуговування державного боргу є його градація за типами відсоткових ставок (рис. 2.5).

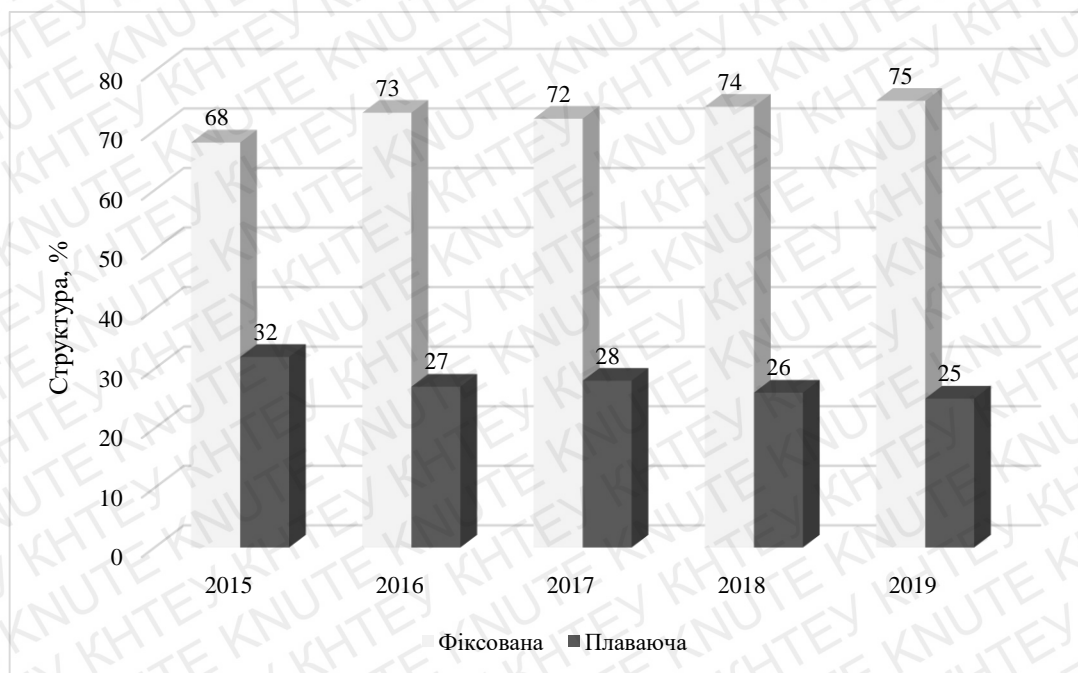


Рис. 2.5. Структура державного боргу за відсотковими ставками у 2015-2019 рр., %

**складено автором на основі [25]*

Державний борг України включає велику частку боргових інструментів з фіксованою ставкою (75%), що зменшує відсотковий ризик до прийняттого рівня. Це означає, що зменшуються ризики при обслуговуванні державного боргу у випадку зміни економічної ситуації у світі. При цьому частка державного боргу України з плаваючими ставками складає до 25-30%. Плаваюча ставка прив'язана до вартості капіталу на зовнішньому ринку фінансових ресурсів. У структурі державного боргу з плаваючою відсотковою

ставкою його значна частка припадає на EURIBOR (Європейська міжбанківська ставка пропозиції) та LIBOR (Лондонська міжбанківська ставка пропозиції), тому обслуговування цього державного боргу є чутливим до збільшення відсоткових ставок в Єврозоні та США.

Середньозважена відсоткова ставка за державним боргом України на кінець 2018 року становила 7,0%, що незначним чином відрізняється від середнього рівня країн-аналогів за рейтингом та країн-аналогів - регіональних лідерів (5,6% та 5,7%, відповідно). Такий показник є результатом середньої номінальної ставки за державним зовнішнім боргом, що становить 4,9%, та відносно вищої середньої номінальної ставки за державним внутрішнім боргом (10,1%), яка насамперед є наслідком відповідного рівня інфляції та здійснення Нацбанком таргетування інфляції шляхом збільшення облікової ставки за останні періоди. Ураховуючи ефект інфляції, реальна вартість обслуговування державного внутрішнього боргу становить 1,5%. Середня відсоткова ставка за державним зовнішнім боргом України (4,9%) відповідає середньому показнику країн-аналогів за рейтингом (4,7%) та підкреслює важливість значної підтримки України зі сторони міжнародних інвесторів та, зокрема, міжнародних фінансових організацій.

Важливим фактором формування ризиків при обслуговуванні державного боргу є структура виплат по обслуговуванню у розрізі валют (рис. 2.6).

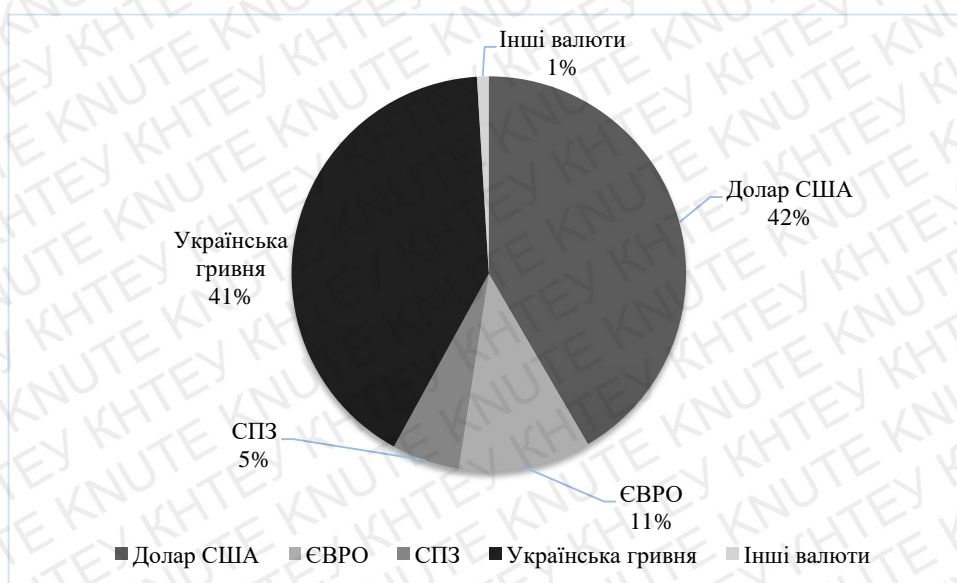


Рис. 2.6. Валютна структура погашення державного боргу у 2019 рр., %

**складено автором на основі [25]*

Як бачимо з рис. 2.6, 42% від обсягу виплат по державному боргу здійснюються у гривні, 42% - у дол.США, 11% - у євро. Можна сказати, що найвищий рівень ризику при обслуговуванні державного боргу за валютними позиціями у дол. США.

Важливо також звернути увагу на графік погашення державного боргу, який розрахований на 2019-2022 рр. (рис. 2.7).

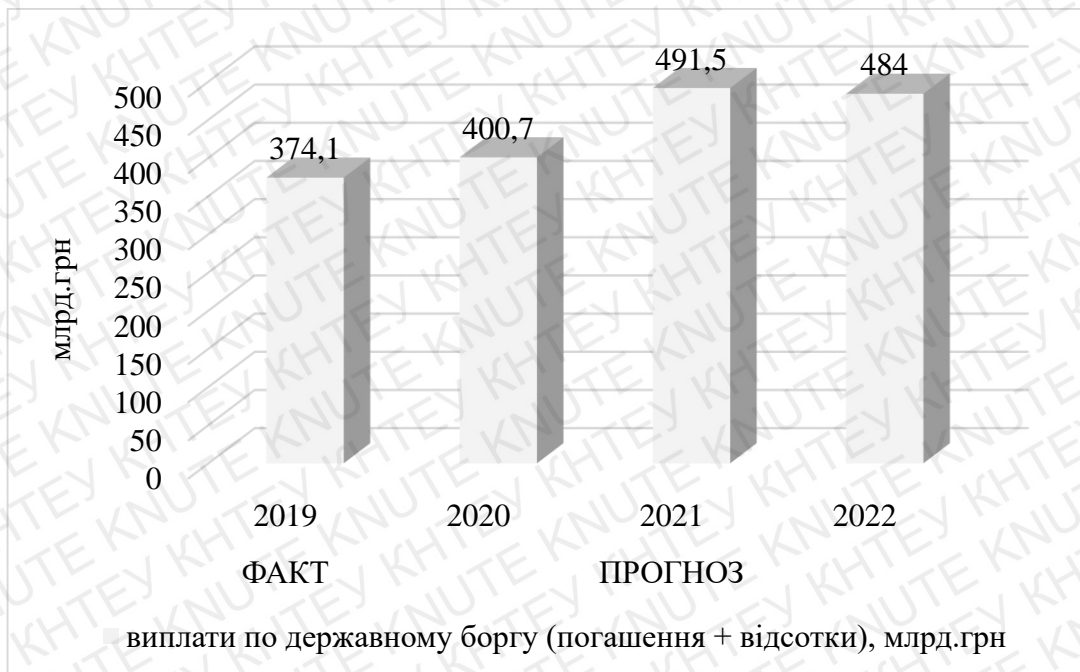


Рис. 2.7. Прогнозні платежі з погашення боргу у 2019-2022 рр., %

**складено автором на основі [25]*

Помірно згладжений графік погашення боргу у 2019-2022 рр. з обмеженою кількістю піків рефінансування є результатом активного управління державним боргом України після реструктуризації державного та гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу у 2015 році. Середньорічний показник витрат з погашення та обслуговування державного боргу за чинними та плановими борговими зобов'язаннями у 2019-2022 рр. становить 484,7 млрд грн, а стандартне відхилення дорівнює 4,6 млрд грн.

На обслуговування державного боргу впливає співробітництво з міжнародними фінансовими організаціями. Зокрема 19 грудня 2018 року Рада

Директорів МВФ ухвалила для України нову 14-місячну програму підтримки економічної політики Stand-by на суму 3.9 млрд дол. США, що становить близько 139% від квоти країни в МВФ, і яка замістила собою попередню програму розширеного фінансування (EFF).

Після обговорення параметрів нової програми та визначення кроків, необхідних для отримання кредитної допомоги від МВФ 07 грудня 2019 року між Україною та МВФ досягнуто згоди на технічному рівні (Staff Level Agreement) щодо нової трирічної Програми «EFF» загальним обсягом 5,5 млрд дол. США. У травні 2020 року в умовах невизначеності внаслідок пандемії коронавірусу МВФ були змінені підходи до виділення коштів країнам-членам у напрямку допомоги в рамках короткострокових інструментів. У зв'язку із цим перемовини щодо започаткування нової програми продовжились в контексті програми Stand-by.

Після тривалих переговорів і виконання низки попередніх заходів було досягнуто згоди з МВФ щодо започаткування нової програми для України - Програми Stand-by строком на 18 місяців та загальним обсягом 5 млрд дол. США. Рішення Ради директорів МВФ щодо схвалення нової 18-ти місячної Програми Stand-by та про виділення першого траншу за програмою у розмірі 1,5 млрд СПЗ (2,1 млрд дол. США) було прийнято 09 червня 2020 року. Програма Stand-by 2020 зосереджена на ключовому завданні – підтримка макроекономічної та фінансової стабільності і охоплюватиме, серед іншого такі сфери як: Фіскальна політика; Монетарна політика; Політика фінансового сектору; Енергетична політика та Антикорупційна політика. 11 червня 2020 року Україною отримано перший транш за Програмою обсягом 2,1 млрд дол. США, який було спрямовано до Державного бюджету України.

Отже, зростання видатків на обслуговування державного боргу зумовлене як економічними тенденціями, що впливають на державний бюджет, такі і зростанням власне обсягу державного боргу. Ресурси для сплати процентів кредиторам за зовнішніми кредитами держави забезпечується шляхом розміщення нових внутрішніх боргових зобов'язань держави. Перекази

фінансових витрат за державним боргом здійснюються через взаємозаліки вартості нових і старих боргових паперів або шляхом перерахування коштів до фінансового агента кредитора. Обсяг погашення зовнішнього боргу у 2019 році склав 229 млрд.грн. Можемо бачити, що обсяги боргових виплат зовнішнім кредиторам зросли на 130 млрд.грн, що було пов'язано із специфікою графіка рефінансування заборгованості перед МВФ, останні зміни до якого були затверджені наприкінці 2015-го року. Державний борг України включає велику частку боргових інструментів з фіксованою ставкою (75%), що зменшує відсотковий ризик до прийняттого рівня.

2.2. Модель впливу державного боргу на ризики зовнішнього дефолту

Розкриваючи зміст даного питання, варто відмітити, що боргова політика України є важливим фактором формування її іміджу як надійного платника на міжнародній арені. При цьому, логічним є той факт, що зростання боргового навантаження впливає на збільшення ризиків зовнішнього дефолту. Тому, виходячи з цього, на наш погляд, варто сформулювати та проаналізувати аналітичну модель, яка буде враховувати вплив елементів боргової політики на ризик зовнішнього дефолту, який виражається у вигляді кредитного рейтингу України.

Формулювання базової концепції моделі впливу чинників боргової політики на ризики зовнішнього дефолту в Україні передбачає визначення основних видів залежностей та опис змінних, які вони включають. Побудова моделі передбачає формування кореляційно-регресійної залежності, що може бути описана наступною формулою:

$$Y = b_0 + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2 + b_3 \cdot X_3 + b_4 \cdot X_4 + b_5 \cdot X_5 + b_6 \cdot X_6 \quad (2.1)$$

де, Y – це значення золотовалютних резервів, які мають прямий вплив на здатність країни розраховуватись вчасно по своїм борговим зобов'язанням; X_1 - X_6 – фактори впливу боргової політики держави на зміну обсягу золотовалютних резервів НБУ.

У ході проведення дослідження було сформульовано наступний алгоритм, що відображає концепцію дослідження (рис. 2.8):

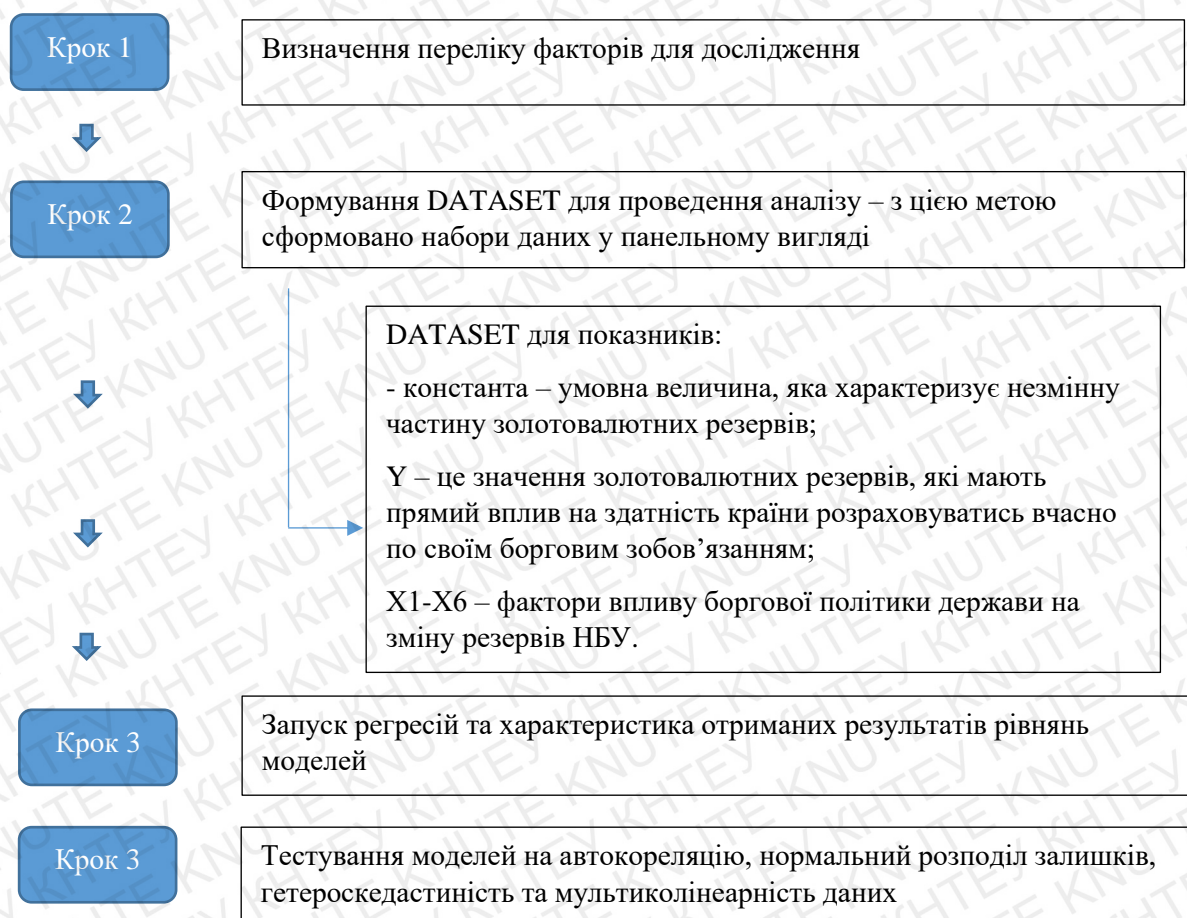


Рис. 2.8. Алгоритм дослідження в рамках концепції моделі факторної аналізу ризиків зовнішнього дефолту України

Для проведення побудови моделі випишемо основні змінні X1-X6, які будуть аналізуватися (табл. 2.1)

Таблиця 2.1

Змінні, які використовуються для побудови регресійної моделі аналізу

Назва змінної	Позначення змінної	Економічний зміст змінної
1	2	3
Обсяг золотовалютних резервів НБУ, млрд.дол	Y	Даний показник виражає обсяг валюти, який може бути використаний для покриття боргових зобов'язань
Обсяг зовнішнього державного боргу, млрд.грн	X1	Даний показник характеризує обсяг боргового навантаження на зовнішньому ринку фінансових ресурсів

продовження табл. 2.1

1	2	3
Обсяг внутрішнього державного боргу, млрд.грн	X2	Даний показник характеризує обсяг боргового навантаження на внутрішньому ринку фінансових ресурсів
Обсяг ВВП, млрд.євро	X3	Даний показник характеризує сукупний результат функціонування економіки країн, має вплив на грошову масу
Облікова ставка НБУ	X4	Даний показник характеризує середній рівень собівартості короткострокових фінансових ресурсів терміном до 1-го року
Обмінний курс USD / EURO (для країн ЄС) Обмінний курс USD/UAH (для України)	X5	Виражає співвідношення валютних курсів, характеризує валютну політику
Виплати по обслуговуванню та погашенню державного боргу	X6	Даний показник характеризує середній рівень вартості короткострокових кредитів до 1-го року

Джерело: складено автором

Показник Y буде залежною змінною, на яку будуть впливати ряд факторів. Показники $X1$ - $X6$ є факторними ознаками, які виявляють свій вплив на змінну Y . Первинні дані для формування регресійної моделі наведено у Додатку А.

Базова концепція моделі передбачає наступні гіпотези:

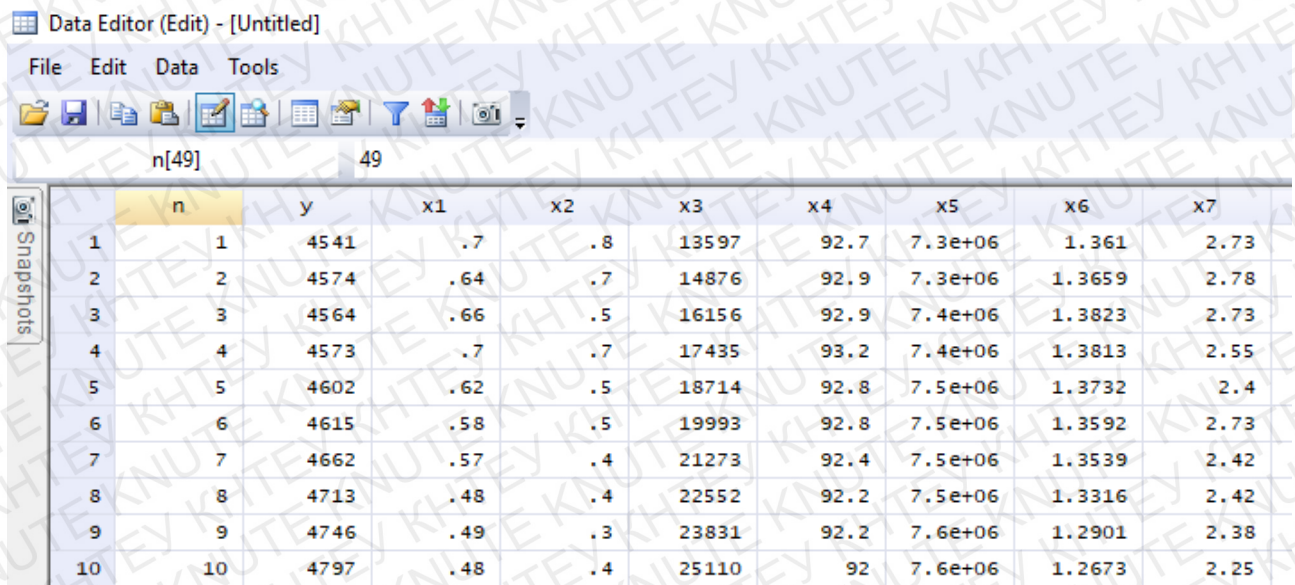
- визначені у табл. 2.1 фактори мають істотний вплив на обсяги золотовалютних резервів, що характеризується різноспрямованим характером;
- зростання обсягу внутрішнього та зовнішнього державного боргу впливає на скорочення золотовалютних резервів;
- зниження курсу гривні впливає на зростання ризиків зовнішнього дефолту через скорочення золотовалютних резервів.

Кореляційно-регресійний аналіз було здійснено з використанням програмного продукту Stata. З метою запуску регресійної моделі введемо дані додатку А у снєпшот програми (кластер з даними у нормалізованому вигляді), сформувавши таким чином неперервний діапазон даних, які представлені стандартному панельному вигляді. При цьому значення всіх змінних в таблиці панельних даних згруповані по рокам.

Таким чином, базова концепція моделі впливу чинників впливу на ризик зовнішнього дефолту являє собою опис гіпотези, методики дослідження та змінних, що входять до складу моделі. Для проведення дослідження було обрано лінійний тип моделі, який передбачав визначення коефіцієнтів кореляції, F-критерію, параметрів лінійних коефіцієнтів при змінних та проведення відповідних тестів. Алгоритм дослідження в рамках концепції моделі аналізу передбачав такі етапи: визначення переліку факторів для дослідження, формування DATASET для проведення аналізу – з цією метою сформовано набори даних у панельному вигляді, запуск регресій та характеристика отриманих результатів рівнянь моделей, тестування моделей на автокореляцію, нормальний розподіл залишків, гетероскедастичність та мультиколінеарність даних.

Для здійснення розрахунків параметрів регресії було використано відповідні спеціальні команди в програмному забезпеченні Stata, які дають можливість отримати зведену статистику стосовно зв'язку між окремими факторами та результативною змінною.

Вигляд снєпшоту панельних даних у програмі Stata наведено на рис. 2.9.



	n	y	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7
1	1	4541	.7	.8	13597	92.7	7.3e+06	1.361	2.73
2	2	4574	.64	.7	14876	92.9	7.3e+06	1.3659	2.78
3	3	4564	.66	.5	16156	92.9	7.4e+06	1.3823	2.73
4	4	4573	.7	.7	17435	93.2	7.4e+06	1.3813	2.55
5	5	4602	.62	.5	18714	92.8	7.5e+06	1.3732	2.4
6	6	4615	.58	.5	19993	92.8	7.5e+06	1.3592	2.73
7	7	4662	.57	.4	21273	92.4	7.5e+06	1.3539	2.42
8	8	4713	.48	.4	22552	92.2	7.5e+06	1.3316	2.42
9	9	4746	.49	.3	23831	92.2	7.6e+06	1.2901	2.38
10	10	4797	.48	.4	25110	92	7.6e+06	1.2673	2.25

Рис. 2.9. Вигляд вибірки даних у базі ПЗ Stata для моделі ризику зовнішнього дефолту

Джерело: складено автором

До снєпшоту даних увійшли усі показники, які було описано у базовій концепції моделі (див.табл. 2.1). Варто відмітити, що програмний продукт Stata враховує можливість нормалізації розподілу даних на етапі побудови множинної регресійної моделі.

На рисунку 2.10 наведено результати обчислення параметрів множинної моделі, яка описує вплив факторів на ризик виникнення зовнішнього дефолту.

```
. reg y x1 x2 x3 x4 x5 x6
```

Source	SS	df	MS			
Model	38175891.1	6	6362648.52	Number of obs =	60	
Residual	98251.4631	53	1853.80119	F(6, 53) =	3432.22	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9974	
				Adj R-squared =	0.9971	
				Root MSE =	43.056	
Total	38274142.6	59	648714.281			

y	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
x1	-589.7173	155.2512	-3.80	0.000	-901.1117	-278.3228
x2	38.01747	14.01832	2.71	0.009	9.900281	66.13466
x3	.0367712	.0024621	14.93	0.000	.0318329	.0417095
x4	10.70697	14.28553	0.75	0.457	-17.94617	39.36011
x5	-.0005231	.0001622	-3.22	0.002	-.0008484	-.0001977
x6	-128.9597	133.1915	-0.97	0.337	-396.1081	138.1886
_cons	7334.613	1820.171	4.03	0.000	3683.813	10985.41

Рис. 2.10. Результати запуску регресії для моделі оцінки ризику зовнішнього дефолту від елементів боргової політики

Джерело: складено автором

Наведемо характеристику отриманих результатів, які описують основні показники моделі відповідно до вимог кореляційно-регресійного аналізу. Як видно з рис. 2.10, модель має достатній ступінь пояснення варіації залежної змінної, про що свідчать дані (R^2). Отриманий показник доводить факт суттєвої варіації зв'язку між змінними. Для множинної регресії він становить 0,9974, що характеризує дуже високу ступінь зв'язку.

Значення даного критерію наведено на рисунку 2.10 у шапці – 3432,22 при значенні Ftable (мінімальне) – 6,53. Можна зробити висновок про високий ступінь суттєвості даної моделі.

Для змінних x1-x6 результати обчислення t-статистики наведено на рисунку 2.10 для кожної змінної у колонці t. З метою аналізу моделі на відсутність автокореляції залишків моделі було проведено два тести: Тест

Дарбіна-Ватсона; LM тест. Як свідчать отримані дані за результатами запущеного LM-тесту, автокореляція відсутня. Критерій Дарбіна-Уотсона становить 0,9328463. Додатково було проведено тести на відсутність гетероскедастичності залишків моделі (Тест Вайта та Тест Бреуша-Пагана). За результатами проведених тестів можна стверджувати, що гетероскедастичність залишків є відсутньою. Можна зробити висновки про те, що усі змінні є нормальними - відповідають закону нормального розподілу.

Підсумовуючи результати кореляційно-регресійного аналізу відповідно до наведеної моделі, можна зробити наступні висновки:

Зростання обсягу зовнішнього та внутрішнього державного боргу не має прямого впливу на обсяг золотовалютних резервів, оскільки можна помітити прямо пропорційну залежність між показниками державного боргу (внутрішнього та зовнішнього) і обсягами його погашення. Зростання обсягу обслуговування державного боргу має прямий вплив на скорочення золотовалютних резервів та підвищення ризиків зовнішнього дефолту. Однак, при цьому зростання абсолютної величини державного боргу за умов пропорційного зростання ВВП не призводить до зниження золотовалютних резервів. Тому, можна зробити важливий висновок про те, що структурована боргова політика, яка спрямована на забезпечення темпів стабільного економічного зростання, є головним чинником стабільності кредитного рейтингу країни. Такий висновок є важливим, оскільки є математичним підтвердженням гіпотези про те, що зростання державного боргу є одним з факторів економічного зростання за умови збалансованості виплат по боргам країни та показниками золотовалютних резервів. Це заперечує теорію про те, що збільшення державного боргу є економічним ярмом і будь-яке боргове навантаження розглядається як гальмівний чинник для економічного розвитку. Тобто, виважена боргова політика, яка враховує збалансованість золотовалютних резервів із обсягами виплат по державному боргу, є не лише передумовою фінансової стабільності держави, але і фактором зростання ВВП.

Висновки до розділу 2

Отже, за результатами проведеного дослідження можемо зробити такі висновки, що обсяг погашення зовнішнього боргу у 2019 році склав 229 млрд.грн. Можемо бачити, що обсяги боргових виплат зовнішнім кредиторам зросли на 130 млрд.грн, що було пов'язано із специфікою графіка рефінансування заборгованості перед МВФ, останні зміни до якого були затверджені наприкінці 2015-го року. Державний борг України включає велику частку боргових інструментів з фіксованою ставкою (75%), що зменшує відсотковий ризик до прийняттого рівня. Збільшення видатків на обслуговування державного боргу зумовлене як економічними тенденціями, що впливають на державний бюджет, такі і зростанням власне обсягу державного боргу. Ресурси для сплати процентів кредиторам за зовнішніми кредитами держави забезпечується шляхом розміщення нових внутрішніх боргових зобов'язань держави. Перекази фінансових витрат за державним боргом здійснюються через взаємозаліки вартості нових і старих боргових паперів або шляхом перерахування коштів до фінансового агента кредитора.

Визначено, що зростання обсягу обслуговування державного боргу має прямий вплив на скорочення золотовалютних резервів та підвищення ризиків зовнішнього дефолту. Однак, при цьому зростання абсолютної величини державного боргу за умов пропорційного зростання ВВП не призводить до зниження золотовалютних резервів. Тому, можна зробити важливий висновок про те, що структурована боргова політика, яка спрямована на забезпечення темпів стабільного економічного зростання, є головним чинником стабільності кредитного рейтингу країни.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ РИЗИКІВ ЗОВНІШНЬОГО ДЕФОЛТУ

3.1. Обґрунтування заходів щодо оптимізації структури зовнішнього державного боргу України

Система управління державним зовнішнім боргом — це сукупність методів, інструментів, важелів та процедур направлених на поповнення боргового портфелю держави новими борговими зобов'язаннями, його своєчасне обслуговування та оптимізацію з метою досягнення відповідності національним інтересам, забезпечення мінімально можливого рівня державних витрат і зменшення ступеня боргових ризиків

Проведені дослідження у галузі розробки боргової політики дозволяють виділити такі невід'ємні компоненти, які повинні бути враховані у складі комплексної системи управління державним боргом (рис. 3.1) [18]:

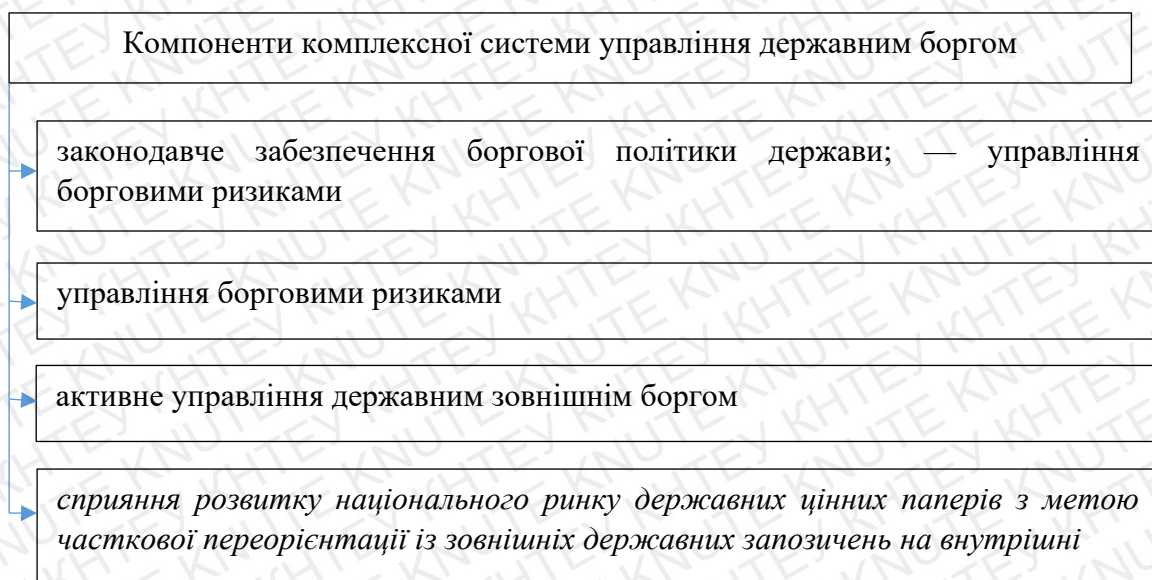


Рис. 3.1. Компоненти комплексної системи управління державним боргом

*складено автором на основі [18]

Створення сучасної системи управління державним зовнішнім боргом в Україні є цілком можливим, проте її важко собі уявити без ефективної законодавчої бази, що регулює процеси формування, розвитку та управління державним боргом. Саме тому, на першому етапі необхідним є вирішення проблем пов'язаних з врегулюванням законодавчого поля у даній галузі.

Відсутність цілісної системи законодавчого забезпечення регулювання витрат з обслуговування і погашення державного боргу є значною перешкодою на шляху досягнення належної ефективності боргової політики. В Україні ще досі не прийнятий закон про державний борг, що уповільнює процес створення ефективної системи управління зовнішнім боргом та призводить до виникнення суперечностей між положеннями окремих нормативно-правових актів з питань погашення і обслуговування державного боргу [7].

В існуючому законодавстві України, на даний момент, залишаються не врегульованими та чітко не розподіленими повноваження органів державної влади та порядок витрачання коштів з Державного бюджету України на потреби пов'язані з управлінням державним боргом. Окрім того, за висновками спеціалістів Рахункової палати України були встановлені численні факти правопорушень у процесі здійснення боргових виплат за зобов'язаннями України. Все це вказує на необхідність у подальшому вдосконаленні існуючої системи управління державним зовнішнім боргом, підвищенні координованості дій центральних органів законодавчої і виконавчої влади й визначенні пріоритетів розвитку національної економіки та напрямів ефективного використання коштів одержаних від зовнішніх запозичень. Існуюча законодавча база України, що регулює боргові відносини має несистемний характер та не відповідає потребам необхідності проведення структурного ринкового реформування фінансового ринку та основам макроекономічного регулювання, що у свою чергу уповільнює вирішення питань, пов'язаних з: повноваженнями державних органів влади щодо державної боргової політики; визначенням прийнятної величини, валютної структури та інших параметрів державного боргу; наданням державних гарантій та визначенням пріоритетів у

даній сфері; можливостями забезпечення управління державним боргом через фінансовий ринок.

Вищенаведені питання необхідно законодавчо систематизувати та інтегрувати до існуючої у цій сфері нормативно-правової бази. З цією метою Комітетом з питань бюджету Верховної Ради України було розроблено проект Закону України "Про державний борг та гарантований державою борг" [36].

Серед головних цілей даного законопроекту значиться: 1) створення передумов для розмежування повноважень державної виконавчої влади та підвищення її відповідальності за рішення у сфері боргової політики; 2) створення системної законодавчої бази з регулювання боргової сфери та регламентації принципів організації системи управління державним зовнішнім боргом; 3) створення ефективного механізму управління державним зовнішнім боргом та запобігання борговим ризикам. В адміністративному порядку, у формі директив, необхідно розширити перелік боргових лімітів, що затверджуються щорічно із урахуванням кон'юнктури світових фінансових ринків [36].

Для ефективного управління державним боргом недостатньо самих лише узагальнених лімітів, які затверджуються Верховною Радою в Законі "Про Програму державного зовнішнього запозичення" на кожен рік (наприклад, граничні розміри державного боргу та нові позики). Необхідно запровадити такі показники, як прийнятний розмір відсоткових ставок і відсоткових платежів; валютна структура боргу та його терміновість; співвідношення між боргом, утвореним на умовах фіксованої та плаваючої відсоткових ставок; обсяги залучення нових кредитів за "прогнозованою ціною". Одним із важливих аспектів в управлінні державним зовнішнім боргом є управління борговими ризиками. Саме тому сьогодні приділяється така значна увага пошуку шляхів нейтралізації та мінімізації негативного впливу різноманітних ризиків. Серед різноманітних боргових ризиків особливу увагу варто приділяти мінімізації впливу ризиків макро- та мікрорівня. Серед ризиків макрорівня в управлінні боргом необхідно досліджувати вплив різноманітних компонент, що

мають безпосередній вплив на загальну економічну ситуацію у країні, це зокрема стосується політичного ризику, ризику грошової політики, загальноринкового та стратегічного ризиків, які відображають для інвесторів рівень готовності влади (уряду) своєчасно виконувати взяті на себе боргові зобов'язання. Більшість ризиків макrorівня певною мірою показують рівень загального ризику, який виступає орієнтиром при визначенні ступеня компенсації інвесторам за ризикованість. Уникнути негативного впливу ризиків макrorівня можливо лише за умови проведення урядом скоординованої, послідовної та ефективної монетарної, бюджетної, боргової і фіскальної політики [2]. Незважаючи на загрозу з боку ризиків макrorівня в управлінні державним боргом, все ж таки основна увага має спрямовуватися на виявленні та мінімізації негативного впливу ризиків мікрорівня, а саме: ринкового ризику, кредитного ризику, ризику ліквідності, судового та операційного ризиків [4].

Найбільший рівень втрат може спричинити ринковий ризик, який тісно пов'язаний із коливаннями валютних курсів валют запозичень та спричинити виникнення ризику ліквідності, що може простимулювати виникнення ситуацію рефінансування державного боргу за досить високими цінами, у результаті чого такі нові запозичення стають економічно недоцільними та створюють додаткове навантаження на економічну систему країни.

Велике значення в управлінні державним зовнішнім боргом належить мінімізації впливу негативних наслідків ризиків боргового портфеля. В такому випадку мінімізації негативного впливу можна досягти через оптимізацію структури боргового портфелю у розрізі процентних ставок, валют погашення, термінів, джерел залучення коштів та саме інструментів державного запозичення. Це дозволить зробити державні запозичення менш залежними від багатьох негативних факторів, тим самим зменшивши ризики. Основною метою оптимізації ризиків боргового портфелю є досягнення мінімізації виплат за усіма борговими зобов'язаннями при збереженні допустимого рівня ризику. Разом із цим необхідність обслуговувати вже раніше взяті боргові зобов'язання значно ускладнює процес управління вже існуючими ризиками а це у свою

чергу потребує від державного інституту управління боргом застосовувати широко використовуваний у міжнародній практиці арсенал активних операцій (диверсифікацію, хеджування, конверсію, консолідацію, достроковий викуп боргових зобов'язань тощо).

Дуже ефективним може бути використання стратегічних портфельних стандартів для боргових зобов'язань, які встановлюють певні граничні ліміти та допустимі рівні ризику, що відображають середню строковість боргових зобов'язань, граничні ліміти співвідношення боргових зобов'язань у національній та іноземних валютах, допустимий рівень фіксованої та плаваючої відсоткової ставки, норму рефінансування боргу у наступних періодах. Домінування зовнішньої складової державного боргу такої країни як Україна, робить управління валютним ризиком боргових зобов'язань пріоритетним серед напрямів реалізації боргового ризик-менеджменту, важливим як для контролю боргових виплат прогнозованості боргової політики, так і для зменшення невизначеності у фіскальній сфері. Важливість цього напрямку роботи в рамках здійснення стратегічного й поточного управління державним боргом України важко недооцінити, зважаючи на поточну валютну структуру її боргових зобов'язань.

Враховуючи те, що лєвова частка боргових зобов'язань України сплачується в іноземній валюті, це ставить її систему управління державним боргом у пряму залежність від валютної політики. Слід відмітити, що зростання зовнішньої частки державного боргу України, спричинене нерозвиненістю вітчизняного ринку капіталу та дешевизною зовнішніх капіталів. Незбалансованість в розрізі валютної структури запозичень держави деструктивно вплине на структуру відповідних боргових виплат у майбутньому. У рамках проведення оптимізації валютної структури витрат за державним боргом варто впровадити ряд заходів, які наведено на рис. 3.2.

Важливим кроком, може стати продаж тимчасово вільних коштів на рахунках головних розпорядників Держказначейства, на ринку міжбанківських кредитів, що дозволило би посилити мультиплікативний ефект від коштів, які

акумулюються державою фіскальними засобами. Таким методом вже давно активно користуються боргові офіси Ірландії, Великобританії, Франції та інших країн, використовуючи тимчасово вільні грошові кошти на казначейських рахунках для проведення активних операцій з управління державним боргом.

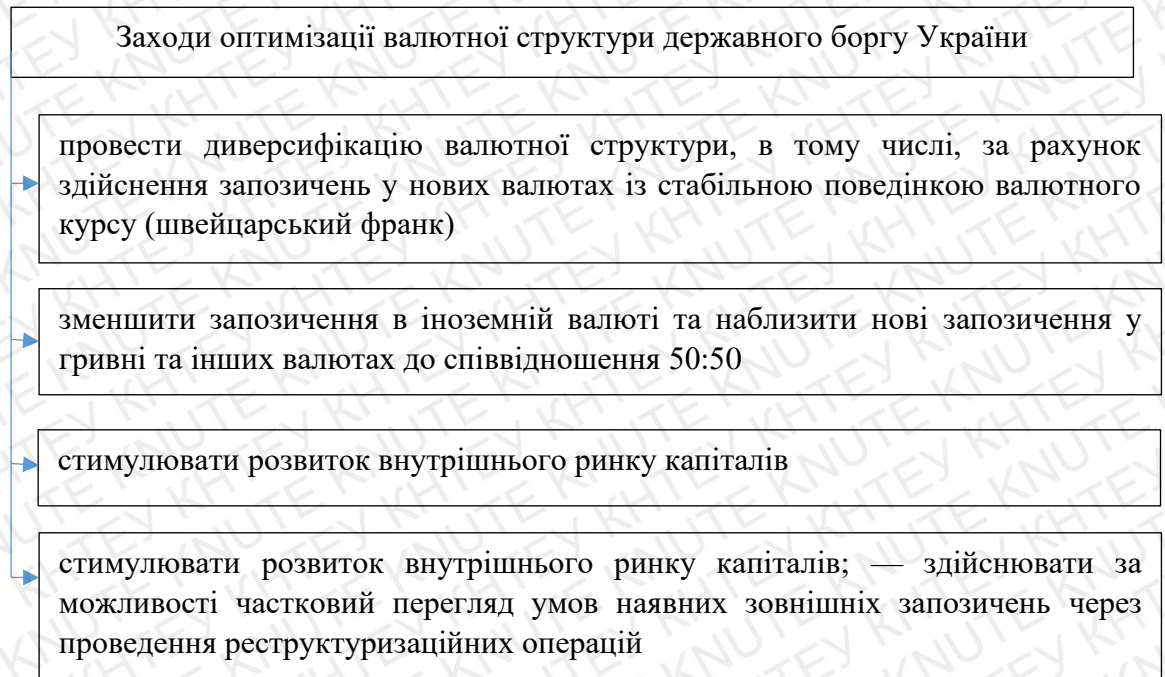


Рис. 3.2. Заходи оптимізації валютної структури державного боргу України

**складено автором на основі [18]*

Наприклад, у Нідерландах щоденний баланс по залишках на рахунках казначейства узгоджується із Національним банком, при чому, надлишок коштів спрямовується на грошовий ринок, а дефіцит покривається за рахунок здійснення позичок на грошовому ринку. Цей метод врахування бюджетних потоків та спільного управління активами може виступити дієвим інструментом для нейтралізації боргових ризиків та суттєвим важелем зменшення потреби в державних запозиченнях, який дасть можливість збільшити кредитний потенціал економіки України.

Сьогодні особливо важливим є перехід від формального виконання боргових зобов'язань перед кредиторами, тобто зобов'язань вчасно і у повному обсязі платити, до застосування інструментів активного управління державним

зовнішнім боргом. Після визначення цілей та проведення аналізу стану фінансових ринків, мають застосовуватися методи цільового впливу на структуру боргового портфелю, включаючи строковість боргового портфелю. Вибір інструментів та часу здійснення запозичень має бути зорієнтованим на використання оптимальних умов на ринку. При використанні активних методів управління державним зовнішнім боргом необхідним має стати здійснення "випереджувальних" позик, створення значних запасів ліквідності та зворотний викуп державних боргових зобов'язань. В останньому випадку мається на увазі викуп боргових інструментів з метою зменшення витрат у майбутньому на обслуговування боргу або обмін боргу з менш привабливими умовами розміщення на більш сприятливі для держави.

Окрім використання інструментів активного управління державним боргом (наприклад, обміну державних боргових зобов'язань держави на акції підприємств, що знаходяться у державній власності, викуп державних облігацій зовнішньої позики на вторинному ринку), потрібно взяти за основу зниження розміру державного боргу та сплати процентів міжнародним офіційним кредиторам, позики від яких нерідко надаються із нав'язуванням додаткових вимог, у тому числі — з політичними умовами. На заміну цьому необхідно створити механізм переорієнтації на ринкові джерела державних запозичень із використанням інструментів, активно апробованих зарубіжною практикою, створивши для цього необхідне законодавче та інституційне забезпечення. Міністерство фінансів повинно проводити постійний аналіз та моніторинг кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу, котирувань облігацій зовнішньої державної позики на міжнародних біржах, реакції інвесторів на українські єврооблігації, на ті чи інші економічні та політичні події в країні, здійснювати активну роботу щодо сприяння підвищенню суверенного кредитного рейтингу України.

Реорганізація первинного ринку державних цінних паперів є першим кроком до ефективного управління державним боргом відповідно до найкращого світового досвіду. Вона передбачає розроблення та впровадження

середньострокової стратегії управління державним боргом, заснованої на аналізі витрат та ризиків, що спрямована на збільшення частки внутрішнього державного боргу у загальному обсязі державного боргу Ук-раїни, а також на потреби розвитку внутрішнього ринку боргових зобов'язань. Необхідним є розробка програми розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України. Дана програма повинна бути спрямована на виконання таких завдань:

- 1) забезпечення можливості мобілізації необхідних коштів для виконання державою її функцій та здійснення платежів за державним боргом;
- 2) фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат у середньостроковій перспективі та за умови мінімізації ризиків;
- 3) оптимізація структури державного боргу за валютою запозичення, видами ставок та строками запозичення.

Для виконання поставлених завдань необхідно вжити таких заходів:

— покращити пропозицію державних цінних паперів через розміщення тимчасово вільних державних коштів серед фінансових установ шляхом тимчасового викупу державних цінних паперів на умовах договору зворотного РЕПО, що сприятиме перетворенню цінних паперів на інструмент задоволення короткострокових потреб інвесторів у фінансових ресурсах;

— виявляти ризики та здійснювати управління ними шляхом розробки нормативно-правової бази управління ризиками, запровадження системи внутрішнього контролю управління ризиками; організації проведення у межах запозичених коштів операцій з державним боргом, включаючи обмін (операції своп) та достроковий викуп державних боргових зобов'язань з метою економії бюджетних коштів та мінімізації валютного і відсоткового ризиків;

— підвищити ліквідність шляхом розробки нормативно-правових актів, що сприятимуть використанню державних боргових зобов'язань як інструменту управління ліквідністю;

— покращити імідж держави як емітента через покращання прозорості державного запозичення шляхом запровадження сучасних конкурентних процедур проведення аукціонів.

Проведення вищенаведених заходів сприятиме розвитку повноцінного та ліквідного внутрішнього ринку державних цінних паперів, який, у свою чергу, сприятиме зменшенню вартості державних запозичень, зниженню ризиків та покращанню іміджу держави як емітента, що у перспективі разом із курсом на подовження терміну обігу боргових зобов'язань розширить можливості їх використання як інвестиційного інструменту, зокрема для недержавного пенсійного страхування.

Реорганізація та активізація національного ринку ОВДП створюватиме умови для вирішення завдань по-в'язаних зі зниженням зовнішнього боргового навантаження на сферу економіки та мінімізації ризиків боргового фінансування. Реалізуючи мету заміщення зовнішніх позик внутрішніми, уряд забезпечить себе від наслідків несподіваних змін обмінних курсів валют та наслідків "втечі" капіталів. Крім цього, це дасть можливість провести збалансування структури державного боргу та підвищити фінансову стійкість економіки через зміцнення національної фінансової системи.

Важливим напрямом в управлінні державним зовнішнім боргом має стати обмеження зростання умовних боргових зобов'язань взятих під гарантії держави

[6] . Цього можна буде досягти шляхом розробки і затвердження Міністерством фінансів єдиного переліку критеріїв, яким мають відповідати державні підприємства, що претендують на залучення зовнішніх кредитів під державні гарантії. Пропонуємо такий перелік критеріїв:

- зовнішні позики, що залучаються повинні мати інвестиційне спрямування та носити довгостроковий характер;
- підприємства, що претендують на одержання зовнішніх позик мають бути прибутковими та платоспроможними, тобто здатними своєчасно і у повній мірі здійснювати обслуговування та погашення свого зовнішнього боргу;
- претенденти мають достатні обсяги валютних надходжень від своєї основної діяльності.

Використання Міністерством фінансів даних критеріїв підвищить ефективність використання державними підприємствами зовнішніх запозичень та створить можливості щодо недопущення фінансових потрясінь у фінансовій системі країни, викликаних цими запозиченнями у майбутньому.

Виходячи з вищевикладеного запропоновано такі шляхи покращення процесу управління державним зовнішнім боргом (рис. 3.3):

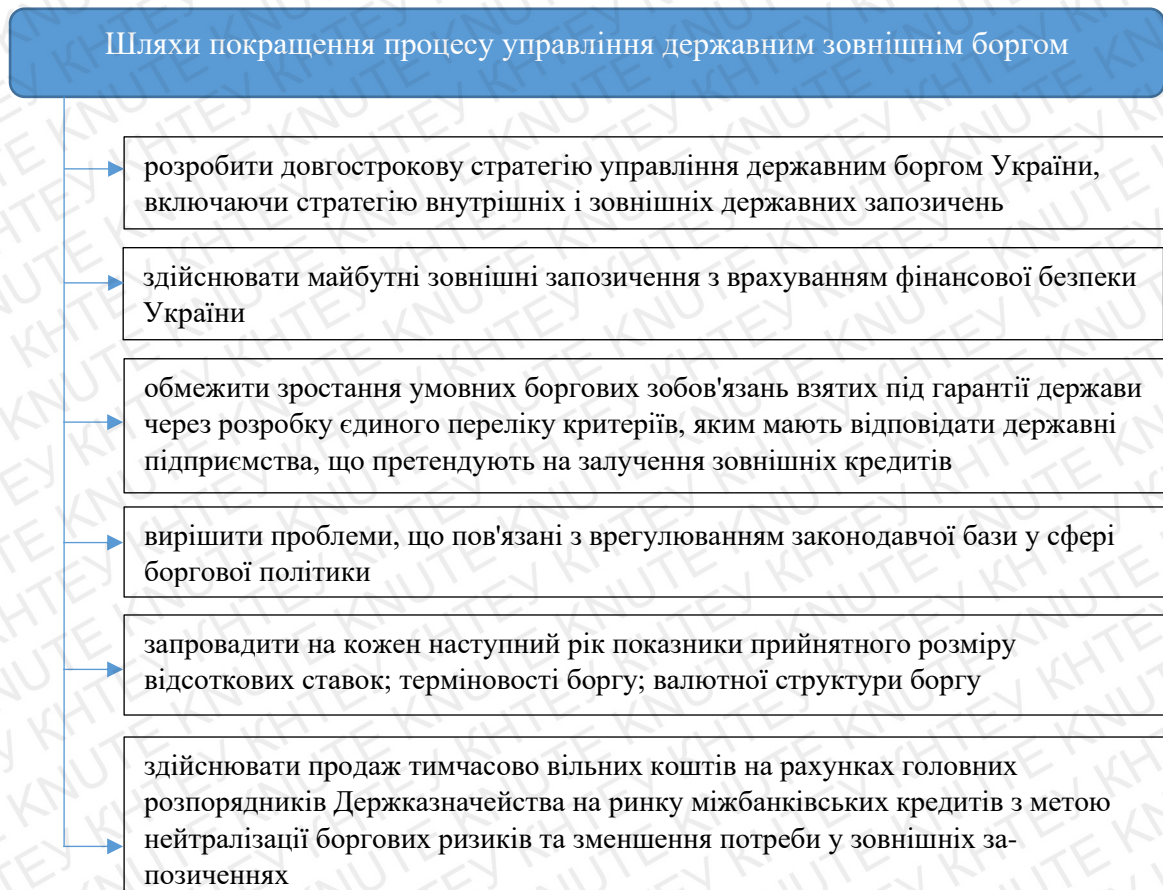


Рис. 3.3. Шляхи покращення процесу управління державним зовнішнім боргом

**складено автором на основі [14, 21, 32]*

Стратегічною ціллю боргової політики України має стати боргове залучення грошових ресурсів для реалізації програми інвестиційного розвитку держави, що повинно відбуватися з обов'язковим врахуванням безпеки для державного сектору на основі здійснення розрахунків широкого кола боргових індикаторів.

Отже, створення сучасної системи управління державним зовнішнім боргом в Україні є цілком можливим. До основних складових елементів сучасної ефективної системи управління державним зовнішнім боргом України можна віднести: законодавче забезпечення боргової політики держави; управління борговими ризиками; оптимізацію структури боргового портфеля держави; моніторинг кон'юнктури на кредитних ринках та забезпечення постійного зв'язку з основними кредиторами держави; активне управління державним зовнішнім боргом; сприяння розвитку національного ринку державних цінних паперів з метою часткової переорієнтації із зовнішніх державних запозичень на внутрішні. Важливим у рамках проведення активного управління державним зовнішнім боргом має стати активне застосування стандартних схем реструктуризації державного боргу: викупу боргових зобов'язань, використання хеджування та сек'юритизації державного боргу.

3.2. Напрямки удосконалення боргової політики в умовах невизначеності

Боргову політику слід розглядати як цілеспрямовану діяльність державних структур із розробки і реалізації методів, механізмів й інструментів дії правової, економічної, соціальної та іншого характеру з метою забезпечення ефективного використання державних запозичень, оптимізації боргової політики при раціональному використанні наявного економічного потенціалу.

Мета боргової політики полягає в створенні умов використання наявних можливостей зовнішнього фінансування, не породжуючи майбутніх проблем із платіжним балансом чи державним бюджетом.

Спираючись на іноземний досвід управління державним боргом, слід акцентувати увагу на застосуванні методу «цільових орієнтирів» (benchmarking) в оцінці ефективності боргової політики, на основі якого може здійснюватися неупереджена оцінка ефективності боргової політики. Між тим, його застосування передбачає проведення активної політики в частині як

здійснення запозичень, так і операцій із державним боргом на основі застосування стандартних схем та процедур: дострокового викупу, використання деривативів при емісії боргових зобов'язань, хеджування та сек'юритизації боргу. Функції управління поточного держборгом має здійснювати уповноважений державний банк-агент [12].

Застосування операцій активного управління державним боргом дозволить заощадити значні кошти, що спрямовуються на обслуговування та погашення державного боргу. Проведення дострокового викупу, наприклад, амортизаційних облігацій зовнішньої державної позики не тільки б заощадило мільйони доларів на платежах з їхнього обслуговування та погашення, а й поліпшило б структуру боргу. Це, в свою чергу, позитивно впливає на встановлення дохідності за новими випусками єврооблігацій України.

Крім використання інструментів активного управління державним боргом (наприклад, проведення заміни боргових зобов'язань держави на акції підприємства державної власності, викуп державних облігацій на вторинному ринку), слід взяти за мету зниження розміру боргу та сплати процентів перед міжнародними офіційними кредиторами, кредити яких нерідко обумовлюється нав'язуванням додаткових зовнішніх вимог, в тому числі - з політичним підтекстом. Замість цього - розробити стратегію переорієнтації на ринкові джерела запозичень із використанням широкого набору інструментів, випробуваних зарубіжною практикою, сформувавши для цього необхідне правове та інституційне поле.

Міністерство фінансів повинно проводити постійний аналіз та моніторинг кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу, котирувань облігацій зовнішньої державної позики на західних біржах, реакції інвесторів на українські єврооблігації, на ті чи інші економічні та політичні події в країні, здійснювати активну роботу щодо сприяння підвищенню суверенного кредитного рейтингу країни [17].

Комплексний підхід до реалізації стратегії управління державним боргом має знайти своє відображення в зміцненні координації боргової політики з

бюджетно-фінансовою та грошово-кредитною політикою, метою чого є підвищення ефективності управління активами та пасивами держави.

Важливою характеристикою нових запозичень на міжнародних ринках капіталу є їхній «довгий» характер, що дозволяє використовувати їх для довготермінових інноваційно-інвестиційних проектів. Тому нагальним питанням має стати розробка механізмів спрямування залучених коштів у пріоритетних напрямках наукомісткого розвитку.

Дієвим важелем підвищення спрямованості боргової політики України на завдання економічного розвитку може стати інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою обслуговування та погашення держборгу, та запозичень на цілі розвитку. З цією метою варто здійснити виведення бюджетних видатків розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого знаходитиметься у компетенції Державного Банку реконструкції і розвитку. Останній матиме можливість залучати для фінансування проектів загальнодержавного значення кошти від реалізації облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, а також залучати гарантовані кредити. Такий інституційний механізм дозволить:

- перевести фінансування частини видатків розвитку на кредитну основу;
- забезпечити довгострокове фінансування державних інвестиційних програм на основі Програми державних інвестицій;
- забезпечити контроль за цільовим характером та ефективністю реалізації гарантованих державою кредитів;
- узгодити та контролювати реалізацію бюджетних інвестиційних програм, які зараз здійснюються за рахунок спеціального фонду бюджету;
- сформувати, з використанням ринкових інструментів оцінки ефективної вартості запозичень, оптимальний обсяг державних запозичень понад потреби, обумовлені необхідністю обслуговування держборгу [41].

Застосування механізмів кофінансування інвестиційних проектів дозволило б, на нашу думку, не лише запобігти ефекту «витіснення» приватних

інвестицій державними запозиченнями, але й використати державні капіталовкладення в якості катализаторів інвестиційних процесів.

Періодичне підвищення кредитного рейтингу України як суверенного позичальника, присвоєння корпоративних кредитних рейтингів деяким українським компаніям та банкам розширюють можливості участі України на ринках міжнародного позичкового капіталу та сприяють більш вигідним умовам запозичень. Така позитивна для України ситуація на ринках запозичень може стати основою для залучення фінансових ресурсів для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни із одночасним забезпеченням стабільного зниження вартості обслуговування державного боргу та сталості співвідношення державного боргу та ВВП [17].

Прийнятна величина нагромадженого державного боргу України дає підстави для здійснення нових запозичень. Проте в умовах стрімкого економічно зростання державні запозичення, як внутрішні, так і зовнішні, здатні позитивно вплинути на всю економіку країни, тільки якщо вони спрямовані на вирішення стратегічних завдань радикального підвищення ефективності використання інтелектуального і кадрового потенціалу України на шляху переходу від сировинного до наукоємного енергозбережного інноваційного розвитку.

Підвищенню спрямованості боргової політики України на завдання економічного розвитку сприятиме інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою обслуговування та погашення держборгу, та запозичень на цілі розвитку, шляхом виведення бюджетних видатків розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого перебуватиме в компетенції Державного Банку реконструкції і розвитку [24].

Необхідно продовжити розробку нових боргових інструментів, які дозволили б максимально повно абсорбувати нагромаджений у суспільстві інвестиційний потенціал. Водночас, економічна стратегія держави має бути спрямована на пошук альтернатив позичковому фінансуванню бюджетних видатків.

Показники боргової безпеки є найбільш об'єктивним інструментом визначення впливу державного боргу на фінансово-економічне становище держави. Виділяють абсолютні та відносні показники боргової безпеки. Основним абсолютним показником боргової безпеки є обсяг державного та гарантованого боргу. Серед відносних показників варто дослідити показники структури державного боргу, а також індикатори боргової безпеки, які відображені в «Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України», розробленої Кабінетом міністрів України.

Ця динаміка є негативною, оскільки кошти отримані від державних запозичень фактично спрямовувались на фінансування поточних потреб Державного бюджету України і не стимулювали розвитку вітчизняної економіки нашої держави.

Таким чином, з метою підвищення дієвості фінансової політики рівня боргової безпеки України ми пропонуємо особливу увагу зосередити на реалізації наступних стратегічних заходів:

- вдосконалення вітчизняного законодавства щодо державного боргу шляхом прийняття Закон України «Про державний борг». Даний законодавчий акт, на нашу думку, дозволить вдосконалити механізм здійснення державних запозичень та погашення державного боргу, створить умови для прозорості та передбачуваності для всіх економічних агентів в питаннях управління державним боргом та створення сучасної інформаційної інфраструктури управління державним боргом і ризиками, сприятиме сприяння розвитку ринку державних цінних паперів;
- зменшення боргового тягаря та розвитку альтернативних, непозикових інструментів фінансування бюджетних видатків.
- використання внутрішніх запозичень, як засобу перерозподілу прибутку всередині країни, видаються більш прийнятними для капіталодефіцитної економіки;

- інвестування залучених коштів у поліпшення виробничої, транспортної, енергетичної, інформаційної та ін. інфраструктури; у розвиток людського капіталу.

Характеризуючи перспективні напрямки удосконалення управління державним боргом варто також відзначити можливі сценарії впливу пандемії коронавірусу на обсяги та структуру державного боргу в перспективі. Для цього було використано дані звіту Центру дослідження соціальних комунікацій [51].

На нашу думку, враховуючи результати дослідження Центру дослідження соціальних комунікацій через неординарність ситуації з поширенням коронавірусу SARS-CoV-2 та проявами пандемії COVID-19 в Україні, надзвичайно високу невизначеність щодо подальшого її перебігу можна з дуже високим ступенем вірогідності припустити, що під впливом карантинних обмежень існує висока імовірність зниження ключових макроекономічних показників, у т.ч. ВВП, що вплине як на зростання обсягу державного боргу, так і підвищення ризиків зовнішнього дефолту.

Згідно з прогнозом Міжнародного валютного фонду [52], представленим у його Світовому економічному звіті, у 2020 р. очікується спад ВВП України на 7,7 % за підсумками поточного року. При цьому за умов виконання усіх рекомендацій МВФ, у 2021 р. можливе відновлення української економіки на 0,5 %. У фонді прогнозують зростання обсягу державного боргу до ВВП України на 4,5 % у 2020 році за песимістичним сценарієм сценарієм, а ще на таку ж величину у 2021-2022 рр. Однак, згідно оптимістичного сценарію, за умов виконання рекомендацій МВФ (а вони враховують також перелічені у питаннях 3.1-3.2 заходи) можливе збереження відношення державного боргу України до ВВП у 2021 році на поточному рівні, а також приріст ВВП на 3,6% у 2021-2022 рр. [52].

Розміри зниження або зростання економічних показників спрогнозувати досить складно. Але спробуємо здійснити прогнозування можливих наслідків впливу запропонованих заходів з удосконалення управління державним боргом

на ключові економічні індикатори, враховуючи поточний тренд зниження макропоказників в умовах пандемії коронавірусу (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Прогноз можливих економічних індикаторів управління державним боргом на 2021-2022 роки в умовах пандемії коронавірусу та з урахуванням обґрунтованих заходів

Показники	Умовні позначення	ФАКТ	Прогноз (з урахуванням індикаторів МВФ)			
		2019	2020	2021	2022	
<i>1. Прогноз з урахуванням впливу коронакризи і без урахування запропонованих заходів</i>						
Прогнозований темп зміни ВВП згідно прогнозу МВФ, з урахуванням впливу коронавірусної кризи	Тр	-	0,923	1,005	1,005	
ВВП, млрд.грн	ВВП	3974,6	3668,5	3686,9	3705,3	
Значення державного боргу, млрд.грн	ДБ	1998,3	2010	2185	2196	
Частка державного боргу у ВВП, %	Чдб = ДБ / ВВП	50,3	54,8	59,3	59,3	
<i>2. Прогноз з урахування запропонованих заходів, які знижують ризики дефолту від коронакризи</i>						
Прогнозований темп зміни ВВП згідно прогнозу МВФ, з урахуванням впливу коронавірусної кризи	Тр	-	0,923	1,036	1,036	
ВВП, млрд.грн	ВВП	3974,6	3668,5	3800,6	3937,4	
Значення державного боргу, млрд.грн	ДБ	1998,3	2010	2082	2157	
Частка державного боргу у ВВП, %	Чдб = ДБ / ВВП	50,3	54,8	54,8	54,8	

*спрогнозовано за даними [51, 52]

На основі даних табл. 3.1 було визначено узагальнюючі показники прогнозу обсягу державного боргу та його рівня у ВВП на 2021-2022 рр. (рис. 3.4).

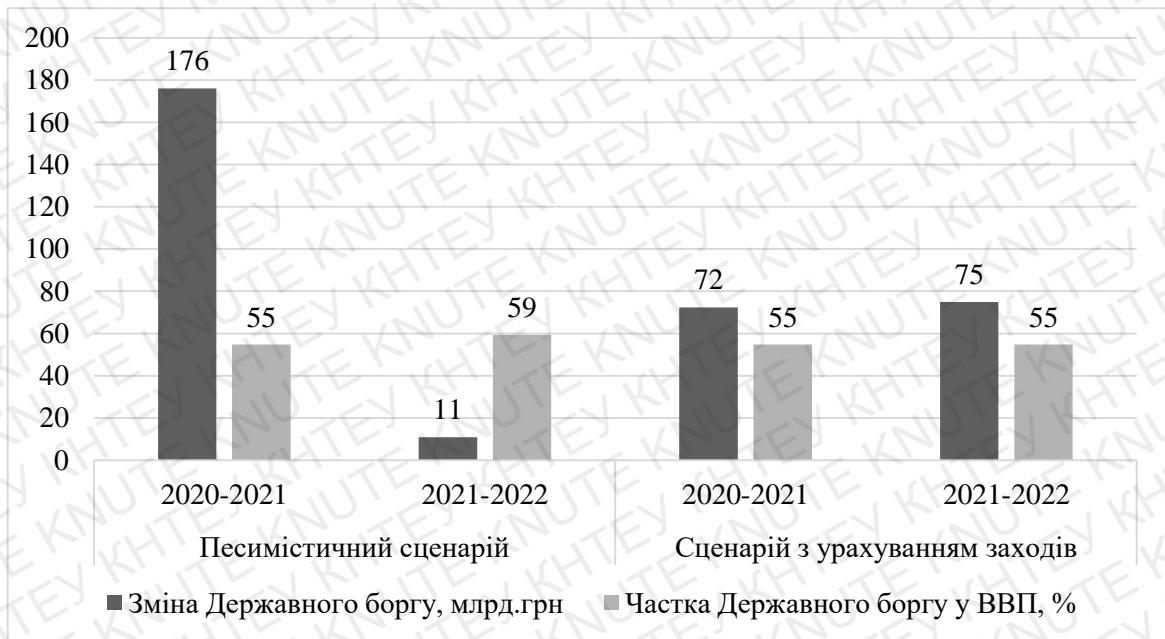


Рис. 3.4. узагальнюючі показники прогнозу обсягу державного боргу та його рівня у ВВП на 2021-2022 рр.

*спрогнозовано за даними [51, 52]

Отже, за результатами проведеного прогнозування можемо стверджувати, що у випадку відсутності поліпшень в системі управління державним боргом України у 2021 році спостерігатиметься його зростання на 176 млрд.грн, а у 2022 році – на 11 млрд.грн, а сумарне зростання складе 187 млрд.грн Рівень державного боргу у ВВП зрсте у 2022 році до 59%. За умови впровадження пропозицій у 2021 році зростання обсягу державного боргу можливе на 72 млрд.грн та у 2022 році на 75 млрд.грн, а сумарне зростання на 147 млрд.грн. Тобто, удосконалення боргової політики дасть змогу перерозподілити боргове навантаження на економіку країни, у результаті чого сукупна потреба у залученні нового державног боргу у 2021-2022 рр. скоротиться на 40 млрд.грн.

Висновки до розділу 3

Отже, за результатами проведеного дослідження можемо зробити такі

ВИСНОВКИ:

З метою підвищення дієвості фінансової політики рівня боргової безпеки України було розглянуто напрями вдосконалення вітчизняного законодавства щодо державного боргу шляхом прийняття Закон України «Про державний борг». Даний законодавчий акт дозволить вдосконалити механізм здійснення державних запозичень та погашення державного боргу, створить умови для прозорості та передбачуваності для всіх економічних агентів в питаннях управління державним боргом та створення сучасної інформаційної інфраструктури управління державним боргом і ризиками, сприятиме сприяння розвитку ринку державних цінних паперів.

За результатами проведеного прогнозування можемо стверджувати, що у випадку відсутності поліпшень в системі управління державним боргом України у 2021 році спостерігатиметься його зростання на 176 млрд.грн, а у 2022 році – на 11 млрд.грн, а сумарне зростання складе 187 млрд.грн Рівень державного боргу у ВВП зросте у 2022 році до 59%. За умови впровадження пропозицій у 2021 році зростання обсягу державного боргу можливе на 72 млрд.грн та у 2022 році на 75 млрд.грн, а сумарне зростання на 147 млрд.грн. Тобто, удосконалення боргової політики дасть змогу перерозподілити боргове навантаження на економіку країни, у результаті чого сукупна потреба у залученні нового державног боргу у 2021-2022 рр. скоротиться на 40 млрд.грн.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Отже, за результатами проведеного дослідження можемо зробити такі висновки:

Обсяги внутрішнього та зовнішнього державного боргу України постійно зростають. При цьому впродовж 2015-2019 рр. спостерігається тенденція до постійного зростання частки внутрішнього державного боргу. В умовах недостатності фінансових ресурсів, державні внутрішні боргові зобов'язання виступають одним з фінансових інструментів для їх залучення. Основним видом боргових зобов'язань, які функціонують на ринку України, є облигації внутрішньої державної позики. Для ефективного функціонування державних цінних паперів необхідно створити ринкові умови діяльності на первинному та вторинному ринках, підвищити їх ліквідність та збільшити види фінансових інструментів на них.

У розвинених країнах політика управління державним боргом передбачає розробку відповідних стратегій, затвердження урядових директив, а також ухвалення щорічних програм фінансування і планів здійснення боргових запозичень. Для проведення боргових операцій та забезпечення фінансування державного бюджету створюються автономні державні установи-агентства з питань управління державним боргом. Досвід деяких країн може бути використаний та впроваджений в практику під час розбудови системи управління державним боргом в Україні. Хоча Україна не вважається світовим лідером із зовнішнього державного боргу, проте її заборгованість є значною і такою, що має тенденцію до зростання. Тому актуальними видаються завдання щодо ефективного управління зовнішньою державною заборгованістю. Таке управління передбачає розв'язання проблеми зниження зовнішнього боргового навантаження, а також залучення коштів не лише для споживчих потреб, а головним чином для реалізації інноваційного та інвестиційного розвитку економіки.

Зростання видатків на обслуговування державного боргу зумовлене як економічними тенденціями, що впливають на державний бюджет, такі і зростанням власне обсягу державного боргу. Ресурси для сплати процентів кредиторам за зовнішніми кредитами держави забезпечується шляхом розміщення нових внутрішніх боргових зобов'язань держави. Перекази фінансових витрат за державним боргом здійснюються через взаємозаліки вартості нових і старих боргових паперів або шляхом перерахування коштів до фінансового агента кредитора. Обсяг погашення зовнішнього боргу у 2019 році склав 229 млрд.грн. Можемо бачити, що обсяги боргових виплат зовнішнім кредиторам зросли на 130 млрд.грн, що було пов'язано із специфікою графіка рефінансування заборгованості перед МВФ, останні зміни до якого були затверджені наприкінці 2015-го року. Державний борг України включає велику частку боргових інструментів з фіксованою ставкою (75%), що зменшує відсотковий ризик до прийняттого рівня.

Зростання обсягу зовнішнього та внутрішнього державного боргу не має прямого впливу на обсяг золотовалютних резервів, оскільки можна помітити прямо пропорційну залежність між показниками державного боргу (внутрішнього та зовнішнього) і обсягами його погашення. Зростання обсягу обслуговування державного боргу має прямий вплив на скорочення золотовалютних резервів та підвищення ризиків зовнішнього дефолту. Однак, при цьому зростання абсолютної величини державного боргу за умов пропорційного зростання ВВП не призводить до зниження золотовалютних резервів. Тому, можна зробити важливий висновок про те, що структурована боргова політика, яка спрямована на забезпечення темпів стабільного економічного зростання, є головним чинником стабільності кредитного рейтингу країни. Такий висновок є важливим, оскільки є математичним підтвердженням гіпотези про те, що зростання державного боргу є одним з факторів економічного зростання за умови збалансованості виплат по боргам країни та показниками золотовалютних резервів. Це заперечує теорію про те, що збільшення державного боргу є економічним ярмом і будь-яке боргове

навантаження розглядається як гальмівний чинник для економічного розвитку. Тобто, виважена боргова політика, яка враховує збалансованість золотовалютних резервів із обсягами виплат по державному боргу, є не лише передумовою фінансової стабільності держави, але і фактором зростання ВВП.

Створення сучасної системи управління державним зовнішнім боргом в Україні є цілком можливим. До основних складових елементів сучасної ефективної системи управління державним зовнішнім боргом Україну можна віднести: законодавче забезпечення боргової політики держави; управління борговими ризиками; оптимізацію структури боргового портфеля держави; моніторинг кон'юнктури на кредитних ринках та забезпечення постійного зв'язку з основними кредиторами держави; активне управління державним зовнішнім боргом; сприяння розвитку національного ринку державних цінних паперів з метою часткової переорієнтації із зовнішніх державних запозичень на внутрішні. Важливим у рамках проведення активного управління державним зовнішнім боргом має стати активне застосування стандартних схем реструктуризації державного боргу: викупу боргових зобов'язань, використання хеджування та сек'юритизації державного боргу.

З метою підвищення дієвості фінансової політики рівня боргової безпеки України ми пропонуємо особливу увагу зосередити на реалізації наступних стратегічних заходів:

- вдосконалення вітчизняного законодавства щодо державного боргу шляхом прийняття Закон України «Про державний борг». Даний законодавчий акт, на нашу думку, дозволить вдосконалити механізм здійснення державних запозичень та погашення державного боргу, створить умови для прозорості та передбачуваності для всіх економічних агентів в питаннях управління державним боргом та створення сучасної інформаційної інфраструктури управління державним боргом і ризиками, сприятиме сприяння розвитку ринку державних цінних паперів;

- зменшення боргового тягаря та розвитку альтернативних, непозикових інструментів фінансування бюджетних видатків.

- використання внутрішніх запозичень , як засобу перерозподілу прибутку всередині країни, видаються більш прийнятними для капіталодефіцитної економіки;

- інвестування залучених коштів у поліпшення виробничої, транспортної, енергетичної, інформаційної та ін. інфраструктури; у розвиток людського капіталу.

За результатами проведеного прогнозування можемо стверджувати, що у випадку відсутності поліпшень в системі управління державним боргом України у 2021 році спостерігатиметься його зростання на 176 млрд.грн, а у 2022 році – на 11 млрд.грн, а сумарне зростання складе 187 млрд.грн Рівень державного боргу у ВВП зросте у 2022 році до 59%. За умови впровадження пропозицій у 2021 році зростання обсягу державного боргу можливе на 72 млрд.грн та у 2022 році на 75 млрд.грн, а сумарне зростання на 147 млрд.грн. Тобто, удосконалення боргової політики дасть змогу перерозподілити боргове навантаження на економіку країни, у результаті чого сукупна потреба у залученні нового державног боргу у 2021-2022 рр. скоротиться на 40 млрд.грн.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андреева О. В. Грошово-кредитна політика Центробанку і сучасний розвиток національної економіки / О. В. Андреева // Ефективна економіка, 2014. - №2. - [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2754>
2. Баула О.В. Державний борг України: оцінка поточного стану та напрями оптимізації його рівня та структури / О.В. Баула // Економічний форум, 2017. - №2. – С. 238-242
3. Безштанько Д.В. Сутність державного боргу та основні проблеми управління державною заборгованістю в Україні / Д.В. Безштанько // Молодий вчений, 2015. - №2. – С. 928-932
4. Белінська Я. Структурні диспропорції ринку капіталу в країнах з трансформаційною економікою / Я. Белінська // ВІСНИК Київського національного університету імені Тараса Шевченка, 2013. - №7. – С. 32-41
5. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності [Текст] / Т. П. Богдан // Економіка України. - 2013. - № 2. - С. 4-17.
6. Босенко О.С. Управління державними борговими зобов'язаннями в зарубіжних країнах / О.С. Босенко // Наукові праці НДФІ. - 2016. - № 2.
7. Бруслиновська І. В., та ін. Державний борг України: причини виникнення та шляхи його скорочення / І. В. Бруслиновська, В.І. Матвійчук // Вісник Донецького національного університету, 2017. - №1. – [електронний ресурс] – режим доступу: vestnik-sss.donnu.edu.ua/article/view/3911
8. Бугай Т.В. Сучасні проблеми та вектори розвитку бюджетного процесу в Україні / Т.В. Бугай // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України, 2012. - № 2. – С. 40-50
9. Бугіль С. Я. Управління зовнішнім державним боргом в Україні та зарубіжних країнах / С. Я. Бугіль, О. А. Мосьондз // Молодий вчений. - 2018. - № 10(2). - С. 721-725

10. Бюджетний кодекс України: Верховна Рада України; Кодекс України, Закон, Кодекс від 08.07.2010 № 2456-VI США [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
11. Василик, О. Д. Теорія фінансів [Текст]: підручник / О. Д. Василик ; КНУ ім.Т.Г.Шевченка. - 4-е вид., доп. - К.: Ніос, 2013. - 416 с.
12. Виноградня В.М. Особливості функціонування фінансових систем в країнах з ринковою економікою / В.М. Виноградня // Вісник Державної Академії Управління, 2014. - №2. – С. 152-159
13. Електронний додаток до матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні проблеми та механізми фінансового управління» 12 – 13 грудня 2013 р. – Х.: Видавничий Дім «ІНЖЕК», 2014. – 544с.
14. Жолудь О. Бай-бек як варіант управління державним боргом [Електронний ресурс] / О. Жолудь. - Режим доступу : voxukraine.org/2015/01/27/bai-bek-ukr/.
15. Збірник центру наукових публікацій: «III осінні наукові читання»: збірник статей (рівень стандарту, академічний рівень). – К. : Центр наукових публікацій, 2014. – 106с.
16. Койло В. В. Зарубіжний досвід управління зовнішнім державним боргом: перспективи впровадження його в Україні / В. В. Койло // Проблеми системного підходу в економіці. - 2017. - № 5. - С. 199-204
17. Львовчкін С., та ін. Трансформація та розвиток фінансової системи України / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Фондовий ринок України. - 2013. - №1-2. - С. 13-14
18. Маршалок Т.Я. Вплив державного боргу на економічний розвиток країни / Т.Я. Маршалок // Світ фінансів. – 2019. - №2. – С. 23-29
19. Молчанова А.Ю. Державний борг України: механізм управління та обслуговування / А.Ю. Молчанова // Актуальні проблеми економіки та управління в умовах системної кризи. – Львів: МАУП, 2016. – С. 40–42.

20. Новосьолова О. С. Генеза державного боргу України та вітчизняні тенденції боргової політики [Текст] / О. С. Новосьолова // Науковий вісник Ужгородського університету. Економіка. - 2014. - Вип. 43, Ч. 2. - С. 143-147.

21. Офіційний сайт Верховної Ради України. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.rada.gov.u>.

22. Офіційний сайт Державної Казначейської служби статистики України. [Електронний ресурс]. - Доступний з <http://treasury.gov.ua/main/uk/index>

23. Офіційний сайт Державної податкової служби України [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://sts.gov.ua>.

24. Офіційний сайт Кабінету Міністрів України. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.kmu.gov.ua>

25. Офіційний сайт Міністерства фінансів [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy>.

26. Офіційний сайт Національного Банку Республіки Казахстан [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.nationalbank.kz/?switch=russian>.

27. Офіційний сайт Національного банку України. [Електронний ресурс]. - Доступний з <http://www.bank.gov.ua/>.

28. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD>.

29. Офіційний сайт Статистичної служби Європейського Союзу [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>.

30. Павловська Є.О. Застосування польського досвіду в управлінні державним боргом України / Є.О. Павловська // Вісник східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля. - 2018. - № 2(209). - С. 204-207.

31. Палешко Я.С. Міжнародний досвід управління державною заборгованістю / Я.С. Палешко // Економічний простір. - 2018. - № 92. - С. 34-44.
32. Перспективи грошово-фінансової політики НБУ у 2015 році [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://blogs.lb.ua/andriy_vigirinskiy/292628_perspektivi_groshovofinansovoi.html
33. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] – режим доступу: www.rada.gov.ua
34. Сальникова Т. В. Державний борг України: оцінка та напрями підвищення ефективності управління / Т. В. Сальникова // Економічний вісник університету. - 2017. - № 33(1). - С. 385-394
35. Саприкін В.П. Особливості обслуговування і погашення державного боргу в Україні / В.П. Саприкін // Науковий вісник Херсонського державного університету, 2015. - №2. – С. 190-195
36. Сніжко О. Методологічний еkleктизм у трактуванні сутності фінансової системи / О. Сніжко // Міжнародна економічна політика, 2014. - № 2 (21). – С. 99-118
37. Сомик А. В. Еволюція основних засад грошово-кредитної політики в аспекті визначення монетарного та валютного режимів / А. В. Сомик // Вісник Української академії банківської справи, 2013. - № 1(34). – С. 37-44
38. Федорович І. М. Формування та обслуговування державного боргу України: дис. канд. екон. наук: 08.00.08. – Тернопіль: ТНЕУ, 2016. 239 с.
39. Финансовая система в США [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://amerikos.com/usa/financial-s/>
40. Финансовая система Японии [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://jarangid.ru/regulirovanie-rynka-bankovskix-uslug/>
41. Финансовое право : [учеб. для студ. вузов, обучающихся по спец. “Юриспруденция”] / [Горбунова О.Н., Крохина Ю.А., Смирнов Д.А. и др.] ; отв. ред. Н.И. Химичева. - Д. : Юристъ, 2013. - 733 с.

42. Фінансова система США [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.globfin.ru/articles/finsyst/us2.htm>
43. Центр соціально-економічних досліджень: CASE Україна [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.case-ukraine.com.ua/index.php>
44. Черничко С.Ф. Державний борг України: тенденції та ризики / С.Ф. Черничко // Економічний аналіз: зб. наук. праць / редкол.: С.І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Т. 14. – № 1. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2013. – С. 355–360.
45. Шелест О.Л. Державний борг України: механізм управління та обслуговування / О.Л. Шелест // Економіка і суспільство, 2017. - №8. – С. 710-715
46. Barro R. Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study. MIT Press Books, The MIT Press, edition the 1st. Vol. 1. 120 p.
47. Claessens S., Ghosh S., Mihet R. Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities. Journal of International Money and Finance. 2013. Vol. 39. 153-185 p.
48. Eggetsson G., Krugman P. Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky- Koo Approach. The Quarterly Journal of Economics. 2012. Vol. 127 (3). P. 1469-1513.
49. Sachs J. D. Macroeconomics in the global economy. Harvard University 1993. 778 p.
50. Guidelines for public debt management : World Economic and Financial Surveys. International Monetary Fund. 2014. 56 p.
51. Ukrainian Social Researches / Центр дослідження соціальних комунікацій [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://nbuviap.gov.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=4890:otsinka-perspektiv-rozvitku-ukrajinskoji-ekonomiki-v-umovakh-pandemiji-covid-20&catid=64&Itemid=376

