

**Київський національний торговельно-економічний університет**

**Кафедра фінансів**

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

на тему:

**Управління та обслуговування державного боргу України**

Студента 2 курсу, 1м групи,  
спеціальності 072  
«Фінанси, банківська справа та страхування»  
спеціалізації «Державні та муніципальні  
фінанси»

**Крамаренко Лесі  
Анатоліївни**

Науковий керівник  
д.е.н., професор

**Кучер Галина  
Вікторівна**

Керівник освітньо-професійної програми  
д.е.н., професор

**Макогон Валентина  
Дмитрівна**

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

**Чугунов Ігор  
Якович**

Київ 2020

## ЗМІСТ

Вступ.....	3
Розділ 1. Теоретичні засади управління державним боргом як складової державного регулювання розвитку країни.	
1.1. Державний борг в системі державних фінансів.....	6
1.2. Особливості системи управління державним боргом в трансформаційній економіці.....	12
1.3 Світовий досвід з управління та обслуговування державного боргу .....	20
Розділ 2. Аналіз стану та результативності управління державним боргом України	
2.1. Аналіз показників державного боргу України.....	25
2.2. Особливості управління та обслуговування державного боргу України .....	31
2.3. Державний борг як індикатор боргової безпеки країни.....	38
Розділ 3. Напрями вдосконалення системи управління державним боргом в Україні	
3.1. Боргова стратегія держави як інструмент системи державного регулювання .....	47
3.2. Інституційний розвиток системи управління державним боргом України.....	53
3.3. Напрями оптимізації боргового навантаження України .....	57
Висновки та пропозиції .....	62
Список використаних джерел.....	65
Додатки.....	73

## ВСТУП

Сучасна економіка має борговий характер, оскільки у більшості країн не вистачає власних ресурсів для її фінансування, покриття дефіциту державного бюджету, проведення соціально-економічних реформ, виконання боргових зобов'язань. Наявність державного боргу, його розміри, особливості розміщення і методи погашення боргових зобов'язань прямо чи опосередковано впливають майже на всі сторони економічного життя держави, такі як: дефіцит державного бюджету, розмір грошової маси в обігу, що визначає темпи інфляції, звуження чи розширення сукупного попиту і пропозиції та інші. Це робить державний борг не просто засобом фінансування державних потреб, але й важливим інструментом фінансової політики держави, невірне використання якого може призвести до суттєвих ускладнень, чи навіть до фінансової кризи.

Питання управління та обслуговування державного боргу є одними з ключових при розробці фінансової політики та стратегії суспільно-економічного розвитку держави. Вони є невід'ємною складовою забезпечення фінансово-економічної безпеки суверенної країни, що безпосередньо або опосередковано впливають на суспільний розвиток. Постійне зростання державного боргу України свідчить про надзвичайну їх актуальність, у тому числі з погляду фінансової безпеки як складової національної безпеки, забезпечення реального суверенітету й фінансово-економічної самодостатності держави. Стратегія національної безпеки України серед провідних загроз держави визначає неефективне управління державним боргом.

Питанню боргового управління присвячено численні наукові роботи. Вагомий внесок у дослідження цієї складної проблематики зробили західні економісти Р. Барро, Дж. Бьюкенен, Дж. Кейнс, Ф. Модільяні, К. Рогофф, Н. Рубіні, А. Сміт, П. Самуельсон, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, М. Фрідмен та ін. Також суттєвий вклад у вивчення проблематики державного боргу внесли вітчизняні вчені В. Андрущенко, О. Барановський, О. Василик, Н. Герасименко, П. Германчук, М. Карлін, С. Ковальчук, В. Козюк, В. Кудряшов, Г. Кучер,



В. Лісовенко, С. Лондар, І. Лютий, В. Новицький, В. Опарін, В. Федосов, С. Юрій та ін.

Поряд із значним доробком українських та зарубіжних вчених проведення подальших наукових пошуків для вирішення боргових проблем в умовах динамічної зміни кон'юнктури ринку державних запозичень, розвитку національної економіки в умовах глобальної нестабільності залишається актуальним. Питання управління й обслуговування державного боргу є вкрай важливими для розвитку й забезпечення фінансово-економічної самодостатності України та потребують подальшого дослідження, що свідчить про актуальність цієї наукової роботи.

Метою дипломної роботи є розкриття теоретичних засад та розробка рекомендацій щодо управління та обслуговування державного боргу України

Відповідно до поставленої мети визначено основні завдання магістерської дипломної роботи:

- розкрити економічну сутність та роль державного боргу в системі державних фінансів;
- визначити особливості системи управління державним боргом в трансформаційній економіці;
- дослідити досвід з управління та обслуговування державного боргу в зарубіжних країнах ;
- проаналізувати стан державного боргу України;
- здійснити оцінку результативності формування і погашення державного боргу України;
- дослідити вплив державного боргу на боргову безпеку України;
- визначити напрями вдосконалення системи управління державним боргом в Україні.

Об'єктом дослідження є державний борг як складова системи державного регулювання.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні питання управління та обслуговування державного боргу як складової державного регулювання розвитку України.

У процесі дослідження використано загальнонаукові методи дослідження (абстрагування; індукція та дедукція, методи аналізу і синтезу) при розкритті теоретичних засад управління державним боргом як складової державного регулювання розвитку країни та розробці пропозицій щодо вдосконалення системи управління державним боргом в Україні; та спеціальні економічні методи (аналіз динаміки і структури, інші методи статистичного аналізу) при дослідженні стану та результативності управління державним боргом України.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти України, які регламентують функціонування системи управління державним боргом, матеріали Міністерства фінансів України, економічні звіти науково-дослідних центрів, статистичні щорічники, бюлетені, огляди міжнародних фінансових організацій, наукові публікації вітчизняних і зарубіжних вчених.

Практичне значення випускної кваліфікаційної роботи: теоретичні положення, отримані висновки та рекомендації мають практичне значення в процесі вирішення завдань щодо вдосконалення системи управління державним боргом в Україні.

Основні положення та результати магістерського дослідження доповідалися на Всеукраїнській студентській науковій конференції «Фінансова політика у системі соціально-економічного розвитку України» (м. Київ, 11-12 листопада 2020 р., КНТЕУ) та оприлюднено в науковій статті «Управління та обслуговування державного боргу України» у збірнику студентських наукових робіт КНТЕУ.

## РОЗДІЛ 1

# ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ЯК СКЛАДОВОЇ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ КРАЇНИ

### 1.1 Державний борг в системі державних фінансів

Державний борг є невід'ємною частиною державних фінансів країни, що залежить від стану фінансової системи і в той же час здійснює суттєвий вплив на її функціонування. З одного боку, фінансова політика, впливаючи на розвиток економічної системи країни, визначає важливі параметри ринку капіталів. Деякі заходи фінансової політики безпосередньо позначаються на базових показниках, що визначають особливості управління державним боргом, таких як динаміка процентних ставок, попит і пропозиція на ринку капіталів (довгострокові кредити) та ринку грошей (короткострокові кредити). З іншого боку, відносини з приводу формування, обслуговування і погашення державного боргу значно впливають на стан державних фінансів, грошового обігу, інвестиційний клімат, структуру споживання і розвитку міжнародного співробітництва держав.

Головними причинами виникнення державного боргу, як правило, є зростання бюджетного дефіциту та збільшення витрат на обслуговування та погашення існуючих боргів країни. Крім того, на збільшення державного боргу можуть впливати також такі специфічні чинники: структурна розбалансованість національної економіки; неефективне використання бюджетних коштів; зниження ділової активності і зменшення податкових надходжень; значний обсяг тіньової економіки; політична нестабільність у країні; структура бюджетних видатків, що не відповідає наявним фінансовим можливостям уряду; прийняття державою боргів економічних суб'єктів; збереження значної кількості нерентабельних державних підприємств, що дотуються; зниження споживчого попиту на фоні інфляційних процесів та ін. [2].

Державний борг є характеристикою результативності всіх зроблених державних кредитних операцій. Його абсолютна величина, динаміка і темпи змін



відображають стан економіки і фінансів країни, ефективність функціонування державних структур. На стан державного боргу істотно впливають щорічні операції в сфері державного кредиту: одержання нових позик і умови їхнього надання, з одного боку, і розміри погашення й виплачуваних відсотків, з іншого [7].

Доцільність використання державного кредиту для формування додаткових фінансових ресурсів держави і покриття бюджетного дефіциту визначається значно меншими негативними наслідками для державних фінансів і грошового обігу країни в порівнянні з монетарними прийомами (наприклад, емісією грошей) балансування доходів і витрат уряду. Це досягається на основі переміщення попиту від фізичних і юридичних осіб до урядових структур без збільшення сукупного попиту і кількості грошей у обігу [71].

Серед учених-економістів немає єдиної думки щодо визначення економічної сутності поняття «державний борг». Узагальнені визначення сутності поняття «державний борг», надані зарубіжними та вітчизняними науковцями наведено в додатку А.

Самуельсон П.А. і Нордхаус В.Д. зазначають, що державний борг – це «загальна сума боргових зобов'язань уряду у формі облігацій і короткострокових позик» [63]. На думку Кучер Г.В., державний борг виражає економічні відносини між державою – позичальником та її кредиторами щодо перерозподілу позикових капіталів та вартості ВВП держави [37]. Єфименко Т.І., Єрохіна С.А., Богдан Т.П.

вважають, що «державний борг – це фінансові зобов'язання уряду або сектору загального державного управління, що підлягають погашенню і обслуговуванню у встановлені терміни, зі сплатою визначеного доходу за користування позикою [4].

Найбільш повним, на нашу думку, є визначення, наведене Рожко О. В. : «Державний борг – це загальна сума заборгованості держави, яка складається з усіх прийнятих та непогашених боргових зобов'язань держави, включаючи боргові зобов'язання держави, що вступають в дію в результаті виданих гарантій за кредитами, або зобов'язання, що виникають на підставі законодавства або договору» [62].

Відповідно до ст. 2 Бюджетного кодексу України «державний борг - загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення» [6].

Державний борг ґрунтується на принципах добровільності, платності, цільової спрямованості державних кредитних коштів, забезпеченості, строковості й зворотності.

Для розкриття особливостей державного боргу розглянемо його основні функції. У науковій літературі виділяють фіскальну та регулюючу функції державного боргу. Фіскальна функція полягає у залученні державою необхідних коштів на фінансування бюджету, а регулююча – у коригуванні обсягу грошової маси в економіці через фондовий ринок. Виділяють ще валютно-фінансову та перерозподільну функції [9]. Валютно-фінансова функція полягає у поповненні міжнародних валютних резервів завдяки зовнішнім позикам, а перерозподільна функція – у перерозподілі капіталу між приватним і державним секторами та перерозподілі капіталу між секторами фінансового ринку.

Класифікують державний борг, використовуючи різні ознаки. У розгляді державного боргу, залежно від сфер розміщення, виділяють внутрішній та зовнішній борг. Внутрішній державний борг розглядають як сукупність грошово-економічних відносин, пов'язаних із фінансуванням державних витрат фізичними і юридичними особами, резидентами та нерезидентами за рахунок випуску внутрішніх боргових державних зобов'язань. Зовнішній державний борг – як сукупність економічних відносин, в яких держава виступає на світовому ринку позикових капіталів як позичальник [37].

Залежно від ступеня охоплення державних боргових зобов'язань, державний борг розглядається як капітальний та поточний. Капітальний державний борг – це сукупність усіх раніше випущених і непогашених на цей момент боргових зобов'язань, зокрема відсотків, які належить сплатити. Поточний державний борг – це сума витрат поточного періоду (зазвичай фінансового року), спрямованих на погашення частини державного боргу, термін



сплати якого настав, і на сплату щорічних відсотків для обслуговування капітального боргу, який переходить на майбутні періоди [37].

Капітальний державний борг за ознакою умовності поділяють на прямий та гарантований. Прямий державний борг відображає обсяги залучених кредитних ресурсів, що надійшли у розпорядження уряду країни. Гарантований державний борг – це борг, сформований шляхом надання урядових гарантій для залучення кредитних ресурсів у розпорядження господарюючих суб'єктів, що спричиняє виникнення зобов'язань у держави як гаранта повернення ресурсів кредитору у разі неплатоспроможності позичальника. Тобто, формується заборгованість уряду, яка не передбачає виплат до того моменту, поки не настав гарантований випадок, коли держава вимушена здійснювати виплати з метою його погашення чи обслуговування.

Залежно від позиції уряду держави щодо накопичення державного боргу, борг може бути активний і пасивний. Активний державний борг виникає внаслідок дискретних заходів уряду із залучення додаткових ресурсів. Пасивний державний борг створюється автоматично під час виникнення пасивного бюджетного дефіциту [37].

Відповідно до бюджетної класифікації України державний борг класифікується за типом кредитора та за типом боргового зобов'язання [6].

Боргові зобов'язання уряду України можуть бути коротко- (до 1 року), середньо- (1-5 років) і довгостроковими (5 і більше років).

За валютою залучення державний борг поділяється на борг у національній та іноземній валюті.

Залежно від методу нарахування процентів за зобов'язаннями борг поділяється:

- за фіксованими ставками;
- плаваючими ставками (прив'язані до певних індексів - мінімальних ринкових ставок на провідних міжнародних біржах, індексу інфляції);
- змішані варіанти, в яких поєднуються елементи фіксованих та процентних ставок; без нарахування доходу (заборгованість бюджету) [75].

Роль і наслідки державного боргу проявляються через тісний зв'язок та вплив на макроекономічні процеси, пов'язані з ринком позикового капіталу та реалізацію фіскальної і монетарної політики. Ставлення науковців до наслідків державного боргу різнопланове ( рис.1.1).



Рис. 1.1 Місце державного боргу в економічних процесах

Джерело: [68,74]

Державний борг може мати як позитивні наслідки для країни, так і негативні. Позитивні наслідки державних запозичень полягають в тому, що якщо кошти будуть використовуватись на фінансування капітальних видатків, то це приведе до зростання економіки, збільшення національного багатства. В результаті це дозволить погасити відсотки за кредити, отримати додаткові надходження до державного бюджету та підвищити доходи суспільства. З'явиться

можливість здійснення масштабних капіталовкладень і реалізації довгострокових програм економічного розвитку. Саме боргові запозичення дозволяють виконавчим органам влади перерозподіляти податковий тягар у часі між поколіннями населення країни, на відміну від бюджетного фінансування за рахунок податкових надходжень.

Здійснюючи емісію боргових зобов'язань держава впливає на процеси заощадження населення і господарюючих суб'єктів. Це дозволяє мати інвесторам ліквідний та дохідний інструмент в активах, а також сприяє нормалізації грошового обігу в країні, зменшуючи грошову масу в процесі випуску чергового траншу і збільшуючи її в періоди погашення [16].

Надаючи державні гарантії по кредитах перспективним підприємствам, малому та середньому бізнесу вирішуються питання фінансування виробництва, будівництва, в результаті чого знижується рівень безробіття, а значить, прискорюються процеси соціально-економічного розвитку країни.

Державний борг має і негативний вплив на соціально-економічні процеси, що проявляється в тому, що великий тягар з обслуговування боргу підвищує очікувані майбутні податки для приватного сектора і знижує приватні інвестиції.

Збільшення державної заборгованості темпами, які перевищують зростання ВВП, призводить до погіршення показників, які характеризують країну як надійного позичальника. Суверенний кредитний рейтинг може бути знижений, що в свою чергу є фактором на який орієнтуються інвестори при розміщенні коштів в цінні папери держави [16].

Значна частина зобов'язань в іноземній валюті у структурі державного боргу посилює залежність фінансового стану уряду від поведінки обмінного курсу, а виникнення зовнішніх чи внутрішніх шоків може стати причиною незбалансованості валютних потоків і призвести до різкого знецінення національної валюти та суттєво посилити тягар боргових виплат на державний бюджет [26].

Часте отримання ресурсів на міжнародних ринках, у міжнародних фінансово-кредитних організаціях таких як МВФ, Світовий Банк пов'язано з



виконанням ряду умов, що робить країну і її уряд економічно залежними від інших країн і організацій [16].

Державні боргові зобов'язання вважаються низько ризикованими, тому інвестори безперечно вкладають кошти в державні цінні папери, в результаті чого обмежуються інвестиційні можливості для реальних секторів економіки. Ці негативні тенденції посилюються при високій прибутковості державних паперів.

Незважаючи на всі негативні наслідки, державний борг був і залишається основним джерелом покриття бюджетних дефіцитів. Бюджетні дефіцити, з одного боку, стали причиною зростання державного боргу, а з іншого – завдяки фінансуванню дефіцитів цей борг обслуговується і погашається. Сформувалася свого роду боргова спіраль, яка перетворила бюджетний дефіцит через обслуговування державного боргу на причину бюджетного дефіциту: бюджетний дефіцит – державні запозичення – державний борг – платежі за боргом – бюджетний дефіцит [76].

Тому зважене та продуктивне управління державним боргом в системі державних фінансів є одним із пріоритетних завдань фінансової політики держави, важливою умовою забезпечення стабільності та безпеки фінансової системи.

## 1.2 Особливості системи управління державним боргом в трансформаційній економіці

Державні запозичення є джерелом покриття бюджетного дефіциту багатьох країн. Тому у будь-якій державі, яка має заборгованість і вимушена її обслуговувати, виникає потреба побудови та розвитку ефективної системи управління державним боргом з метою мінімізації витрат і ризиків.

Юрій С.І та Федосов В.М під управлінням державним боргом розуміють «комплекс заходів, що здійснюються державою в особі уповноважених органів

щодо визначення обсягів та умов залучення коштів, їх розміщення і погашення, а також забезпечення платоспроможності держави» [77].

На думку Прутської О.О під управлінням державним боргом слід розуміти комплекс заходів, що приймаються державою в особі її уповноважених органів щодо визначення місць і умов розміщення і погашення державних позик, а також забезпечення гармонізації інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів. Водночас, на думку науковця, управління державним боргом вимагає також і оптимізації витрат, пов'язаних з фінансуванням дефіциту державного бюджету [61].

Кучер Г.В розглядає управління державним боргом у вузькому та широкому розумінні. У широкому розумінні управління державним боргом як вид управлінської діяльності, який є складовою управління всією фінансово-кредитною системою держави, що створює методологічні та правові засади фінансового менеджменту [37]. Такий підхід передбачає тісний взаємозв'язок з управлінням фінансами на загальнодержавному рівні ( рис.1.2).



Рис. 1.2 Напрями управління державним боргом

Джерело: [37]



Управління державним боргом у вузькому розумінні – це система заходів уповноважених органів управління, пов'язана із залученням додаткових фінансових ресурсів у розпорядження держави та приведення у відповідність витрат з обслуговування державного боргу до її можливостей [37].

Об'єктом управління державним боргом виступають: усі випущені та непогашені боргові зобов'язання держави; запозичені кошти, що надійшли у розпорядження уряду та суб'єктів господарювання (за наданими державними гарантіями) з внутрішніх та зовнішніх джерел; кошти, отримані урядом від міжнародних та іноземних інвесторів відповідно до міжнародних угод [37].

Суб'єктами управління державним боргом в Україні є: Кабінет Міністрів України; Міністерство фінансів України; Національний банк України; Державне казначейська служба України.

Управління державним боргом має здійснюватись з урахуванням боргової політики. У свою чергу, ефективна політика управління державним боргом включає в себе наступні напрямки [52]:

- мінімізація вартості залучення та обслуговування державних боргів;
- підтримання державного боргу на рівні, що забезпечує збереження економічної безпеки країни;
- здійснення постійного моніторингу динаміки боргових виплат з тим, щоб в графіку погашення боргу були відсутні періоди пікових навантажень, а основні виплати припадали на моменти очікуваного зростання економіки;
- створення такої структури державних позик, щоб виконання зобов'язань за ними було пов'язано з найменшими витратами і мінімальним ризиком для економіки країни;
- своєчасне і повне виконання зобов'язань з метою недопущення нарахування штрафів за прострочення і забезпечення країні репутації першокласного позичальника;
- недопущення переповнення фінансового ринку державними борговими паперами;
- застосування різних методів управління державним боргом.



З метою посилення дієвості боргового менеджменту система управління боргом в трансформаційній економіці має ґрунтуватися на таких принципах: безумовність і своєчасність виконання зобов'язань держави перед кредиторами; оптимальність структури боргового портфелю держави; мінімальні ризики за державними позиками при нестабільності світового фінансового ринку; доцільність запозичення коштів; зменшення вартості обслуговування державного боргу при наступних запозиченнях; забезпечення фінансової незалежності; відкритість та прозорість інформації про залучення, використання і погашення запозичених коштів; прогнозованість та передбачуваність дій держави як емітента на фондовому ринку; контроль на всіх етапах формування та обслуговування державного боргу.

Функціонування системи управління державним боргом залежить від факторів, які впливають на поточні і стратегічні її завдання та дають можливість здійснювати вчасні й ефективні заходи. До них слід віднести: рівень і стабільність розвитку економіки країни; фінансову стабільність держави; розвиток ринку державних боргових паперів; диверсифікованість державних боргових інструментів; обсяги грошової та товарної маси в обігу; ставку позичкового процента; рівень інфляції та інфляційних очікувань; сталість курсу національної валюти; рівень “доларизації” економіки; досконалість національного законодавства; незалежність національної боргової політики від політики кредиторів тощо [35].

Управління державним боргом необхідно розглянути з урахуванням того, що воно може бути стратегічним і оперативним. Стратегічне управління державним боргом базується на довгостроковому плануванні і прогнозуванні соціально-економічного розвитку держави, яке закладається в основу бюджетного планування. Також економісти виділяють поняття "стратегія управління державним боргом (боргова стратегія)", під якою розуміють план формування оптимального боргового портфелю в середньостроковій перспективі.

При виборі певної стратегії державі необхідно в належній мірі оцінити очікувані витрати на обслуговування боргу, структуру боргу та потенційний ризик [5].

Суть оперативного управління державним боргом полягає у здійсненні комплексу заходів, пов'язаних з отриманням та обслуговуванням, зокрема й погашенням, державного боргу, який розробляється на підставі стратегічного управління державним боргом та аналізу поточного стану державного боргу, тану планових і прострочених за ним платежів [36].

Передумовою ефективного функціонування механізму управління державним боргом є забезпечення фінансово-правової бази для здійснення внутрішніх і зовнішніх запозичень, обслуговування державного боргу. Правове регулювання державного боргу та гарантованого державою боргу в Україні здійснюється відповідно до Конституції України, Бюджетного Кодексу України та інших нормативно-правових актів у сфері управління боргом.

Саме механізм управління державним боргом визначає пріоритети державної боргової політики, стратегію і тактику досягнення поставлених цілей. Борговий механізм являє собою принципову схему впливу уряду на процеси формування, обслуговування та погашення державного боргу, динаміку його обсягів та структури, а відтак - на рівень боргової безпеки держави та суверенний кредитний рейтинг.

Суверенний кредитний рейтинг, який отримують держави - емітенти боргових зобов'язань, є системою умовних показників оцінки можливості і готовності уряду країни погашати випущені боргові зобов'язання в національній і іноземних валютах відповідно до умов їх випуску, тобто кредитний ризик країни-емітента [65].

Отримання суверенного кредитного рейтингу дає країні-емітенту значні переваги [65] :

1. Кредитний рейтинг покращує умови доступу емітента на фінансові ринки за рахунок підвищення довіри інвесторів і кредиторів до його боргових зобов'язань.

2. Кредитний рейтинг дає змогу спростити процедуру розміщення боргових зобов'язань.

3. За високих кредитних рейтингів уряд має можливість залучати позики на вигідніших умовах: із меншими відсотками і на більші строки.

4. Суверенні кредитні рейтинги впливають на формування рейтингів приватних національних компаній, оскільки дуже рідко приватні компанії мають вищі рейтинги, ніж уряди національних держав.

5. Отримання суверенного рейтингу країною дає можливість отримати кредитний рейтинг іншим емітентам - муніципалітетам, регіонам та підприємствам.

6. Присвоєння кредитного рейтингу дає змогу стимулювати додаткове залучення прямих іноземних інвестицій у країну та спростити експортно-імпорتنі операції.

Необхідно розглянути основні методи, які використовуються для регулювання державних запозичень. Методи управління, що застосовуються в міжнародній практиці, можна розділити на дві групи: адміністративні та ринкові. В основу цього розподілу покладено таку ознаку, як прийняття рішення про використання методу управління боргом. Адміністративні методи характеризуються одностороннім прийняттям рішення про їх застосування з боку держави без отримання попередньої згоди з боку кредитора, а ринкові, в свою чергу, передбачають погоджувальний характер, тобто прийняттю рішення передуює переговорний процес між кредитором і позичальником, при цьому кредитори мають право вирішувати, чи погоджуватись їм на запропоновані умови або відмовитися від них [64].

До адміністративних методів управління боргом відносять відстрочення погашення, списання та анулювання боргу, конверсія, консолідація та рефінансування (рис.1.3).





Рис. 1.3 Адміністративні методи управління державним боргом

Джерело: [64]

Відстрочення погашення позики – це перенесення строків виплати заборгованості, при цьому у цей період виплата доходів не проводиться.

Анулювання державного боргу – передбачає відмову держави від раніше взятих на себе боргових зобов'язань. Використання цього методу пов'язане з рядом негативних наслідків для країни-боржника, серед яких виділяють основні: втрата довіри до країни-боржника; обмеження можливостей для подальших запозичень на міжнародних фінансових ринках; ймовірність скорочення обсягів зовнішньої торгівлі; відтік капіталу з країни [5].

Під списанням боргу розуміють скорочення суми основного боргу при наявності підстав, визначених законом чи спільними домовленостями. Застосування цього методу характерно для країн з низьким рівнем доходів і в той же час високим обсягом заборгованості. У порівнянні з анулюванням боргу наслідки списання для країни-боржника вважаються більш сприятливими, так як доступ до нових фінансових ресурсів зберігається.

Термін "конверсія" охоплює механізми, які забезпечують перетворення боргових зобов'язань в нові, що поліпшують фінансове становище позичальника (або в даний період, або в майбутньому). Конверсія може передбачати переведення боргових зобов'язань у власність, акції, інвестиції, товарні поставки, боргові зобов'язання третіх країн тощо. Застосування конверсійних схем дозволяє

знизити загальну заборгованість і сприяє залученню прямих іноземних інвестицій [5].

Консолідація – передбачає зміну умов запозичень у частині збільшення термінів боргових зобов'язань (як у бік збільшення, так і в бік зменшення строку уже випущених позик). Консолідація зазвичай має примусовий характер.

У разі, якщо держава-боржник залучає нові кредити для погашення заборгованості за вже існуючими позиками, кажуть про рефінансування боргу. Найчастіше додаткові фінансові ресурси надають ті ж кредитори, на обслуговування боргу яким позики і призначені.

Серед ринкових методів управління державним боргом зазвичай виділяють наступні: реструктуризація, новація, сек'юритизація, викуп або дострокове погашення боргу ( рис.1.4).

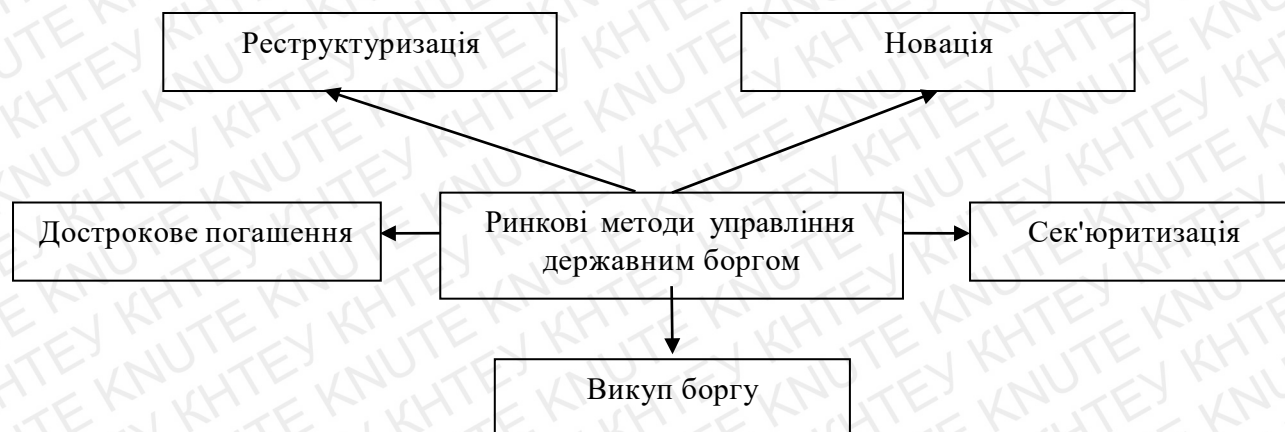


Рис. 1.4 Ринкові методи управління державним боргом

Джерело: [64]

Під терміном "реструктуризація" розуміють перегляд умов обслуговування боргу, у тому числі щодо відсотків кредиту, суми, термінів повернення тощо. Реструктуризація може сприяти відновленню здатності держави обслуговувати борги за рахунок відстрочки платежів, і, відповідно, зменшення суми виплат і вивільнення фінансових ресурсів. Цей метод управління державним боргом є досить поширеним.

Новація – передбачає укладання угоди між позичальником та кредитором щодо заміни одних боргових зобов'язань іншими [64].

Наступним ринковим інструментом управління боргом є сек'юритизація. При використанні цього методу проводиться емісія нових боргових зобов'язань у вигляді облігацій, які обмінюються на старий борг або підлягають продажу на відкритому ринку. У деяких випадках, коли вартість боргу на вторинному ринку значно нижче його номінальної вартості, боржники вдаються до викупу боргу, що дозволяє скоротити загальний обсяг заборгованості на ринкових умовах.

Викуп боргу – скорочення обсягу державного боргу через викуп власних боргових зобов'язань на вторинному ринку цінних паперів, із дисконтом за іноземну валюту.

Дострокове погашення боргу – економія бюджетних коштів за необхідності їх майбутнього обслуговування [53].

В цілому, управління державним боргом в трансформаційній економіці є потужним інструментом макроекономічної політики. При його вмілому використанні держава може з успіхом вирішувати як поточні завдання, так і сприяти підвищенню інвестиційного кредитного рейтингу, збільшенню привабливості державних боргових паперів, а також забезпечувати реалізацію національних інтересів.

### 1.3 Світовий досвід з управління та обслуговування державного боргу

Для країн з розвинутою економікою характерні наступні особливості щодо формування та управління державним боргом:

1. Процеси надання міжнародних кредитів (позик) стають дедалі більше взаємними, коли одна й та сама країна (та її економічні агенти) в різний час і за різних обставин може виступати не лише в ролі позичальника, але й в ролі гаранта чи кредитора.



2. Підвищення рівня боргів зумовлено дуже високим рівнем соціальних витрат, що фінансуються з бюджетів цих країн.
3. Високий рівень надійності ринку державних цінних паперів.
4. Методи та інструменти управління державним боргом спрямовані на макроекономічну стабілізацію та структурні перетворення, формування економіки, адаптованої до функціонування в умовах фінансової глобалізації, здатної забезпечити збалансований економічний розвиток.
5. Боргова політика здійснюється на засадах середньостроковості, ризикоорієнтованості та забезпечення боргової стійкості і безпеки.
6. В урядових програмах розвинутих країн передбачається поступове зменшення рівня зовнішніх боргів у структурі ВВП.

Так, у Франції пріоритетним завданням боргової політики є зведення до мінімуму вартості боргу для платників податків [67]. Задля цього проводяться заходи для зростання ефективності управління державними цінними паперами та портфелем деривативів (похідних цінних паперів). Також стратегічним завданням боргової політики є зменшення зовнішнього боргу та боргового навантаження (відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту (ВВП)).

Німеччина управляє державним боргом та ліквідністю з метою забезпечення зменшення витрат на виплату відсотків і оптимізації умов фінансування.

Мета урядової боргової політики в Данії – знижувати, наскільки це можливо, вартість позик у довгостроковому періоді. Крім того, наголошується на важливості створення належним чином функціонуючого внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань.

Мета Португалії – залучати позикові кошти і здійснювати інші фінансові трансакції так, щоб: задовольняти потребу в позикових коштах на стабільній основі; мінімізувати витрати уряду на обслуговування боргу в тривалій перспективі з урахуванням розроблених урядом ризик - стратегій [67].

Дана мета досягається за допомогою таких заходів:

- 1) стратегія емісії в довгостроковій перспективі;

- 2) зниження обсягу простроченого боргу за рахунок збалансованого розподілу витрат на обслуговування державного боргу по кількох річних бюджетах;
- 3) управління готівковими залишками та недопущення концентрації погашень на певні моменти часу;
- 4) лімітування та контроль за ризиками;
- 5) сприяння ефективному та збалансованому функціонуванню фінансових ринків [24].

Виокремлюють три основні моделі інституційного забезпечення управління державним кредитом: урядову, банківську та агентську ( табл.1.1).

Урядова модель полягає в тому, що основні завдання покладені на Державну скарбницю (казначейство), або Міністерство фінансів. Цільові вектори в сфері управління державним боргом визначаються та реалізуються в рамках цілей і завдань бюджетної політики.

Таблиця 1.1

### Інституційні моделі управління державним боргом

№	Модель управління	Країни, які використовують модель
1	Агентська	Австрія, Бельгія, Фінляндія, Португалія, Швеція, Франція, Нідерланди, Ірландія, Греція, Німеччина, Словаччина
2	Банківська	Кіпр, Данія, Мальта,
3	Урядова	Чехія, Естонія, Литва, Люксембург, Словенія

Джерело: [15].

Банківська модель являє собою управління боргом через підрозділ Центрального банку країни. Саме він коригує всі поточні операції на фінансовому ринку, здійснює розробку боргової стратегії країни, здійснює управління державним боргом.

Найпоширенішою є агентська модель управління державним боргом. Основна мета створення боргових агентств - ефективне управління державним боргом з мінімальними витратами на його обслуговування.

Боргові агентства мають незалежний статус (наскільки це можливо для державної структури) і, як правило, підвітні безпосередньо парламенту країни. В Ірландії, Португалії, Швеції агентства з управління національним боргом проводять також переговори і аукціони з розміщення державних боргових цінних паперів, але підвітні вони кабінету міністрів або міністерству фінансів.

Так, основним завданням функціонування Австрійського боргового агентства є забезпечення фінансування уряду при мінімально можливих витратах в середньо- і довгостроковій перспективі і недопущення надмірного ризику [79].

Головний напрям діяльності боргового офісу Німеччини – оперативне реагування на нові потреби і вимоги фінансових ринків, зниження витрат на виплату відсотків в середньостроковій перспективі і оптимізація ризиків в структурі боргового портфеля [56]. Майже аналогічне завдання ставить перед собою агентство з управління боргом Швеції: зведення до мінімуму витрат центрального уряду без прийняття на себе надмірних ризиків. Робота агентства повинна гарантувати, що гроші платників податків використовуються найбільш ефективно і фінансова система залишається стабільною [55,80].

Агентство з питань управління боргом (DMO) у Великобританії створене з метою розмежування функцій грошово-кредитної політики та управління боргом. Даний інститут є частиною Казначейства, підпорядковується Міністерству. Міністром фінансів визначається стратегічний напрямок діяльності боргової агенції, а прийняття конкретних управлінських рішень і регулювання поточної діяльності делеговано директору офісу. Керівники боргового офісу та казначейства Великобританії визначають та узгоджують тактичні цілі своєї подальшої діяльності, шляхом розробки та затвердження плану, в якому зазначаються як середньострокові стратегічні завдання, так і механізми їх досягнення. В плані вказуються ініціативи та прогнози боргового офісу [54].

Головною метою заходів управління державним боргом є мінімізація витрат з обслуговування державного боргу в довгостроковій перспективі, зниження ризику проведеної боргової політики. При цьому управління боргом не повинно суперечити цілям грошово-кредитної політики.



До функцій боргового агентства Великобританії належать:

- 1) прийняття оперативних рішень, пов'язаних із використанням державних боргових цінних паперів;
- 2) проведення операцій з цінними паперами;
- 3) здійснення моніторингу і аналізу ринку цінних паперів;
- 4) проведення операцій з грошовими переказами, пов'язаними з погашенням державного боргу;
- 5) ухвалення рішень щодо підтримки ринку цінних паперів і проведення реформ у цій сфері [78].

На думку багатьох експертів в галузі управління державним боргом Великобританія є лідером в цьому питанні [73]. Отже, методи управління боргом Великобританії можуть стати корисними і для України. Особливу увагу слід звернути на чіткість розподілу функцій між органами влади і постійну роботу щодо вдосконалення системи управління державним боргом.

Важливим питанням боргового регулювання для України є вибір найбільш ефективної моделі управління із врахуванням міжнародного досвіду. Розглянувши міжнародну практику, можна стверджувати, що найкращим варіантом управління державним боргом є створення незалежної інституції – агентства, що наділено всіма функціями та повноваженнями з приводу здійснення боргової політики. Постанову про створення Агентства з управління державним боргом України було ухвалено 12 лютого 2020 року. Боргове агентство буде центральним органом виконавчої влади, який реалізовуватиме державну політику у сфері управління державним боргом та підпорядковуватиметься Міністерству фінансів України. Саме така модель інституційного забезпечення дозволить більш ефективно управляти бюджетними коштами та реалізовувати довгострокові цілі у сфері управління державним боргом.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ СТАНУ ТА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

#### 2.1 Аналіз показників державного боргу України

Розробка заходів щодо удосконалення управління та обслуговування державним боргом потребує визначення пріоритетів боргової політики уряду, конкретизації цілей управління державним боргом на поточному етапі і на перспективу, зокрема здійснення аналізу динаміки і структури державного боргу України.

Показники державного та гарантованого державою боргу України у 2015-2019 роках подано в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

#### Показники державного та гарантованого державою боргу України у 2015-2019 роках

Рік	Прямий державний борг		Гарантований державою борг		Разом, млрд грн	Темп зростання, %
	Сума, млрд грн	Питома вага, %	Сума, млрд грн	Питома вага, %		
2015	1 334,27	84,87	237,91	15,13	1572,18	-
2016	1 650,83	85,54	278,98	14,46	1929,81	122,75
2017	1 833,71	85,61	308,11	14,39	2141,82	110,99
2018	1 860,29	85,79	308,16	14,21	2168,45	101,24
2019	1 761,37	88,14	236,91	11,86	1998,28	91,51

Джерело: Міністерство фінансів України [49].

Дані, що наведені у таблиці 2.1, свідчать про стійке зростання державного та гарантованого державою боргу у 2015-2019 роках. Так, за 2015-2018 рр. обсяг заборгованості збільшився на 596,27 млрд. грн. або 38%, при цьому, має місце

скорочення розмірів державного боргу у 2019 р. – за цей рік він зменшився на 8,5% або 170,17 млрд. грн. Загальна величина державного та гарантованого державою боргу України на кінець 2019 р. становила 1998,28 млрд. грн., у тому числі державний борг склав 1761,37 млрд. грн. (за досліджувані роки збільшився на 427,1 млрд. грн. або 32%), а гарантований державою борг – 236,91 млрд. грн.

Важливо відмітити, що зростання державного боргу за останні роки було зумовлено багатьма факторами, серед яких: дефіцит державного бюджету, різке коливання курсу національної грошової одиниці до іноземних валют, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, тиск боргових виплат на державні фінанси, фінансування заходів з посилення обороноздатності тощо.

Важливу роль у забезпеченні результативності управління державним боргом має дотримання оптимальної його структури за різними критеріями. Показники структури державного боргу в розрізі внутрішнього та зовнішнього боргів подано в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

### Структура внутрішнього та зовнішнього державного боргу України у 2015-2019 роках

Рік	Державний борг, млрд грн	Питома вага	
		внутрішнього державного боргу, %	зовнішнього державного боргу, %
2015	1 334,27	38,07	61,93
2016	1 650,83	40,62	59,38
2017	1 833,71	41,09	58,91
2018	1 860,29	40,91	59,09
2019	1 761,37	47,09	52,91

Джерело: Міністерство фінансів України [49].

Наведені дані свідчать, що упродовж останніх років в Україні стабільно переважає частка зовнішнього державного боргу, яка коливається від 61,93% у 2015 р., до 52,91% у 2019 р., що відображає великі валютні ризики для вітчизняної



економіки та бюджетної системи. Проте, варто відмітити позитивні зміни в структурі державного боргу у 2019 році порівняно з попередніми роками. Так, 47,1% обсягу фінансування бюджету було забезпечено за рахунок внутрішніх запозичень, що є найвищим показником за останні 5 років.

Як інструмент фінансової політики держави зовнішні запозичення істотно впливають не лише на бюджетну, а й на монетарну політику. Так, за умови їх залучення збільшуються обсяги іноземної валюти, що, у свою чергу, відбивається на показниках платіжного балансу та внутрішньому валютному ринку. В результаті курс національної грошової одиниці зміцнюється. Але як правило, вважають, що зовнішній борг є менш вигідним і більш небезпечним, ніж внутрішній оскільки сплачені відсотки за внутрішнім боргом залишаються в середині країни та в умовах помірних відсоткових ставок він не є тягарем у майбутньому.

Зовнішній державний борг та його складові, які наведені на рис. 2.1, мають вагомий вплив на розвиток державних фінансів.

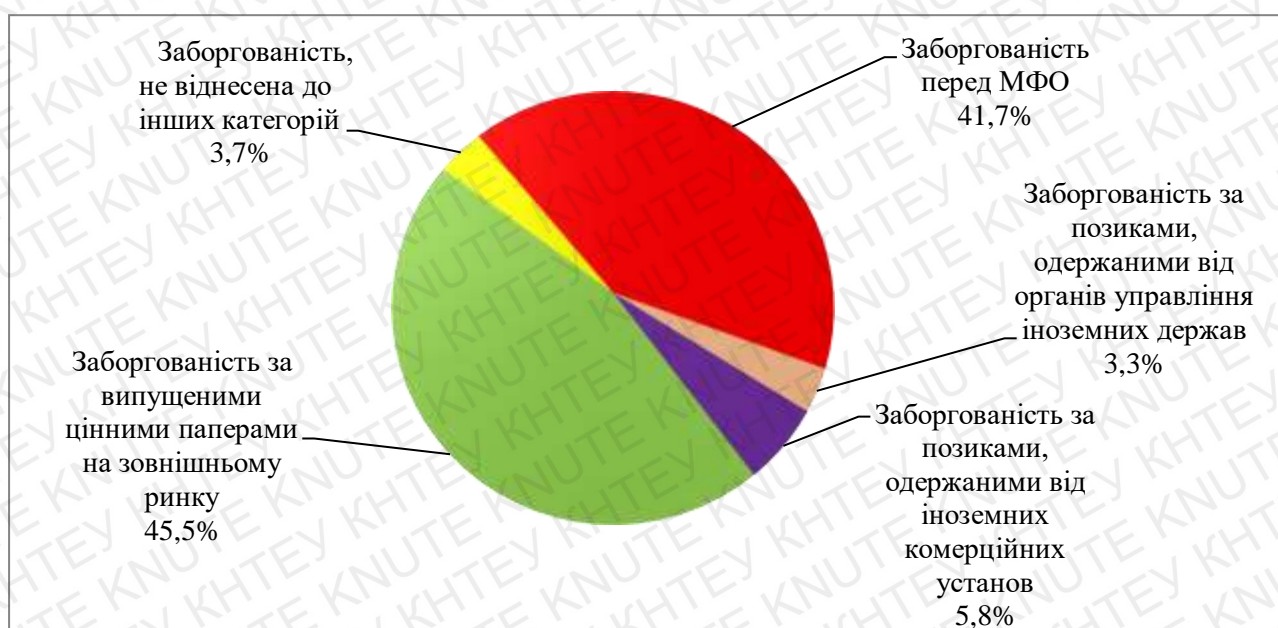


Рис. 2.1. Структура зовнішнього державного та гарантованого державою боргу України станом на 31 грудня 2019 року

Джерело: Міністерство фінансів України [49].

Проаналізувавши структуру зовнішнього державного та гарантованого державою боргу можна виділити дві найбільші групи кредиторів: інвестори в облігації зовнішньої позики та міжнародні фінансові організації (найбільша частина належить МВФ та МБРР). Згідно даних рис. 2.1, найбільшу частку у структурі зовнішнього боргу займає заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку – 45,5%. А частка боргу за кредитами міжнародних фінансових організацій становить 41,7% загальної величини державного боргу та свідчить про їх значну підтримку України, отриману впродовж останніх кількох років, особливо з боку МВФ та Світового банку.

Наступною важливою характеристикою структури державного та гарантованого державою боргу є валюта його погашення (рис. 2.2).

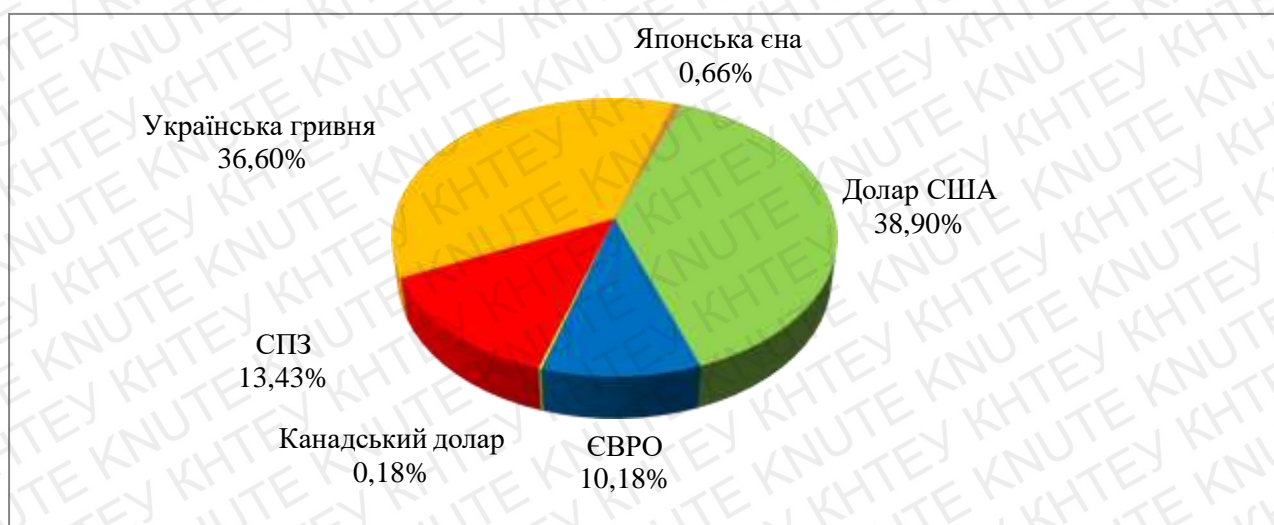


Рис. 2.2 Структура валют погашення державного та гарантованого державою боргу України станом на 31 грудня 2019 року

Джерело: Міністерство фінансів України [49].

Зазначене свідчить, що на сучасному етапі валютна структура державного боргу України є досить неоднорідною. Так, станом на 31.12.2019 р. частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила 36,6 % загальної суми державного і гарантованого державою боргу. Однак, найбільш значущою валютою у структурі державного боргового портфеля є долар США, його частка становить 38,9 %; помітною є також частка спеціальних прав запозичення (СПЗ) – 13,4 %



загальної суми державного та гарантованого державою боргу. Трохи меншу питому вагу займають боргові зобов'язання в євро – 10,2%, і відносно невелику частку займають: заборгованість у канадських доларах – 0,2% та у японській єні – 0,7%.

Структура державного боргу України за видами валют генерує доволі високі ризики, які можуть призвести до підвищення вартості обслуговування боргу внаслідок зміни курсу національної валюти. Але якщо порівнювати з кінцем 2018 р., то валютна структура державного боргу істотно покращилась. Упродовж 2019 року частка української гривні в структурі валют погашення державного та гарантованого державою боргу збільшилась на 7,5 в. п., що спричинено включенням України до системи міжнародного депозитарію Clearstream.

Наступною важливою характеристикою, яка визначає розміри виплат із погашення за випущеними борговими зобов'язаннями, є вид відсоткової ставки (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Структура державного та гарантованого державою боргу України за видами відсоткових ставок станом на 31 грудня 2019 року**

Вид відсоткової ставки	Частка в загальній структурі
LIBOR	10,21%
Індекс споживчих цін (CPI)	7,26%
Ставка МВФ	13,43%
Фіксована	69,10%

Джерело: Міністерство фінансів України [49].

Станом на 31.12.2019 року зобов'язання з фіксованою відсотковою ставкою склали 69,10% загальної суми державного та гарантованого державою боргу, 10,21% зобов'язань мали плаваючу відсоткову ставку, прив'язану до LIBOR; 13,43% – ставку, прив'язану до відсоткової ставки МВФ. Боргові зобов'язання держави з фіксованою відсотковою ставкою є менш ризикованими та дозволяють



точно спрогнозувати обсяги видатків державного бюджету на обслуговування та погашення боргу. Для України на сучасному етапі і надалі пріоритетним має залишатися збільшення частки боргових зобов'язань саме з фіксованою відсотковою ставкою у загальній структурі державного боргу. Боргові зобов'язання із плаваючою ставкою несуть у собі суттєві відсоткові ризики, що за несприятливих ринкових умов може призвести до значного зростання обсягу бюджетних коштів, необхідних на обслуговування державного боргу.

Проведений аналіз динаміки державного та гарантованого державою боргу України за останні 5 років та його структури за основними класифікаційними ознаками дозволяє зробити висновок, що ключовою проблемою у сфері управління державним боргом на даний час в Україні є зростання державного боргу в абсолютному вираженні. Хоча, загалом структура державного боргу України упродовж останніх років значно покращилась, але наявні ще певні диспропорції. Наприклад, домінування у структурі державної заборгованості боргових зобов'язань номінованих в іноземних валютах (52,9%), що посилює валютні ризики; значний розмір гарантованого державою боргу (11,8% сукупних боргових зобов'язань), що утворює додаткові витрати внаслідок неплатоспроможності позичальників; велика частка боргових зобов'язань (41,7% зовнішнього державного та гарантованого державою боргу) перед міжнародними фінансовими організаціями, що породжує загрозу збільшення політичного та економічного впливу міжнародних економічних установ в Україні; недостатній розвиток внутрішнього фондового ринку, що ускладнює залучення урядом позик. Це вимагає пошуку нових способів оптимізації боргового навантаження на бюджет, тому питання управління державним боргом набувають усе більшої актуальності.

## 2.2 Особливості управління та обслуговування державного боргу України

Сучасна економічна ситуація демонструє, що небезпечною тенденцією в Україні впродовж останніх років стало не лише нарощування загальних обсягів державного та гарантованого державою боргу України (оскільки значення його приросту як у національній, так і в іноземній валюті у декілька разів перевищують суми бюджетного дефіциту), а й суттєве зростання витрат бюджету на фінансування його обслуговування та погашення. Тому особливо гостро постають питання удосконалення управління державним боргом і його обслуговування.

Динаміка та структура платежів із погашення та обслуговування державного боргу України за типом кредитора у 2015-2019 рр. наведена у табл. 2.4

Таблиця 2.4

### Показники виплат із погашення та обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу України у 2015-2019 рр.

Найменування	2015	2016	2017	2018	2019
Платежі з погашення та обслуговування державного боргу України, у т.ч.:	503,4	208,8	474,0	349,9	464,4
Внутрішній державний борг, млрд.грн.	151,3	166,5	368,7	240,6	334,4
У % до загальної суми платежів	30,1	79,7	77,8	68,8	72,0
Зовнішній державний борг, млрд.грн.	352,1	42,3	105,3	109,3	130,0
У % до загальної суми платежів	69,9	20,3	22,2	31,2	28,0

Джерело: Державна казначейська служба України [47].

Наведені дані свідчать, що у 2019 р. 72,0% платежів з погашення та обслуговування державного боргу України, що становить 334,4 млрд. грн., було направлено на погашення внутрішнього боргу. При цьому, 110,4 млрд. грн. або 31,4% всіх платежів становило погашення зовнішнього боргу. Загальний обсяг

платежів з погашення та обслуговування державного боргу у 2019 р. становив 464,4 млрд. грн., що на 113,3 млрд. грн. або 32,2% більше, ніж у 2018 р. Проведена реструктуризація державного боргу у 2015 р. дозволила скоротити витрати з обслуговування та погашення державного боргу, але за 2016-2019 рр. їх обсяги знову зросли більше, ніж у 2 рази.

Витрати державного бюджету в розрізі погашення та обслуговування державного боргу України у 2015-2019 рр. подано в табл. 2.5.

Таблиця 2.5

**Показники витрат бюджету на погашення та обслуговування  
державного боргу України у 2015-2019 рр.**

Найменування	2015	2016	2017	2018	2019
Платежі з погашення та обслуговування державного боргу України, у т.ч.:	503,4	208,8	474,0	349,9	464,4
Погашення державного боргу, млрд.грн.	418,9	111,4	363,5	234,5	345,2
У % до загальної суми платежів	83,2	54,8	76,7	67,0	74,3
Обслуговування державного боргу, млрд.грн.	84,5	97,1	110,5	115,4	119,2
У % до загальної суми платежів	16,8	45,2	23,3	33,0	25,7

Джерело: Державна казначейська служба України [47].

Як видно з табл. 2.5 мають місце динамічні структурні зміни, що головним чином відображають значні зміни в обсягах витрат в окремі роки, які й визначили динамічність показників їх питомої ваги. У 2019 р. погашення боргу здійснено у сумі 345,2 млрд. грн., це становило 126,8% річного планового обсягу. Відмітимо, що у 2019 р. сума погашення боргу на 110,7 млрд. грн. або 47,3% перевищувала суму платежів у 2018 р. При цьому, платежі з обслуговування боргу у 2019 р. становили 119,2 млрд. грн або 82,1% річного планового показника, що на 3,8 млрд. грн. більше за показник 2018 р. та на 34,7 млрд. грн. – за показник 2015 р. Отже, за 5 років вартість обслуговування державного боргу зросла на 41,1%.



Зазначимо, що протягом 2015-2019 рр. більшість платежів (у 2019 р. 74,3%) приходить саме на погашення боргу.

В Програмі управління державним боргом на 2020 р. оприлюднені виплати за державним боргом, що оцінюються на рівні 423,6 млрд. грн., з яких 282,2 млрд. грн. – платежі із погашення державного боргу та 141,4 млрд. грн. – платежі з обслуговування державного боргу [45].

Боргова політика держави безпосередньо пов'язана із державними запозиченнями, які направлені на фінансування дефіциту державного бюджету, зокрема в розрізі фінансування поточних видатків, погашення боргів минулих періодів та гарантованих державою кредитів підприємствам, на інвестиційні проекти тощо.

Для розкриття взаємозв'язку державних запозичень та виплат з обслуговування та погашення державного боргу розглянемо рис. 2.3.

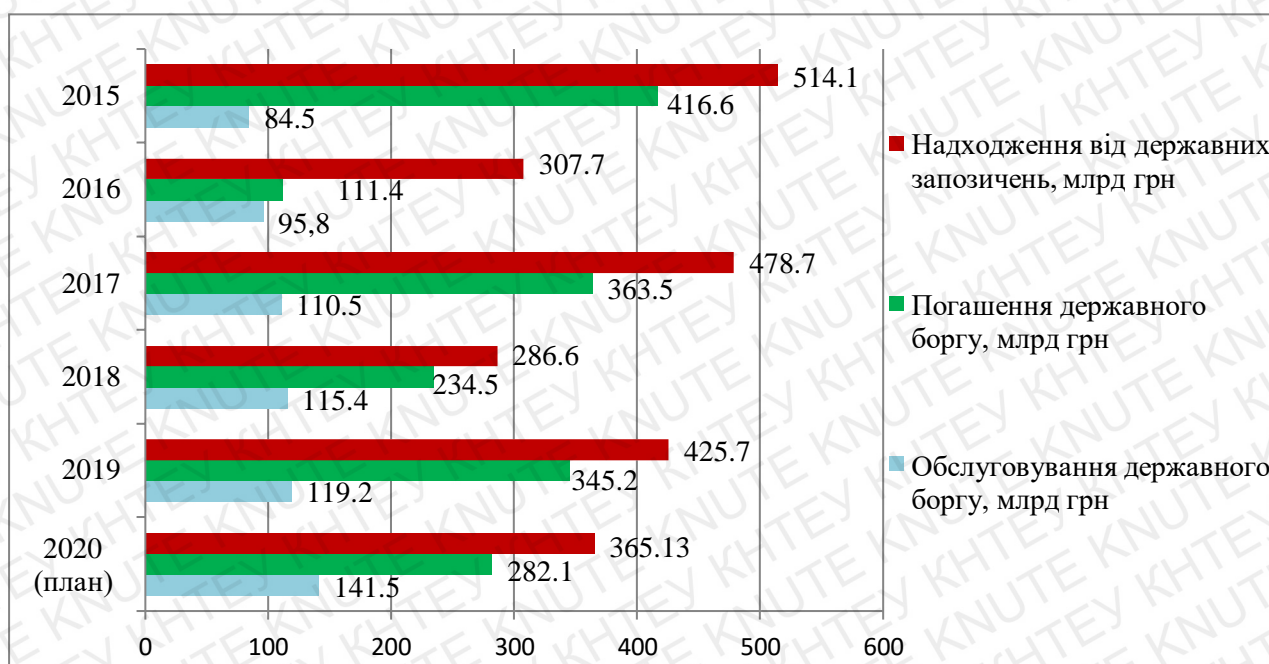


Рис.2.3. Порівняння обсягів запозичень до державного бюджету та платежів за державним боргом за 2015–2020 роки, млрд. грн.

Джерело: Державна казначейська служба України [47], Міністерство фінансів України [49].

Варто відзначити, що коли величина запозичень перевищує величину витрат із погашення та обслуговування державного боргу, то це свідчить про те, що формується надлишок кредитних ресурсів, які можуть спрямовуватися на фінансування інших бюджетних потреб. Тенденція збільшення розриву між обсягами запозичень та витрат із погашення та обслуговування боргу може призвести до посилення боргового навантаження на бюджет у майбутньому.

Для того, щоб більш детально оцінити чи покривають надходження від державного запозичення усі витрати, потрібно розрахувати показник чистого залучення коштів (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Показники чистого залучення ресурсів для фінансування Державного бюджету України у 2015–2019 рр., млрд грн.**

Показник	2015	2016	2017	2018	2019
Залучення коштів до Державного бюджету України	514,1	307,7	478,7	286,5	425,7
Витрати з погашення та обслуговування державного боргу	503,4	208,8	474,0	349,9	464,4
Чисте залучення коштів	10,7	98,9	4,7	-63,4	-38,7

Джерело: Державна казначейська служба України [47], Міністерство фінансів України [49].

Показник чистого залучення коштів дає змогу оцінити ефективність державних запозичень для фінансування бюджетного дефіциту, а в подальшому – рівень навантаження боргових виплат на державний бюджет [35].

Із даних табл.2.6 видно, що в 2015–2017 рр. показник чистого залучення коштів мав позитивне значення, виплати з погашення й обслуговування державного боргу були менші, ніж запозичення до державного бюджету.

У 2018–2019 рр. виплати з погашення й обслуговування державного боргу значно перевищували надходження позикових коштів до державного бюджету, бо



саме на ці роки припадали піки боргових платежів. Необхідність обслуговувати державний борг викликає потребу в пошуку додаткових ресурсів і впливає на збільшення державних запозичень, таким чином формуючи боргову спіраль. Покращення умов залучення коштів, підвищення ефективності використання позикових ресурсів та управління державними фінансами дозволить скорочувати потреби у борговому фінансуванні.

У 2019 році державних запозичень було здійснено в обсязі 425,7 млрд. грн. На внутрішньому ринку було залучено 345,9 млрд. грн., а на зовнішньому – 63,8 млрд. грн. Зростання державних внутрішніх запозичень стало можливим значною мірою після приєднання України до мережі міжнародного депозитарію Clearstream, що дозволило купувати ОВДП нерезидентам нашої держави. Крім того, спрощення доступу іноземним інвесторам до облігацій внутрішньої державної позики мало і інші позитивні моменти.

По-перше, стабілізація валютних ризиків. За минулий рік нерезиденти вклали в ОВДП 4,3 мільярди доларів, ставши одним з ключових чинників зростання курсу гривні [23]. Зміцнення національної валюти разом зі збільшенням гривневої частини в структурі боргу дозволило також значно поліпшити боргові показники країни. Якщо в кінці 2018 року відношення боргу до ВВП в Україні становило 60,9%, то за підсумками 2019 року, цей показник опустився до 50,3% [49].

Варто зазначити, що зі зростанням обсягів купівлі державних облігацій іноземцями часто пов'язують і певні ризики для стабільності курсу гривні. Так, купуючи державні боргові папери, інвестори сприяють зміцненню гривні, однак у разі погіршення економічної чи політичної ситуації в країні або за її межами, нерезиденти можуть раптово вийти з українських облігацій розпродавши свої портфелі. Різкий вплив інвестиційного капіталу обов'язково більшою чи меншою мірою вплине на валютний курс в залежності від обсягу таких інвестицій.



По-друге, попит іноземців на ОВДП дозволив Міністерству фінансів України істотно знизити ставки по ОВДП: з 19–21% на початку 2019 р. до 10–11% на початку 2020 року [50].

По-третє, розширено коло джерел довгострокового фінансування. Попит інвесторів-нерезидентів змістився з короткострокових ОВДП на папери зі строком обігу 2 - 6 років. Саме через подовження термінів гривневих позик вдалось уникнути додаткового навантаження за борговими платежами на період 2020 -2021 років, коли припадають пікові виплати за державним боргом.

Велике значення для управління державним боргом мають рейтингові оцінки, які складаються провідними рейтинговими агентствами для відповідної країни.

Аналіз кредитного рейтингу України та його оцінка за останні 5 років проведена трьома найвідомішими міжнародними рейтинговими агентствами: Moody's , Standard&Poor's та Fitch Ratings представлено в додатку Б.

З оприлюднених даних іноземних рейтингових агентств, можна простежити, що впродовж останніх 5 років кредитний рейтинг України не мав позитивних та високих оцінок. Україна вважається недостатньо платоспроможною державою у світових фінансових відносинах, а будь-які несприятливі економічні та політичні фактори матимуть негативний вплив на спроможність погашення та обслуговування державного боргу. Це безпосередньо впливає на інвестиційну привабливість України для міжнародних інвесторів та кредиторів, оскільки кредитні відносини матимуть високий ризиковий характер.

Кредитний рейтинг України у 2020 році представлено у табл. 2.7.

Агентство Fitch Ratings у квітні 2020 року підтвердило довгостроковий кредитний рейтинг України на рівні "B" і погіршило прогноз по ньому з "позитивного" до "стабільного". Перегляд прогнозу відображає значний вплив пандемії COVID-19 і пов'язані з нею підвищені макроекономічні та фіскальні ризики [49].

Кредитне агентство Standard&Poor's підтвердило довгостроковий та короткостроковий рейтинги України в іноземній та національній валюті на рівні

"В", стверджуючи, що прогноз по ним "стабільний". Зазначається, що незважаючи на невеликий дефіцит бюджету, скорочення державного боргу щодо ВВП та укріплення фундаментальних факторів, Україна все одно стикається з ризиками, спричиненими погіршенням світової економіки [49].

Таблиця 2.7

### Кредитний рейтинг України у 2020 році

Рейтингове агентство	Поточний рейтинг	Прогноз	Дата присвоєння рейтингу
"Fitch Ratings" (Fitch)	В/В	Стабільний	22 квітня 2020
"Standard & Poor's" (S&P)	В/В	Стабільний	13 березня 2020
"Moody's Investors Service" (Moody's)	В3/Са	Стабільний	12 червня 2020

Джерело: [34]

Міжнародне рейтингове агентство Moody's Investors Service підвищило рейтинг довгострокового емітента та пріоритетних незабезпечених зобов'язань уряду України до рівня В3 з Саа1 у 2020 році. Прогноз за рейтингами стабільний. Причиною для підвищення рейтингів до В3 стало пом'якшення проблем із короткостроковим фінансуванням України та гарантії зменшення її зовнішньої уразливості в результаті затвердження Міжнародним валютним фондом нової програми фінансування. Підвищення рейтингів також пов'язане з очікуваннями Moody's того, що нова програма МВФ допоможе закріпити прогрес реформ, досягнутий в останні роки [49].

Позитивні зміни в рейтингах таких агентств – показник довіри до країни, а це можливість для України розширити коло потенційних інвесторів та отримати доступ до дешевших кредитних ресурсів на міжнародних ринках капіталу.



### 2.3 Державний борг як індикатор боргової безпеки країни

Боргова безпека держави є складним, багатогранним та суперечливим явищем, яке доцільно розглядати з точки зору комплексного підходу як підсистему у складній, багаторівневій системі фінансово-економічної безпеки держави. Ключовим при розкритті сутності боргової безпеки є державний борг. Саме обсяг державного боргу та його структура значною мірою визначають рівень боргового навантаження та стан платоспроможності країни [37].

В сучасних умовах зростання обсягів запозичень підвищується значимість поняття «боргова безпека». Під борговою безпекою держави варто розуміти певний критичний рівень державної заборгованості, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх та зовнішніх загроз, забезпечити певний рівень відносної незалежності держави, зберігаючи економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми та відсотків, підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу [33].

До основних факторів, що впливають на рівень боргової безпеки держави можна віднести :

- стан нормативно-правової бази, на основі якої формується стратегія та тактика боргової політики країни;
- загальний обсяг, структура і динаміка державного боргу;
- ефективність використання запозичень;
- система управління державним боргом, пов'язана з його обслуговуванням та погашенням;
- «борговий досвід» держави та її кредитний рейтинг;
- ступінь довіри внутрішніх і зовнішніх інвесторів;
- офіційний курс валют та темпи зростання ВВП;
- політична та економічна ситуація в країні.

Важливим етапом формування боргової безпеки є оцінка поточного стану державного боргу, який доречно проводити шляхом ідентифікації ризиків.



Борговий ризик доцільно розглядати як ймовірність настання події що призведе до збільшення витрат бюджету внаслідок збільшення сум погашення і обслуговування державного боргу, вступу в силу гарантійних зобов'язань, визнання деякої суми державним боргом, або ж до зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень [11].

У дослідженні боргових ризиків значну цінність становить їх класифікація, що дає змогу більш детально їх дослідити та використовувати найбільш раціональні методи управління окремими ризиками.

Види ризиків в управлінні державним боргом залежно від рівня виникнення класифікуються на:

1) ризики макрорівня - такі, що опосередковано пов'язані зі сферою боргових запозичень держави, та впливають: 1) на умови нового державного запозичення; 2) на грошові потоки держави в цілому; 3) на темпи змін обсягів боргових зобов'язань і рівень боргового навантаження на економіку.

2) ризики мікрорівня - такі, що викликають коливання вартісних характеристик боргових зобов'язань [31].

Більшість ризиків макрорівня формують так звані ризики країни, оцінка яких є показником платоспроможності країни. Ризики мікрорівня супроводжують процес управління державним боргом у процесі як стратегічного планування, так і оперативної діяльності. Інтенсивність та масштаби впливу ризиків мікрорівня на боргову сферу значною мірою визначаються оптимальністю структури боргових зобов'язань держави в розрізі валют запозичення, ставок, джерел, термінів запозичення тощо.

Загалом у сфері державного боргу ризики класифікують залежно від фактора (джерела) ризику, за можливістю їх кількісної оцінки, рівня ризику, суб'єкта ризику, суб'єкта управління ризиком та ознакою вияву дії ризику [39].

Найбільш повною вважається класифікація ризиків державного боргу за джерелом ризику. Відповідно до цієї ознаки виокремлюють такі групи ризиків: відсотковий ризик, валютний ризик, ринковий ризик, ризик рефінансування,

ризик ліквідності, кредитний ризик, бюджетний ризик, рейтинговий ризик, ризик країни, операційний ризик (табл. 2.8)

Таблиця 2.8

### Класифікація ризиків державного боргу за ознакою джерела ризику

Вид ризику	Зміст
Валютний ризик	Коливання курсів валют запозичення
Відсотковий ризик	Зростання плаваючих відсоткових ставок
Ринковий ризик	Збільшення обсягу боргових зобов'язань внаслідок змін ринкових умов
Ризик рефінансування	Залучення нових позик для здійснення платежів за державним боргом без збільшення середньозваженої вартості боргу є неможливим
Ризик ліквідності	Нестача коштів державного бюджету на виконання зобов'язань за державним боргом
Кредитний ризик	Невиконання контрагентом своїх зобов'язань
Бюджетний ризик	Недовиконання плану надходжень чи незаплановане збільшення видатків державного бюджету
Рейтинговий ризик	Ризик зниження суверенного рейтингу
Країнний ризик	Невиконання зобов'язань перед країною у зв'язку із суттєвим погіршенням загальної економічної і політичної ситуації в країні контрагента
Операційний ризик	Негативний вплив дії людського та технічного факторів

Джерело: [11].

За рівнем їх розвитку ризики поділяють на припустимі, критичні і катастрофічні [30].

За ознакою суб'єкта ризику державних боргових зобов'язань виокремлюють ризики уряду, ризики кредиторів уряду і ризики позичальників уряду. Варто звернути увагу на те, що ризики за цією ознакою є взаємопов'язаними. Зокрема, кредитний ризик кредиторів уряду є тотожним ризику дефолту уряду, а з іншого боку – дефолту його боржників.

За суб'єктом управління виокремлюють ризики, які управляються органом, уповноваженим на управління державним боргом, та ризики, які управляються іншими органами державної влади [25].

Для виявлення існуючих ризиків та потенційних загроз у борговій сфері держави необхідним етапом є проведення аналізу боргової безпеки шляхом розрахунків відповідних індикаторів. Для цього у світі розробляються методологічні підходи та використовуються різні методики розрахунку економічно безпечного рівня державного (в т.ч. зовнішнього) боргу, розраховуються порогові значення основних індикаторів, що характеризують, з одного боку, рівень платоспроможності держави і впливають на її кредитний рейтинг на зовнішньому ринку, а з іншого – відображають стан бюджетної і міжнародної ліквідності країни, як найвпливовіших факторів фінансової стабільності [33].

Міністерством економічного розвитку і торгівлі України були розроблені індикатори оцінки боргової безпеки та їх порогові значення для України. Перелік та порядок розрахунку індикаторів оцінки боргової безпеки України наведено в додатку В.

Згідно з Методичними рекомендаціями щодо оцінки рівня економічної безпеки України, стан боргової безпеки оцінюється 5 індикаторами двох типів: дестимулятори (коли між показником-дестимулятором та інтегральною оцінкою наявний зворотний зв'язок) та стимулятори (наявний прямий зв'язок між показником-стимулятором та інтегральною оцінкою) [57].

Розрахуємо значення індикаторів боргової безпеки України у 2015-2019 роках. Проміжні дані для розрахунку представлені в додатку Г. Результати розрахунків основних індикаторів боргової безпеки України за 2015—2019 роки наведено в таблиці 2.9.

Аналіз даних у табл.2.9 свідчить про те, більшість індикаторів протягом досліджуваного періоду знаходяться поза допустимими межами. Проаналізуємо більш детально кожний показник.



Таблиця 2.9

**Значення індикаторів боргової безпеки України за 2015-2019 рр**

Індикатор	Критичне значення	Фактичний стан в Україні				
		2015	2016	2017	2018	2019
1.Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	60	79,4	80,9	71,8	60,9	50,3
2.Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП,%	70	129,3	120,5	102,9	87,6	79,1
3.Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	11	13,1	9,2	10,5	17,8	18,4
4.Індекс ЕМВІ + Україна	1000	2375	860	574	571	971
5.Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	20	11,3	13,8	16,3	18,1	20,8

Джерело: Державна служба статистики України [48], Міністерство фінансів України [49], Національний Банк України [50].

Одним із найбільш поширених індикаторів боргової безпеки країни є відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП. Вітчизняним законодавством встановлено, що державний борг України не повинен становити понад 60% ВВП [6]. Якщо величина даного показника перевищує критичний рівень, то можна стверджувати про загрозовий стан для економіки держави. Проведені розрахунки дають можливість зробити висновок, що протягом 2015-2018 років показник відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП знаходився у критичному стані, тобто більше 60% (див. рис. 2.4).

У 2015 році даний показник перевищив визначену межу на 19,4% і становив 79,4%, що спричинено зростанням загального обсягу державного і гарантованого державою боргу в умовах економічного спаду. У 2016 р. державний та гарантований державою борг становив 81,0% ВВП, і лише з 2017 року спостерігається поступове скорочення цього показника – 71,8%, а в 2018 році – 60,9% до ВВП. У 2019 року співвідношення державного та гарантованого

державою боргу України до ВВП вперше з 2015 року перебуває на більш ніж прийнятному рівні – 50,3%.

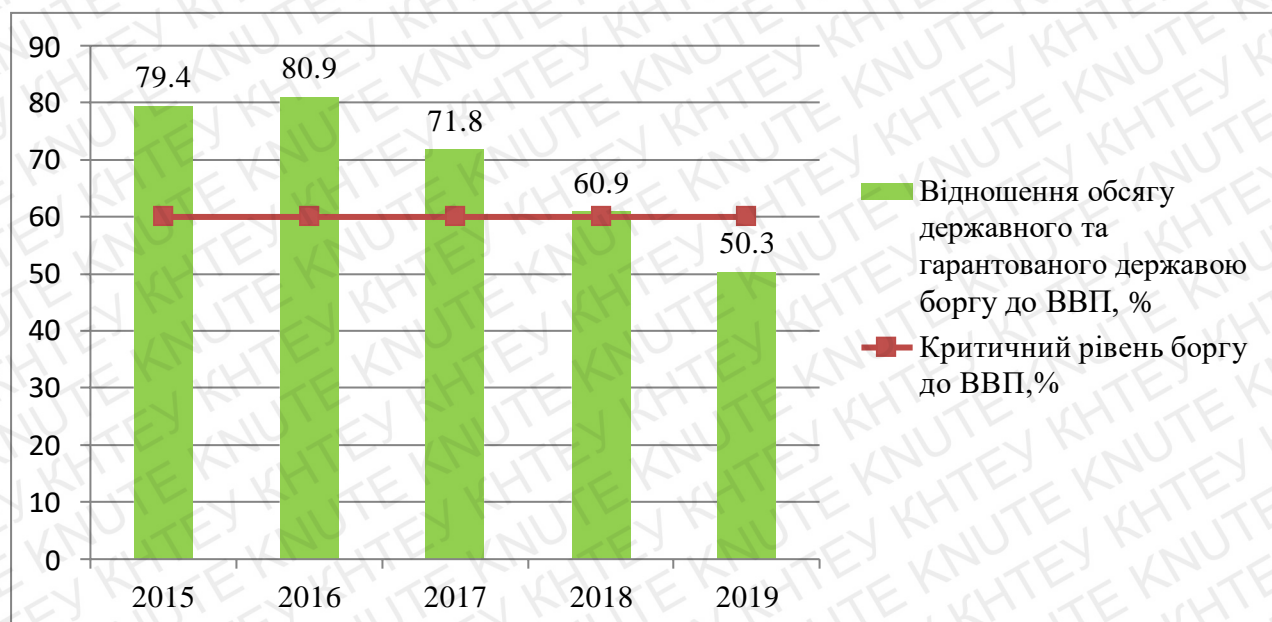


Рис. 2.4. Динаміка показника співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %

Джерело: Державна служба статистики України [48], Міністерство фінансів України [49].

Показник індикатору відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП за весь досліджуваний період також перебував у критичному стані, тобто більше 70%, тоді як оптимальним вважається значення не більше 40%. Перевищення “порогового” значення протягом останніх п’яти років свідчить про нездатність України обслуговувати зовнішні борги за рахунок внутрішніх резервів. Тобто основним джерелом погашення вже існуючих боргів є нові позики. Це робить економіку України залежною від іноземних кредиторів [59]. Найбільш критичною була ситуація у 2015—2016 роках, де відповідно показники становили 129,3% та 120,5%, що пояснюється знецінення гривні відносно долара США майже вдвічі. Протягом 2017-2019 спостерігається поступове зменшення показника співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП. Так, у 2019 р. індикатор сягнув свого мінімального значення за весь аналізований період і



становив 79,1,8%, проте це пониження суттєво не вплинуло на рівень боргової безпеки.

Наступний індикатор – середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку – відображає, яким чином відсоткові ставки за державними облігаціями внутрішнього займу впливають на вартість обслуговування державних боргів. Оптимальним значенням для цього індикатора, згідно даних додатку В, є 4 %, а перевищення 11% свідчить про критичну ситуацію. Занадто висока дохідність ОВДП підвищує вартість обслуговування державних боргів та створює додаткове навантаження на державний бюджет. Динаміка цього індикатора впродовж досліджуваного періоду мала тенденцію до коливання. Найнижче значення зафіксовано в 2016 році - 9,2%. Показники 2016 та 2017 років є меншими за критичні, але все ж залишаються на небезпечному рівні. А от найвище критичне значення спостерігалось у 2019 році - 18,4%.

Четвертий індикатор - індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) - індекс облігацій ринків, що розвиваються. Цей показник характеризує різницю в прибутковості єврооблігацій України і казначейських зобов'язань США. Чим вище значення індексу, тим гірше стан боргової безпеки країни. Для України цей індикатор мав різну динаміку впродовж досліджуваного періоду. Критичне значення, тобто більше 1000, спостерігалось у 2015 році, коли індикатор становив 2375. Але з 2016 року спостерігається тенденція до поступового зниження індексу EMBI + Україна, що є позитивним моментом, хоча цей індикатор все ще залишається у незадовільному стані.

Не менш вагомим для дослідження боргової безпеки України є відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу. Такий індикатор характеризує спроможність держави розрахуватися за своїми зобов'язаннями перед зовнішніми кредиторами за рахунок золотовалютних резервів. Оптимальним значенням даного показника є 50%, а критичним є досягнення 20%. У 2015 році цей показник перебував на критичній позначці 11,2%, а починаючи з 2016 року спостерігалась позитивна тенденція збільшення до 20,8% у 2019 році. А цей індикатор все одно має критичне значення.



Отже, бачимо, що моніторинг боргової безпеки шляхом розрахунків індикаторів показав багато потенційних загроз у борговій сфері держави. Уже сьогодні тягар погашення й обслуговування боргу є вкрай важким для державного бюджету та ВВП країни. Аналіз показників боргових виплат за 2015–2019 роки свідчить про вагоме зростання тягара як обслуговування, так і погашення боргу (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

### Тиск боргових платежів на державний бюджет і ВВП країни

Показник	2015	2016	2017	2018	2019
Погашення державного боргу, млрд. грн.	416,6	111,4	363,5	234,5	345,2
Обслуговування державного боргу, млрд. грн.	84,5	95,8	110,5	115,4	119,2
Частка платежів за державним боргом у витратах бюджету, %	28,5	22,4	37,1	28,5	32,7
Частка відсоткових виплат за боргом у видатках бюджету, %	15	14,2	13,2	11,7	11,1
Відношення відсоткових виплат за боргом до ВВП, %	4,4	4,1	3,7	3,3	3,0
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	10,2	8,8	15,9	10	11,7

Джерело: Державна казначейська служба України [47], Державна служба статистики України [48].

Проаналізувавши дані з таблиці 2.10, ми вважаємо, що окремі показники боргового навантаження мають тенденцію до збільшення. Відносно ВВП обсяг платежів за державним боргом збільшився з 10,2% у 2015 році до 11,7% ВВП у 2019р. Частка платежів за державним боргом у витратах бюджету за останні 5 років теж зросла з 28,5% до 32,7%. Проте, є показники, які за аналізований період зменшились. Так, частка відсоткових платежів за державним боргом зменшилась з 4,4% ВВП у 2015р. до 3% ВВП у 2019 р. Тобто, з одного боку, зростання

загальної суми державного боргу сприяло збільшенню бюджетних витрат на погашення заборгованості, проте з іншого боку, реструктуризація зовнішнього державного боргу у 2015 р. спричинила економію бюджетних коштів за рахунок зниження витрат на обслуговування боргів у майбутніх періодах.

Підсумовуючи, варто зазначити, що значні суми відсоткових виплат за державним боргом скорочують обсяг первинних видатків бюджету, що звужує потенціал нашої країни щодо фінансування соціально-економічних програм, що, у свою чергу, створює загрозу погіршення рівня життя населення та гальмування економічної активності. Для покращення боргової безпеки важливим є вдосконалення боргової політики та управління державним боргом.

### РОЗДІЛ 3

## НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ

### 3.1. Боргова стратегія держави як інструмент системи державного регулювання

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

Стратегія управління державним боргом являє собою перспективний план дій щодо регулювання його обсягу та структури, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного боргу; цей перспективний план має розроблятися для досягнення довгострокових цілей боргової політики держави з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку національної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, закономірностей розвитку системи державного кредиту в світовому масштабі [4].

Головна мета стратегічного управління державним боргом України полягає у забезпеченні потреб уряду в фінансових ресурсах та виконання наявних боргових зобов'язань за найменш можливих витрат у середньо- і довгостроковому періодах.

Реалізація положень стратегії управління державним боргом має забезпечити [4]:

– утримання помірного боргового навантаження на економіку і державні фінанси України та забезпечення постійного доступу уряду та суб'єктів господарювання України до міжнародного ринку капіталів;



- задоволення потреб держави у позичкових коштах із найменш можливими витратами та залучення нових позик на умовах, які є найкращими за такої кон'юнктури ринку позичкових капіталів;
- досягнення оптимального складу боргового портфеля за видами валют і процентних ставок з урахуванням необхідності мінімізації валютних і процентних ризиків;
- утримання збалансованої структури боргових зобов'язань за строками погашення та зменшення впливу волатильності світових фінансових ринків на стабільність фінансового стану уряду;
- посилення гнучкості боргової політики держави та підвищення ефективності управління державним боргом України через використання активних операцій із борговими зобов'язаннями уряду;
- мінімізація ризиків боргового фінансування, що попереджуватиме дефолт уряду за власними зобов'язаннями і дасть змогу уникнути економічних і фінансових втрат, пов'язаних із його неплатоспроможністю;
- зростання ролі внутрішнього ринку позичкових капіталів, підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання та посилення стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України;
- збільшення частки інвестиційних ресурсів у загальній сумі державних позик та створення фінансової і економічної бази для погашення накопичених боргів;
- посилення ролі державних позик у вирішенні завдань інвестиційно-інноваційного розвитку національної економіки, забезпечення більш повного використання матеріальних, кадрових та інтелектуальних ресурсів України;
- підвищення міжнародного кредитного рейтингу Уряду України, зниження спредів за суверенними борговими зобов'язаннями, зменшення вартості позичкового фінансування для уряду.

Розроблення боргової стратегії України, як і будь-який процес стратегічного планування, має ґрунтуватися на таких принципах [19]:

- спрямованість на середньо- і довгострокову перспективу (тривалістю понад три роки);
- орієнтація на виконання ключових завдань і досягнення основоположних цілей – забезпечення динамічного зростання ВВП, модернізації структури економіки, гарантування збалансованого розвитку фінансової системи;
- врахування численних факторів, що справляють як позитивний, так і негативний вплив, а також передбачення заходів, які нейтралізують негативні ефекти та використовують/посилують дію позитивних впливів;
- адаптивність процесу, здатність передбачати зміни внутрішнього і зовнішнього середовища та пристосовувати до них функціонування системи управління.

Середньострокова стратегія управління державним боргом України має бути узгоджена з бюджетною стратегією або основними засадами бюджетної політики, розрахованими на середньостроковий термін. Це обумовлюється тим, що досягнення окремих цілей боргової політики потребує комплексного застосування бюджетних і грошово-кредитних важелів, а спрямованість та інструментарій боргової політики впливають на окремі складові грошово-кредитної системи, зокрема [71]:

- розмір дефіциту бюджету і суми державних запозичень є чинниками впливу на рівень сукупного попиту, незбалансованість якого з рівнем і структурою сукупної пропозиції виступають вагомим чинником інфляційних процесів;
- надмірні запозичення на внутрішньому ринку виступають рушієм підвищення відсоткових ставок, зменшення доступності кредитних ресурсів для корпоративного сектору й уповільнення темпів економічного розвитку;
- зовнішні запозичення впливають на зміни обмінного курсу, а їх значні обсяги і проблемна структура породжують ризики для платіжного балансу країни;
- очікування суб'єктів ринку щодо підвищення дефіциту бюджету викликають побоювання щодо неплатоспроможності держави у майбутньому;

такі очікування можуть негативно впливати на стан валютного і фондового ринку та створювати загрози для збереження фінансової стабільності у країні.

5 червня 2019 року Уряд України схвалив проект постанови Кабінету міністрів України "Про затвердження середньострокової стратегії управління державними боргом на 2019—2022 роки" [58].

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 державним боргом:

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.

Основними заходами, які планується здійснити для реалізації Стратегії, є:

- 1) збільшення частки державного боргу у національній валюті;
- 2) залучення іноземних інвесторів до інвестування в облігації у національній валюті;
- 3) подовження середнього строку до погашення державних цінних паперів і забезпечення рівномірного графіку погашення державного боргу;
- 4) зменшення пікових навантажень на державний бюджет та стимулювання попиту на державні цінні папери;
- 5) проведення роботи із забезпечення повноцінного доступу України на міжнародний ринок капіталу;
- 6) подальше удосконалення політики управління державним боргом, в тому числі шляхом створення та ефективного функціонування Агентства з управління державним боргом з використанням найкращих світових практик;
- 7) розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, зокрема Світовим банком, Міжнародним валютним фондом, Європейським



банком реконструкції та розвитку, Європейським інвестиційним банком тощо [58].

Результатом впровадження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019—2022 роки буде подальше збільшення прозорості політики управління державним боргом та сприяння підвищенню ефективності його управління. Зокрема, Стратегією визначено, що граничний обсяг державного боргу до валового внутрішнього продукту у 2019–2022 роках становитиме 52,0%, 47,5%, 45,5% та 43,% відповідно. Стратегія встановлює якісні цілі, які дозволяють не тільки знизити рівень боргу до ВВП, а й покращити його структуру і знизити ризики, які йому сьогодні притаманні.

Основними ризиками, з якими можуть стикнутись суб'єкти управління боргом в ході реалізації боргової стратегії, є ризик рефінансування, ліквідності, відсотковий, валютний і бюджетний ризики ( табл. 3.1)

Таблиця 3.1

### Ключові ризики державного боргу України

	Заходи щодо мінімізації ризику
Ризик рефінансування	- розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів - продовження здійснення активних операцій з управління державним боргом
Ризик ліквідності	- продовження співробітництва з МВФ - фінансова підтримка в межах співпраці з іншими МФО та урядами іноземних країн
Валютний ризик	- збільшення частки внутрішнього боргу, номінованого в національній валюті - запровадження інструментів валютного хеджування
Відсотковий ризик	- утримування обмеженої частини боргу з плаваючою відсотковою ставкою
Бюджетний ризик	- продовження зусиль, направлених на фіскальну консолідацію - імплементація середньострокового бюджетування
Інші ризики	- виважена політика управління державними банками - поступове зменшення частки держави в банківському секторі України

Джерело: [58]

Необхідно здійснювати постійний моніторинг, оцінку рівня цих ризиків і виробляти заходи щодо їх зниження. Основними заходами є контроль і планування структури портфеля зобов'язань. Успішне прогнозування ризиків вимагає постійної аналітичної роботи, моніторингу ринкової ситуації, прогнозування руху процентних ставок і курсів валют.

Виявлення ризиків, оцінка їх величини, визначення оптимального балансу «витрати / ризики» і розробка ефективної стратегії управління цими ризиками - найважливіші завдання в процесі управління боргом. З метою вирішення цих завдань необхідно враховувати фінансові, макроекономічні та бюджетні прогнози, графік майбутніх платежів по боргу. Наприклад, для оцінки ступеня схильності накопиченого боргу до ринкового ризику, який варто розуміти як потенційне зростання бюджетних витрат на обслуговування боргу, доцільно регулярно проводити стрес-тести портфеля державних боргових зобов'язань, оцінюючи здатність портфеля «протистояти» різним потенційним економічним і фінансовим шокам. Така оцінка проводиться шляхом побудови різних фінансово-економічних моделей - починаючи від найпростіших сценаріїв розвитку економічної та боргової ситуацій до більш складних моделей, що вимагають застосування сучасних методів економіко-математичного моделювання.

У зв'язку з розвитком боргової економіки досить актуальними є питання стосовно розробки боргової стратегії. Глобалізація та лібералізація фінансових ринків суттєво впливають на формування державної заборгованості, змушуючи уряди країн постійно вдосконалювати інструментарій управління державним боргом. Такі тенденції вимагають глибшого переосмислення наявних підходів до розробки боргової стратегії. Країни, які виступають позичальниками, мають ставити, перш за все, питання про доцільність запозичень та можливості, які відкриваються у зв'язку з отриманням позики; про наслідки для розвитку національного господарства тощо. Адже, кредитні ресурси, необхідні саме для формування потенціалу економічного розвитку країни.

### 3.2. Інституційний розвиток системи управління державним боргом України

Аналізуючи вітчизняну практику інституційного забезпечення боргового менеджменту, варто відзначити, що в Україні функціонує урядова модель управління державним боргом, оскільки основні функції в цій сфері покладені на такі урядові структури як: Кабінет Міністрів України; Міністерство фінансів України; Національний банк України; Державне казначейська служба України.

Кабінет Міністрів України виступає від імені держави гарантом кредитів, які надаються Україні урядами іноземних держав, міжнародними фінансово-кредитними організаціями, іноземними банками; визначає банків-агентів Кабінету Міністрів України із залучення та повернення отриманих кредитів; ухвалює рішення про випуски облігацій внутрішніх і зовнішніх державних позик, їхні обсяги, терміни, порядок відшкодування, повернення тощо [37].

Значну роль у реалізації боргової політики держави відіграє Міністерство фінансів України. Мінфін відповідно до законодавства України [56]:

- розробляє та погоджує нормативно-правові акти з питань управління державним боргом;
- здійснює управління ризиками, пов'язаними з державним боргом;
- здійснює державні внутрішні та зовнішні запозичення;
- здійснює оперативний облік державного та гарантованого державою боргу;
- веде реєстр державних гарантій;
- здійснює погашення та обслуговування державного боргу;
- здійснює правочини з державним боргом, включаючи обмін, випуск, купівлю, викуп та продаж державних боргових зобов'язань;
- здійснює на відкритих аукціонах продаж прав вимоги простроченої більше трьох років заборгованості перед державою за кредитами (позиками), залученими державою або під державні гарантії, а також за кредитами з бюджету в порядку, встановленому Кабінетом Міністрів України;



- здійснює заходи, спрямовані на підвищення привабливості інвестування в державні цінні папери України, і комплексні заходи з поліпшення кредитного рейтингу України;
- затверджує порядок відбору та функціонування первинних дилерів;
- затверджує та оприлюднює графік первинного розміщення державних цінних паперів.

Важливим суб'єктом управління державним боргом є центральний банк держави. За дорученням Міністерства фінансів України Національний банк України безпосередньо здійснює операції з розміщення, обслуговування та проведення платежів за зовнішніми зобов'язаннями уряду. На НБУ покладено зобов'язання щодо обліку і контролю за надходженням, погашенням, сплатою доходів за усіма зовнішніми борговими зобов'язаннями і гарантованими кредитами, що формують зовнішній державний борг України. НБУ як генеральний агент Міністерства фінансів України є дилером на вторинному ринку цінних паперів [37]. Національний банк України виступає розпорядником кредитів, отриманих від Міжнародного валютного фонду. Обслуговування державного зовнішнього боргу в частині зобов'язань щодо повернення валютних коштів, отриманих від МВФ, здійснюються за рахунок коштів НБУ.

Платежі з погашення та обслуговування державного боргу здійснюються Державним казначейством України. Також Казначейство здійснює бухгалтерський облік заборгованості перед державним бюджетом за кредитами, залученими державою та/або під державні гарантії.

Негативним елементом системи управління державною заборгованістю в Україні є розподіл повноважень між кількома державними установами: НБУ контролює заборгованість перед МВФ, Міністерство фінансів - кредити Світового банку, Укресімбанк - міждержавні кредитні лінії. Окрім того, ці відомства використовують різні системи обліку та статистичної звітності. Було б доцільно об'єднати всі елементи управління державною заборгованістю в одній установі. У країнах, де державні запозичення є важливим інструментом залучення фінансових ресурсів, офіс управління державною заборгованістю складається з трьох частин:

- фронт-офіс, який залучає запозичення на міжнародних ринках; - мідл-офіс, який здійснює ризик-менеджмент і операційний контроль; - бек-офіс, який проводить розрахунки за борговими зобов'язаннями, контроль і звітність [65].

Таким чином, в умовах економічних перетворень в Україні необхідні відповідні інституційні зміни у системі управління державним боргом, які має забезпечувати створення сприятливих умов для розвитку виробництва за інноваційним напрямом, соціально-економічного розвитку країни та структурно-інституційних перетворень [43].

Одним з важливих кроків у цьому напрямку є перехід від урядової до агентської моделі управління боргом. Постанову про створення Агентства з управління державним боргом України було ухвалено 12 лютого 2020 року. Боргове агентство буде центральним органом виконавчої влади, який реалізовуватиме державну політику у сфері управління державним боргом. До основних завдань агентства будуть належати:

- здійснення управління державним боргом та гарантованим державою боргом;
- здійснення управління ризиками, пов'язаними з державним боргом та гарантованим державою боргом;
- підготовка та подання до Міністерства фінансів України пропозицій до Бюджетної декларації, проекту бюджету на плановий бюджетний період та Стратегії управління державним боргом;
- підготовка та подання до Міністерства фінансів України пропозицій про внесення змін до закону про Державний бюджет України;
- складення прогнозу фінансування державного бюджету на короткостроковий та середньостроковий період;
- здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень у межах, визначених законом про Державний бюджет України, та з урахуванням Стратегії управління державним боргом;
- здійснення оперативного обліку державного боргу та гарантованого державою боргу;

- здійснення погашення та обслуговування державного боргу, виконання державою гарантійних зобов'язань;
- здійснення правочинів з державним боргом, включаючи обмін, випуск, купівлю, викуп та продаж державних боргових зобов'язань, використання деривативів та здійснення операцій РЕПО з державними борговими зобов'язаннями за умови дотримання граничного обсягу державного боргу на кінець бюджетного періоду;
- розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку та коштів валютних рахунків державного бюджету,
- підготовка пропозицій щодо звіту про виконання Державного бюджету України в частині показників державного боргу та гарантованого державою боргу [60].

Слід зазначити, що право на визначення політики управління державним боргом залишається за Міністерством фінансів на основі пропозицій, поданих Агентством.

Переваги створення Агентства з управління державним боргом [49]:

- операційна незалежність від Міністерства фінансів;
- автономія від політичного впливу;
- підвищення довіри зі сторони ринку;
- політика та процедури управління ризиками відповідно до кращих ринкових практик: контроль операційного ризику, внутрішній аудит тощо;
- ефективна організаційна структура з відокремленими функціями: вищий менеджмент, фронт-офіс, міدل офіс та бек-офіс;
- можливість найму працівників з вищою компетенцією для виконання складних завдань

Проте варто відзначити, 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 [51]. Недоліком такої установи також може бути нестача фінансових ресурсів та проблеми в отриманні статистичної інформації.

Підсумовуючи, зазначимо, що відсутність продуктивної координації між фінансовими інститутами, що визначають особливості боргової політики, призвела до потреби удосконалити механізм управління державним боргом на інституційному рівні. Саме перехід до агентської моделі управління державним боргом, як найбільш ефективної моделі, що відповідає найкращим міжнародним практикам буде сприяти покращенню процесу управління державною заборгованістю в Україні.

### 3.3. Напрями оптимізації боргового навантаження України

Зважаючи на особливості національної фінансової системи, рівня і структури накопиченого боргу, а також світової практики управління державним боргом, на наш погляд, необхідно забезпечити скерованість боргової політики України на досягнення таких цілей:

1. Запровадження інвестиційного напрямку державних позик. Залучені кошти є додатковими фінансовими ресурсами. Але від того, на що витрачаються ці кошти (споживання, покриття дефіциту бюджету, підтримка платіжного балансу та грошової одиниці держави чи на фінансування проектів соціально економічного розвитку), залежить можливість економічного зростання держави чи її занепад. Використання державних запозичень на фінансування поточних видатків бюджету та обслуговування накопиченої заборгованості не дає змоги повного мірою впливати на підвищення конкурентоспроможності економіки країни. Слід констатувати, що в Україні практично не використовується потенціал боргових фінансів. Основна частина залучених за допомогою позик коштів витрачається на фінансування поточних видатків бюджету.

2. Оптимізувати структуру державного боргу у частині співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями. Управління державним боргом має

бути спрямоване на зменшення зовнішньої заборгованості та на підвищення частки внутрішніх запозичень. Дане питання є стратегічно важливим, особливо зараз, коли світова економіка увійшла в рецесію.

До комплексу заходів по врегулюванню проблеми зовнішнього боргового навантаження можна віднести наступні: диверсифікація валютної структури зовнішніх запозичень для мінімізації ризиків, пов'язаних з коливанням валютних курсів, вжиття заходів щодо поліпшення структури зовнішньої державної заборгованості, забезпечення своєчасного і в повному обсязі погашення зовнішніх боргових зобов'язань, мінімізація вартості обслуговування, вдосконалення механізмів залучення позик МФО, розвиток внутрішнього ринку державних запозичень.

З метою розширення запозичень на внутрішньому ринку необхідно реалізувати комплекс заходів спрямованих на забезпечення диверсифікованої за термінами та обсягами пропозиції учасникам ринку цінних паперів, підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх боргових зобов'язань держави, розширення потенціалу ринку боргових цінних паперів, стимулювання зростання рівня довіри інвесторів до вітчизняного боргового ринку та вдосконалення його інфраструктури.

Ринок державних цінних паперів може стати ефективним інструментом системи регулювання державного боргу за умов впровадження наступних заходів:

- узгодження графіку проведення аукціонів з продажу державних цінних паперів з графіком виплат за державними облігаціями дозволить уникнути ускладнень через нерівномірність та значні коливання виплат по облігаціям, що створюють проблеми в обслуговуванні боргу;
- розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, що має сприяти збільшенню кількості інвесторів та ліквідності ринку боргових зобов'язань і в результаті зменшенню вартості державного боргу;
- створення нових фінансових інструментів;
- врахування у програмі емісії державних боргових зобов'язань особливостей попиту на державні цінні папери з боку різних груп інвесторів, що

буде сприяти зниженню вартості випуску боргових зобов'язань, збільшенню ефективності боргового прогнозування;

- розширення бази інвесторів, в тому числі за допомогою проведення презентацій на зарубіжних ринках;

- зміна структури кредиторів держави із збільшенням долі вітчизняних комерційних банків, підприємств, населення, що дозволить проводити більш гнучку політику у сфері зменшення доходності і збільшення строків позик [20].

3. Вдосконалення механізмів управління гарантованим державою боргом. Державний гарантований борг є ризиковим елементом у структурі заборгованості України. Тому, необхідно посилити контроль за позичальниками, які отримують гарантії уряду на етапі прийняття рішень про надання таких гарантій. Варто зазначити, що майже 60 % кредитних ресурсів, наданих державою у вигляді гарантій, призначені для розрахунків за накопиченими боргами і не мають інвестиційного характеру. Хоча зовнішні гарантовані зобов'язання не є прямими зобов'язаннями уряду, проте вони можуть бути значною загрозою фінансовій безпеці країни, особливо із урахуванням наявних значних обсягів гарантованих зобов'язань та світової економічної нестабільності, що підвищує ймовірність виникнення додаткових витрат уряду [65].

4. Розроблення довгострокової стратегії регулювання державного боргу (5-7 років). Окремим пунктом такої програми має бути спеціальний план дій державних органів в умовах виникнення кризової ситуації на ринку державного боргу з метою забезпечення своєчасного реагування на фінансову кризу та її наслідки, їх мінімізацію, прийняття відповідних заходів щодо захисту учасників ринку державних боргових зобов'язань. Недопущення кризової ситуації базується на безперервному контролі за обслуговуванням державного боргу, формуванням системи боргових обмежень для отримання адекватної оцінки ризиків.

Довгострокова програма регулювання державного боргу має вирішувати такі основні завдання [20]:

- розробка основних критеріїв, за якими можуть визначити наближення кризи на борговому ринку.



- визначення заходів щодо попередження та зменшення негативних наслідків у разі настання боргової кризи;
- визначення шляхів подолання боргової кризи та взаємних оперативних дій державних органів щодо здійснення антикризових заходів;
- визначення показників безпеки боргового ринку на основі визначених системних критеріїв фінансової кризи.

5. Узгодження політики державних запозичень із бюджетною, грошово-кредитною, валютною та фіскальною політикою в країні. При визначенні допустимих обсягів залучення державних запозичень необхідно враховувати прогнозовані обсяги доходів та видатків бюджету, темпи інфляції та можливі зміни валютного курсу, розміри міжнародних валютних резервів, можливі реформи в бюджетно-податковій політиці, тенденції розвитку світової економіки. Зміни у національній та світовій економіці можуть негативно вплинути на платоспроможність уряду за борговими зобов'язаннями [65].

6. Продовження політики зниження рівня дохідності ОВДП для скорочення витрат на обслуговування державного боргу. Для зменшення рівня дохідності державних паперів необхідно забезпечити платоспроможність країни (платіжного балансу), розвиток фінансового ринку та низькі темпи інфляції, що беруться як основа для розрахунку дохідності державних облігацій [22]. Реалізація цієї рекомендації вимагає тісної співпраці Міністерства фінансів та Національного Банку України, так як однією з причин аномальної дохідності гривневих ОВДП, можна вважати неузгодженість монетарної та фіскальної політики в Україні. Якщо до 2018 року дохідність облігації дорівнювала рівню інфляції або відрізнялась на 1–2 %, то у 2019 р. динаміка цих абсолютних показників була протилежною. На кінець 2019 р. рівень інфляції становив 4,1 %, а середньозважена дохідність гривневих облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) - 13 %. Враховуючи те, що інфляція є одним з основних джерел росту доходів державного бюджету, а дохідність значно перевищує інфляцію, така ситуація може призвести до значного зростання боргового навантаження на державний бюджет.

7. Здобуття високих кредитних рейтингів із метою підвищення інвестиційної привабливості країни.

Кредитні рейтинги безпосередньо впливають на вартість залучення запозичень на світових ринках капіталів, а також на привабливість країни для приватних інвесторів. У процесі визначення рівня кредитного рейтингу суб'єкта особлива увага приділяється аналізу економічної ситуації, стану державного бюджету, рівню боргового навантаження суб'єкта і т.д. Кредитний рейтинг інформує інвесторів про ступінь ризику щодо вкладання коштів у боргові папери емітента. Так, наприклад, що нижчим є кредитний рейтинг, то більшою буде відсоткова ставка та дохідність за міжнародними паперами. Тому важливим є ефективний аналіз чинників, що впливають на його формування та забезпечення співпраці з рейтинговими агентствами. Велике значення для формування позитивного іміджу країни має загальний стан економічного розвитку, дієве реформування економіки та стабільність політичної ситуації.

8. Формування позитивного іміджу і сталої облігаційної репутації країни на світових ринках капіталів. Проведені операції із залучення позикових ресурсів та управління боргом повинні бути прозорими, передбачуваними і зрозумілими ринку. Вартість запозичень, як правило, знижується при забезпеченні прозорості та передбачуваності боргової політики (в тому числі, шляхом завчасної публікації плану запозичень і його послідовному виконанню). У зв'язку з цим принципово важливо публічне інформування інвестиційного співтовариства про всі прийняті рішення в сфері державного боргу. Тому, один із засобів підвищення кредитних рейтингів держави та зниження вартості зовнішніх запозичень – реалізація програм комунікації з інвесторами. Уряд має періодично розповсюджувати інформацію про стан державних фінансів та економічну ситуацію у країні.

Реалізація запропонованих заходів сприятиме досягненню оптимального стану та структури державної заборгованості, зменшенню вартості запозичень та ризиків, пов'язаних з борговими зобов'язаннями, що надасть можливість забезпечити прийнятний рівень економічної безпеки країни, а також подальший розвиток системи державних фінансів.

## ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

В результаті проведеного дослідження теоретичних засад та практичних питань управління та обслуговування державного боргу України зроблено наступні висновки.

1. Державний борг наявний у багатьох країнах світу та має позитивні і негативні наслідки. До негативних можна віднести скорочення приватних інвестицій, інфляцію, посилення навантаження на державний бюджет та його хронічного дефіциту, зокрема через зростання витрат на обслуговування боргу, зниження ступеня економічної безпеки країни тощо. До позитивних – у разі раціонального використання запозичень з погляду національних інтересів – економічне зростання, залучення нових джерел фінансових ресурсів, стабілізацію фінансової системи тощо.

2. Державний борг необхідно розглядати та оцінювати як загальну суму заборгованості держави, яка складається з усіх прийнятих та непогашених боргових зобов'язань держави, включаючи боргові зобов'язання держави, що вступають в дію в результаті виданих гарантій за кредитами, або зобов'язання, що виникають на підставі законодавства або договору.

3. Проблема управління державним боргом полягає в забезпеченні державних потреб у фінансових ресурсах для виконання завдань та функцій держави, боргової безпеки та платоспроможності держави, своєчасності й повноти фінансування витрат з погашення та обслуговування державного боргу.

4. Ефективне управління державним боргом ґрунтується на визначенні чітких цілей боргової політики, співставленні ризиків і вартості державних запозичень, здійсненні постійного моніторингу та управління ризиками, пов'язаними з обсягом, структурою та графіком платежів за державним боргом, створенні передумов для забезпечення постійного доступу до ринку позикового капіталу.

5. Проаналізувавши основні тенденції боргової політики зарубіжних країн, вважаємо, що дієвим кроком щодо удосконалення управління та обслуговування



державного боргу України стало створення та функціонування Боргового агентства України як центрального органу виконавчої влади. Модель управління державним боргом через окремих орган (агентство) десятиліттями успішно функціонує в таких розвинених країнах Європейського Союзу, як Австрія, Бельгія, Нідерланди, Німеччина, Швеція та ін.

6. Державний борг України стабільно зростає. За останні 5 років державний та гарантований державою борг України зріс на 427,1 млрд. грн. (18,8 млрд. дол. США). Основними причинами зростання державного боргу в Україні є: дефіцит державного бюджету, різке коливання курсу національної грошової одиниці до іноземних валют, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, тиск боргових виплат на державні фінанси, фінансування заходів з посилення обороноздатності, недоотримання запланованих обсягів надходжень від приватизації державного майна, фінансування дефіциту Пенсійного фонду, неефективне використання залучених кредитів тощо.

7. Викликами в управлінні державним боргом України за останні 5 років були: швидке зростання обсягів державного боргу; переважання зовнішньої заборгованості в структурі державного боргу, що несе в собі валютний ризик; великі розміри гарантованого державою боргу, що формує додаткові витрати в зв'язку з неплатоспроможністю позичальників; значна заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та органами управління іноземних держав; слабкий розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, що ускладнює залучення державних позик; значні обсяги виплат з погашення та обслуговування державного боргу.

8. Аргументовано, що в Україні державні запозичення в своїй більшості використовуються для фінансування бюджетного дефіциту, і лише невелика частка – на інвестиційні потреби та інноваційний розвиток. Нераціональне використання боргових коштів створює надмірне боргове навантаження, яке суттєво обмежує державу у проведенні ефективної економічної політики.

9. Моніторинг боргової безпеки шляхом розрахунків індикаторів показав багато потенційних загроз у борговій сфері держави. Уже сьогодні тягар

погашення й обслуговування боргу є вкрай важким для державного бюджету та ВВП країни.

10. З метою оптимізації управління державним боргом запропоновано доцільність здійснення наступних заходів:

- запровадження інвестиційного напрямку державних позик;
- оптимізація структури державного боргу у частині співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями;
- активізація внутрішнього ринку державних цінних паперів і збільшення частки гривневих зобов'язань у структурі державного боргу;
- підвищення рівня ефективності управління ризиками, пов'язаними з державним боргом та наданням державних гарантій;
- розроблення довгострокової стратегії регулювання державного боргу;
- підтримання постійного доступу Уряду України до міжнародного ринку капіталу, підвищення кредитних рейтингів та зниження вартості зовнішніх ринкових позик.

Важливим є забезпечення стабільності та стійкості державних фінансів, низької інфляції та дієвого банківського сектору, що дозволить досягти позитивних результатів в реалізації боргової політики держави.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аналітичний огляд «Дефіцит державного бюджету та управління боргом у 2019 році». – GROWFORD Institute [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://growford.org.ua/files/Pub\\_debt\\_2019\\_Dec2-design-\(1\)-49.pdf](https://growford.org.ua/files/Pub_debt_2019_Dec2-design-(1)-49.pdf)
2. Б'юкенен Дж., Масгрейв Р. Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави /: пер. з англ. Київ, 2004. 175 с.
3. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції / Т. П. Богдан // Фінанси України. - 2018. - № 4. - С. 75-92.
4. Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 712 с.
5. Бусыгина И.А. Управление государственным долгом: теория, содержание и методы // Экономические науки. 2012. № 3. С. 70–73
6. Бюджетний кодекс України : Закон України від 08.07.2010 № 2456-VI. Відомості Верховної Ради України. 2010. № 50-51. Ст. 572. URL: <https://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
7. Вавилов Ю. А. Государственный кредит: прошлое и настоящее / Ю. А. Вавилов. – М. : Финансы и статистика, 1992. – 237 с
8. Василик О. Д., Павлюк К. В. Державні фінанси України : підручник. Київ : Центр навчальної літератури, 2004. С. 577.
9. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т.П. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.
10. Верещака І. М. Державний борг як складова сфери державних фінансів / І. М. Верещака // Фінанси, грошовий обіг, кредит: економічний вісник університету. — 2016. — Вип. №31/1. — С. 200–208.
11. Висоцький, В. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні [Текст] / В. Висоцький, В. Калинчук, Ю. Драчук // Світ фінансів. – 2008. – №1. – С. 41-48.



12. Воробйов Ю.М. Державний борг та його вплив на соціально-економічний стан України в умовах світової фінансової кризи / Ю.М. Воробйов, О.І. Гриценко// Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2009. – № 1. – С. 22–34.
13. Гиндес Е.Г. Мировой опыт управления государственным долгом / Е.Г. Гиндес, И.Н. Буценко // Азимут научных исследований: экономика и управление. №1(26) Т.8. – 2019. – С.123-128
14. Голомб. В.В. Удосконалення системи оцінювання зовнішньоборгової стійкості України [Текст] / В. В. Голомб // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. - 2015. - № 4. - С. 23-30.
15. Гринчуцький Р.В. Моделі управління державним боргом: міжнародний досвід / Р.В. Гринчуцький // Матеріали Форуму економістів – кібернетиків: Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід. – Т. –2013. – С. 127-129
16. Гуляєва О.С. Державний борг: сутність, наслідки і можливість погашення / О.С. Гуляєва, В. Г. Уманська // Економічний вісник університету. - 2016. - №29(1). - С.222-229.
17. Дахнова О.Є. Оцінка стану боргової безпеки України /О.Є. Дахнова // Інфраструктура ринку. -2019. - №31. – С.625-630.
18. Державне фінансове регулювання економічних перетворень : монографія / І.Я. Чугунов, А.В. Павелко, Т.В. Канєва, та ін. ; за заг. ред. А.А. Мазаракі. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. – 376 с.
19. Дойль П. Маркетинг – менеджмент и стратегии / П. Дойль ; пер. с англ. – СПб. : Питер, 2002. – С. 130.
20. Дудченко В. Ю. Фінансово-економічний механізм регулювання державного боргу України : дис. канд. : 08.00.08 / Дудченко Вікторія Юріївна. Суми, 2008. – 230 с.
21. Загородній А.Г. Фінансово - економічний словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк. – Львів: Видавництво Національного університету "Львівська політехніка", 2005. – 714 с.

22. Заруцька, О. П. Облігації внутрішніх державних позик в Україні: особливості ціноутворення в умовах недосконалого ринку / О. П. Заруцька // Український соціум. 2018. №1. С. 74-94.
23. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2019 рік, затвердженої наказом Міністерства фінансів України від 17.01.2019 № 26.
24. Іваненко Ю.В., Мамишев А.В. Агенство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії. Вісник НБУ / Ю. В. Іваненко, А. В. Мамишев // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 14–18.
25. Калитчук В.М. Ризики державних боргових зобов'язань / В.М. Калитчук [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/09>
26. Карапетян О. М. Дотримання фінансової безпеки держави в умовах асиметричності структури державного боргу та фінансових ризиків / О. М. Карапетян, К. О. Андрєєва // Ефективна економіка. – 2019. – № 2. – DOI: 10.32702/2307-2105-2019.2.44.
27. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс. — М.: Гелиос АРВ, 1999. — 352 с
28. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: монографія / В.В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 238 с.
29. Колобов Ю. Управління державним боргом в контексті пріоритетів боргової політики України / Ю. Колобов // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка». – 2014. – Вип. 1(154). – С. 18–22.
30. Колот О. А. Борговий портфель держави: управління ризиками та оптимізація структури : Дис. канд. екон. наук: 08.00.08. / Колот О. А. – Ірпінь, 2007. – 202 с.
31. Колот О. А. Фінансові ризики, пов'язані з державним боргом / О.А. Колот // Ринок цінних паперів України. - 2003. - № 3-4. – С. 39 – 42.

32. Кравчук Н. Колізії боргової безпеки держави: Україна в системі світових індикаторів безпеки глобального економічного простору. Наука молода. 2005. № 3. С. 74–82
33. Кравчук Н.Я, Колісник О.Я., Мелих О.Ю. Фінансова безпека: навчально-методичний посібник / Н.Я Кравчук, О.Я Колісник, О.Ю.Мелих – Тернопіль: ТНЕУ – 2010 р. – с.133-156.
34. Кредитний рейтинг України – 2020. Інформація Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini>
35. Кучер Г. В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні / Г. В. Кучер // Фінанси України. – 2012. – № 6 (199). – С. 44–58.
36. Кучер Г.В. Державні фінансові ресурси : монографія / Г.В. Кучер. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. – 608 с.
37. Кучер Г.В., Ушакова Н.М., Александров В.Т., Недбаєва С.М. Державні фінанси: Управління державним боргом. У 5-ти томах. Том 2. – Київ: НВП “АВТ лтд”, 2004. – 368 с
38. Лондар Л.П. Борговий складник фінансової безпеки України: загрози та індикатори / Л.П. Лондар // Стратегічні пріоритети. – 2015. – №2. – С. 70-78
39. Лондар С. Л., Лондар О. С. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн – членів ЄС : монографія / за ред. В. М. Федосова. Біла Церква : Пшонківський О. В., 2016. 242 с.
40. Лондар С. Л. Підходи до систематизації й контролю ризиків, пов’язаних із управлінням державним боргом в Україні. Фінанси України. 2012. № 6. С. 3-14
41. Лютий І. О. Державний борг України: динаміка та напрями управління / Лютий І. О., Зикова С. І. // Бізнес-Інформ. – 2019. – № 2. – С. 383–389.
42. Макогон В.Д. Бюджетна стратегія держави : монографія / В.Д. Макогон. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. – 364 с.
43. Макогон В.Д. Система управління державним боргом в умовах



економічних перетворень / В. Макогон // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. – 2016. - №5. – С. 83-92

44. Малий І. Й., Фоя О. В. Стратегія управління державним боргом (інвестиційний аспект). Інвестиції: практика та досвід. 2020. № 5-6. С. 115–122

45. Наказ Міністерства фінансів України від 30.01.2020 № 33 «Про затвердження Програми управління державним боргом на 2020 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://mof.gov.ua/storage/files/ПРОГРАМА%20удб%202020%20ред.pdf>

46. Олексійчук С.В. Теоретичні доміанти дослідження сутності внутрішнього державного боргу / С.В. Олексійчук // Економіка та держава. — 2016. — № 5. — С. 93—96.

47. Офіційний сайт Державної казначейської служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=-146477>

48. Офіційний сайт Державної служби статистики України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

49. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>

50. Офіційний сайт Національного банку України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua>

51. Офіційний сайт статистики Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/>

52. Павловская Е.А. Система управления государственным долгом / Е.А. Павловская // Актуальные вопросы экономики и управления (II) : материалы междунар. науч. конф.– М. : Буки-Веди, 2013.- С.70-75.

53. Палешко Я.С., Кубецька О.М. Державний борг як фактор економічної безпеки / Я.С. Палешко, О.М.Кубецька // Інфраструктура ринку. – 2019. – Вип.36. – С.63-68.

54. Палешко Я. С. Міжнародний досвід управління державною заборгованістю / Я. С. Палешко // Економічний простір. - 2014.- № 92.- С. 34–44.

55. Попкова А.С. Мировой опыт функционирования агентств по управлению государственным долгом // Научный результат. Серия: Экономические исследования. 2015. Т. 1. № 2 (4). С. 12-19.
56. Про затвердження Положення про Міністерство фінансів України : Постанова Кабінету Міністрів України 20.08.2014 №375 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/375-2014-п#Text>
57. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України: наказ Президента України № 1277 від 29.10.2013 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731\\_13](https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731_13)
58. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 05.06.2019 № 473 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-п#Text>
59. Про схвалення Концепції забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері : розпорядження Кабінету Міністрів України від 15.08. 2012 № 569-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>
60. Про утворення Агентства з управління державним боргом України: постанова Кабінету Міністрів України від 12.02.2020 № 127 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-п#Text>
61. Прутська, О. О. Управління державним боргом [Текст] : навч. посіб. / [О. О. Прутська, О. А. Сьомченков, Ж. В. Гарбар, Л. І. Губанова, В. В. Руденко] К. : Центр учбової літератури, 2010. – 216 с
62. Рожко О.В. Економічна природа та значення державного кредиту в економіці України / О.В. Рожко // Банківська справа. –2008. – № 4. – С. 81–89.
63. Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д. Экономика. – М: Бином – КноРус, 1997. – 760с.
64. Скрипка О. Система управління зовнішнім державним боргом / О. Скрипка // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2017. № 1. С.105 – 115



65. Слав'юк Н. Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни. - Київ : НаУКМА, 2019. - 172 с.
66. Сокирко О.С. Аналіз сучасного стану державного боргу України / О.С.Сокирко. — Східна Європа: Економіка, Бізнес та Управління. — Випуск 6 (11). — 2017. — С. 279-283.
67. Софієнко А. Міжнародний досвід управління зовнішнім державним боргом: уроки для України / А. Софієнко // Вісник Академії праці, соціальних відносин і туризму. — 2017. - №4. — С. 36-46.
68. Теорія фінансів: підручник / за ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ, 2010. 576 с.
69. Терес Ю. Основні напрями зменшення боргових ризиків у середньостроковій перспективі / Ю. Терес // Схід. - 2018. - № 2. - С. 55-63.
70. Федосов В. Бюджетний дефіцит у контексті західної фінансової теорії і практики / В. Федосов, Л. Гладченко // Финансовые риски. — 2009. — № 3. — С. 19–32.
71. Федоров В. А. Боргова функція сучасної держави : монографія / В. А. Федоров. — Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2017. — 176 с
72. Фурдичко Л. Є., Піхоцька О. М. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. Економіка та держава. 2018. № 11. С. 45–49.
73. Цареградская Ю.К. Институт государственного долга в Великобритании: становление и развитие правового регулирования // Lex Russica. 2015.- Т. 109.- № 12.- С. 116-124.
74. Чепурко В.О. Розвиток теорії державного боргу та сучасні аспекти політики його управління / В.О. Чепурко // Науковий вісник ХДУ. — 2016. — Вип.20. — Ч.2. — С. 157-161.
75. Шапошнікова С. І. Борговий безпеку як елемент фінансової безпеки держави. [Електронний ресурс] / С. І. Шапошнікова // — Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua>



76. Штепенко К.П., Голян Я.С., Репало А.Ю. Проблеми державного боргу та дефіциту державного бюджету України в умовах нестабільної економічної ситуації / К.П. Штепенко, Я.С. Голян, А.Ю. Репало // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2016. – Вип.12. – С. 483-489.
77. Юрій, С. І. Фінанси [Текст] : підручник / С. І. Юрій, В. М. Федосов. — К: Знання, 2008. — 611 с.
78. Monetary Policy Framework [Electronic resource] / Bank of England. Access mode: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>.
79. The Austrian Federal Financing Agency URL: <http://obrproject.ru/179-the-austrian-federal-financing-agency>
80. The Swedish National Debt Office URL: <https://www.riksdagen.se/en/aboutsndo/About-the-Debt-Office>

# Додатки

### Підходи науковців до тлумачення сутності категорії «державний борг»

Автор	Економічна сутність терміна «державний борг»
О. Д. Василик	Загальна сума заборгованості, яка складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави, включаючи боргові зобов'язання держави
А.Г. Загородній, Г. Л. Вознюк	Загальна сума заборгованості держави внаслідок непогашення позик та невиплати за ними процентів
В. В. Козюк	Загальна сума емітованих, але непогашених позик з нарахованими процентами, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань
К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю	Загальна сума всіх позитивних сальдо бюджетів федерального уряду за вирахуванням всіх дефіцитів, які мали місце в країні
В. Федосов.	Сума усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави перед внутрішніми і зовнішніми кредиторами, а також відсотків за ними (включаючи гарантії за кредитами, що надаються іноземними позичальниками державним підприємствам)
Ю.М. Воробйов	Борг безпосередньо держави, її органів, установ, організацій та борг, що утворюється економічними суб'єктами країни, за якими держава надала гарантії або не надала гарантії, але вимушена нести відповідний тягар, бо відмова від таких зобов'язань може нанести значні втрати усій соціально-економічній системі та загрожує фактичному існуванню держави
Т.П. Вахненко	Сума фінансових зобов'язань сектора загального державного управління, які мають форму договірних стосовно внутрішніх і зовнішніх кредиторів щодо відшкодування залучених коштів (одержаних товарів, виконаних робіт, наданих послуг) та виплати відсотків (чи без такої виплати)

Джерело: складено за даними [8, 9, 10, 12, 21, 28, 70].



## Кредитний рейтинг України за 2015 – 2019 роки

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в національній валюті		Рейтинг країни за національною шкалою	Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання			
“Standard and Poor's” (S&P)	B-	B	uaBBB- ↑	Стабільний	11 грудня 2015 р.
	B-	B	uaBBB-	Стабільний	9 грудня 2016 р.
	B-	B	uaBBB-	Стабільний	10 листопада 2017 р.
	B-	B	uaBBB	Стабільний	19 жовтня 2018 р.
	B↑	B	uaA↑	Стабільний	27 вересня 2019 р.
Fitch Ratings” (Fitch)	CCC			Стабільний	18 листопада 2015 р.
	B- ↑	B ↑		Стабільний↑	11 листопада 2016 р.
	B-	B		Стабільний	27 жовтня 2017 р.
	B-	B		Стабільний	26 жовтня 2018 р.
	B ↑	B		Позитивний ↑	6 вересня 2019 р.
“Moody's Investors Service” (Moody's)	Сaa3 ↑			Стабільний ↑	19 листопада 2015 р.
	Сaa2↑			Позитивний↑	25 серпня 2017 р.
	Сaa1 ↑			Стабільний↓	21 грудня 2018 р.
	Сaa1			Позитивний↑	22 листопада 2019 р.

Джерело: [34]

### Індикатори боргової безпеки та їх критичні значення в Україні

Індикатор, одиниця виміру	Характеристичні значення індикатора				
	Оптимальне	Задовільне	Незадовільне	Небезпечне	Критичне
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	20	30	40	50	60
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	40	45	55	60	70
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	4	5	7	9	11
Індекс ЕМВІ + Україна	200	300	500	700	1000
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	50	45	41	36	20

Джерело:[57]

### Вихідні показники для розрахунку боргової безпеки за 2015-2019 рр.

Показник	Період				
	2015	2016	2017	2018	2019
Державний прями́й та гарантований борг України, млрд. грн	1 572,18	1 929,81	2 141,82	2 168,45	1 998,30
Валовий зовнішній борг, млрд. дол. США	117,7	112,5	115,5	114,7	121,7
Середній курс 1 гривні до долара США	21,84	25,55	26,59	27,20	25,84
ВВП, млрд. грн.	1 988,544	2 385,367	2 983 882	3 560 596	3 974,564
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	13,1	9,2	10,5	17,8	18,40
Офіційні міжнародні резерви, млрд.дол. США	13,3	15,5	18,8	20,8	25,3

Джерело: Державна служба статистики України [48], Міністерство фінансів України [49], Національний Банк України [50].