

УДК 336.14

DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2021-1-11>**Малишко В.В.**

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів, обліку і оподаткування
ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний
педагогічний університет імені Григорія Сковороди»

Malyshko Vitalina

Pereiaslav-Khmelnytskyi Hryhorii Skovoroda
State Pedagogical University

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ УПРАВЛІННЯ

PUBLIC DEBT OF UKRAINE: PROBLEMS AND PROSPECTS OF MANAGEMENT

У статті розглянуто державний борг України, проблеми та перспективи управління. Охарактеризовано активне управління державним боргом: операції з хеджування ризиків; зворотний викуп державних цінних паперів, їх дострокове погашення; обмін державних цінних паперів; операції зворотного репо. Зазначено, що є основним інструментом зменшення валютного й процентного ризиків державного боргу, а також ризику рефінансування. Проаналізовано структуру державного боргу України, динаміку дефіциту бюджету, прогнозні обсяги погашення державного боргу України та обсяги державного боргу у зарубіжних країнах. Указано, які інструменти боргової політики було запроваджено в практику управління державними боргами в кризовий період у різних групах країн.

Ключові слова: державний борг, цінні папери, бюджетний дефіцит, боргова політика, державні запозичення, фінансово-економічна криза, цінні папери.

В статье рассмотрено государственной долг Украины, проблемы и перспективы управления. Охарактеризовано активное управление государственным долгом: операции по хеджированию рисков; обратный выкуп государственных ценных бумаг, их досрочного погашение; обмен государственных ценных бумаг; операции обратного репо. Отмечено, что является основным инструментом уменьшения валютного и процентного рисков государственного долга, а также риска рефинансирования. Проанализированы структура государственного долга Украины, динамика дефицита бюджета, прогнозные объемы погашения государственного долга Украины и объемы государственного долга в зарубежных странах. Указано, какие инструменты долговой политики были введены в практику управления государственными долгами в кризисный период в разных группах стран.

Ключевые слова: государственный долг, ценные бумаги, бюджетный дефицит, долговая политика, государственные заимствования, финансово-экономический кризис, ценные бумаги.

The article considers the public debt of Ukraine, problems and prospects of management. Active public debt management is characterized: risk hedging operations; repurchase of government securities; their early repayment; exchange of government securities; reverse repo operations. It is noted that it is the main tool for reducing currency and interest rate risks of public debt, as well as refinancing risk. The structure of the state debt of Ukraine, the dynamics of the budget deficit of Ukraine, the projected volumes of repayment of the state debt of Ukraine and the volumes of the state debt in foreign countries are analyzed. It is indicated which debt policy instruments were introduced into the practice of public debt management during the crisis period in different groups of countries. Leading experts in the field of international finance have agreed that the level of public debt, the strength of the national economy to the effects of external shocks, as well as the course of economic policy and its assessment by market participants are key factors determining the likelihood of debt crisis debt problems in a particular country. The high level of public debt requires governments to include safeguards to curb high inflation and, in extreme cases, to apply debt restructuring schemes. The results of theoretical and empirical studies

suggest that high public debt has a negative impact on economic growth due to the following factors: discouragement of private investment: risks of default and financial destabilization increase macroeconomic uncertainty, in addition, investors may suffer losses from excessive taxation, monetization of the budget deficit and expropriation of private property; increase in real interest rates: a high level of debt increases the size of the risk premium paid by sovereign borrowers, and high interest rates, in turn, inhibit economic growth. In international practice, public debt and public debt service are considered dangerous when approaching the point at which other states have historically been forced to suspend debt service and have asked creditors to restructure or write it off.

Key words: public debt, securities, budget deficit, debt policy, government borrowing, financial and economic crisis, securities.

Постановка проблеми. Управління державним боргом – це проведення державою операцій, які спрямовані на зменшення ризиків та/або отримання економії, котрі не пов'язані зі здійсненням державних запозичень та платежів із погашення й обслуговування державного боргу. Проведення операцій активного управління є одним із концептуальних напрямів управління ризиками державного боргу; іншим напрямом є розроблення й реалізація стратегії державних запозичень. Попри це залишається велика кількість теоретичних і практичних питань, що потребують розв'язання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню проблематики державного боргу приділяли увагу такі українські вчені: О.В. Бабінська, Т.М. Боголіб, А.С. Гальчинський, Т.П. Вахненко, О.Д. Заруба, В.М. Козменко, Н.О. Кухарська, Г.В. Кучер, С.Л. Лондар, І.О. Лютий, Ю.В. Макогон, В.В. Малишко, С.В. Мочерний, О.Г. Осауленко, С.К. Харічкова, І.Я. Чугунов та багато інших.

Метою дослідження є теоретичне обґрунтування сутності активного управління державним боргом й особливостей його формування в Україні, визначення як негативних, так і позитивних наслідків існування державного боргу та розроблення найбільш ефективного сценарію для розв'язання боргових проблем України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Активне управління державним боргом – це проведення державою операцій, які спрямовані на зменшення ризиків та/або отримання економії, котрі не пов'язані зі здійсненням державних запозичень та платежів із погашення й обслуговування державного боргу. Проведення операцій активного управління є одним із концептуальних напрямів управління ризиками державного боргу; іншим напрямом є розроблення й реалізація стратегії державних запозичень [1].

Стратегія державних запозичень являє собою сукупність планових показників щодо державних запозичень, які включають дані про обсяги запозичень у розрізі періодів їх здійснення, термінів запозичень, національної й іноземних валют, фіксованої та плаваючих ста-

вок. Формування різних комбінацій цих показників, тобто різних стратегій, визначатиме рівень ризиків державного боргу під час виконання стратегії.

Активне управління полягає у виконанні таких операцій: хеджування ризиків, що здійснюється за допомогою деривативів; зворотний викуп державних цінних паперів, їх дострокове погашення; обмін державних цінних паперів, що перебувають в обігу, на нові випуски; операції зворотного репо (придбання державних боргових цінних паперів з одночасним зобов'язанням щодо зворотного продажу (купівлі) таких цінних паперів до кінця поточного бюджетного періоду).

Правовою основою для проведення низки операцій з активного управління державним боргом слугують пп. 7 і 8 ст. 16 Бюджетного кодексу України [2]. Окрім того, відповідні положення передбачені ст. 13 проекту закону України «Про державний борг і гарантований державою борг», що внесений на розгляд Верховної Ради України 07.06.2011 (за реєстраційним номером 8637) [3].

Хеджування за своєю сутністю є відкриттям позиції на ринку, протилежної існуючій (довга на противагу короткій або коротка на противагу довгій), із метою компенсації втрат за існуючою позицією в разі несприятливої зміни її ціни [4]. Наприклад, для хеджування валютного ризику за короткою позицією (у разі існування зобов'язань в іноземній валюті) відкривається довга валютна позиція.

Деривативи дають змогу здійснювати управління ризиками без урахування стратегії здійснення державних запозичень, адже в такому разі державні запозичення можна робити виключно відповідно до потреб держави в позикових ресурсах і з огляду на стан ринків капіталу та відповідно до потреб розвитку й підтримки внутрішнього ринку державних цінних паперів (тоді як зменшення ризиків досягається за допомогою операцій активного характеру). Використання деривативів як інструменту управління ризиками державного боргу має також низку інших переваг, пов'язаних із відсутністю необхідності змінювати попередньо

оголошену стратегію державних запозичень. Зокрема, аналітики інвестиційного банку Barclays Capital зазначають, що похідні цінні папери є гнучким інструментом та дають змогу швидко досягти нових параметрів державного боргу, сприяють прозорості й передбачуваності політики управління державним боргом, допомагають дотримуватися стратегії підтримки ліквідності тощо [5, с. 8].

Здійснення операцій із застосуванням деривативів спрямоване на зменшення валютного й процентного ризиків, що притаманні державному боргу. Основними показниками рівня валютного й процентного ризиків є частка боргу в іноземній валюті та частка боргу з плаваючими процентними ставками відповідно.

В Україні найбільш актуальним є зменшення валютного ризику, рівень якого залишається високим. Це пов'язано з двома основними чинниками: 1) залежністю країни від зовнішніх запозичень через низький рівень розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів; 2) негативною динамікою платіжного балансу, що на тлі фіксованого режиму валютного курсу створює ризик різкої девальвації.

Валютний своп є угодою з обміну платежів основної суми й процентів в одній валюті на платежі основної суми і процентів в іншій валюті [6, с. 235]. Угода передбачає визначення суми цих платежів за курсом на початок її дії. У разі використання валютного свопу борг, номінований в одній валюті, конвертується у борг, що номінований в іншій валюті.

Процентний своп є угодою між контрагентами щодо обміну періодичними процентними виплатами [7, с. 456]. Грошова величина обмінюваних виплат устанавлюється виходячи з умовного номіналу.

Валютні форварди та ф'ючерси є контрактами, які передбачають купівлю-продаж валюти в певний момент у майбутньому за наперед обумовленим валютним курсом [6, с. 236].

Процентні форварди та ф'ючерси – це угоди на поставку в майбутньому за наперед обумовленою ціною базового активу, яким виступають депозитні сертифікати (по суті, депозити) з відповідною плаваючою процентною ставкою.

Кепи, флори й колари є угодами про процентні ставки, по суті, контрактами між двома сторонами, коли одна зі сторін зобов'язується за попередню винагороду в устанавлені строки компенсувати другій стороні різницю між реальним рівнем процентної ставки (яка називається референтною ставкою) й еталонним (визначеним у контракті) рівнем [7, с. 457].

В Україні ринку похідних цінних паперів практично немає, тож основним інструмен-

том управління валютним і процентним ризиком залишається стратегія державних запозичень [1].

Сьогодні основним інструментом зменшення валютного й процентного ризиків державного боргу, а також ризику рефінансування залишається стратегія державних запозичень, ефективність якої залежить від дієвості заходів із розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів. У такому разі зберігатиметься тенденція збільшення частки внутрішніх запозичень у структурі джерел фінансування бюджету, що за інших рівних умов зменшуватиме потребу в запозиченнях в іноземній валюті та під плаваючі ставки.

За структурою державний борг України станом на 31.10.2020 складався у відсотках до ВВП: державний зовнішній борг – 30%, державний внутрішній борг – 21,7%, гарантований державою зовнішній борг – 6,4%, гарантований державою внутрішній борг – 0,5% (рис. 1).

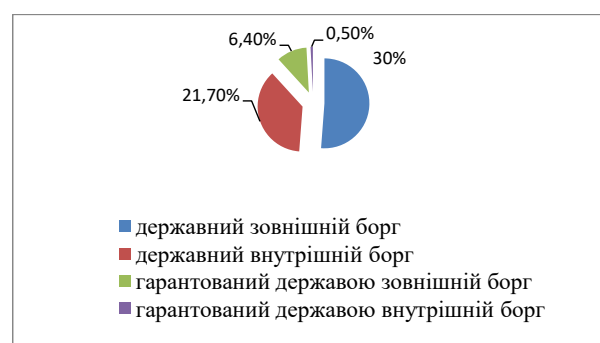


Рис. 1. Структура державного боргу України станом на 31.10.20 (% до ВВП)

Однією з головних причин виникнення та збільшення державного боргу є дефіцит бюджету.

Безперечно, бюджетний дефіцит – небажане явище, його фінансування на основі грошової емісії призводить до інфляції, а за допомогою неемісійних засобів – до зростання державної заборгованості. Проте бюджетний дефіцит не варто однозначно відносити до надзвичайних подій, оскільки його природа може бути різною. За фінансування певних економічних або соціальних проектів, що забезпечуватимуть у майбутньому позитивні соціально-економічні зміни та розширення виробництва, бюджетний дефіцит не буде сигналом кризової ситуації в країні.

На протязі 2016–2020 рр. (табл. 1) найбільшими показниками дефіциту державного бюджету були 2018, 2019 та 2020 рр., однак якщо порівняти ці показники з обсягом ВВП у відсотках, то найвищі показники припадали на 2016, 2018 та 2020 рр.

Таблиця 1

Динаміка дефіциту бюджету України, 2016–2020 рр.

Показники	Розмір дефіциту державного бюджету України, щорічні дані				
	2016	2017	2018	2019	2020*
Дефіцит (-) / профіцит (+) Державного бюджету України, млрд грн	-70,1	-47,9	-94,1	-78,1	-300,3
у % до ВВП	2,9	1,6	2,7	2,0	7,5

*Виконано на 31.10.20.

Джерело: дані Міністерства фінансів України [8]

Таблиця 2

Державний та гарантований державою борг України, 2015–2020 рр. (млн грн)

	загальний борг		зовнішній борг	внутрішній борг
на 31.12.2015	1 572 180,2	42.9%	1 042 719,6	529 460,6
на 31.12.2016	1 929 758,7	22.7%	1 240 028,7	689 730,0
на 31.12.2017	2 141 674,4	11.0%	1 374 995,5	766 678,9
на 31.12.2018	2 168 627,1	1.3%	1 397 217,8	771 409,3
на 31.12.2019	1 998 275,4	-7,9	1 159 221,6	839 053,8
на 30.11.2020*	2 398 202,6	20,0	1 463 844,0	934 358,6

*Виконано на 30.11.20.

Джерело: дані Міністерства фінансів України [8]

Таблиця 3

Державний та гарантований державою борг України в 2020 р. (млн грн)

	загальний борг	зовнішній борг	внутрішній борг
на 31.01.2020	2 079 015,4	1 248 429,5	830 585,9
на 29.02.2020	2 047 804,0	1 223 573,8	824 230,2
на 31.03.2020	2 255 552,8	1 387 805,0	867 747,7
на 30.04.2020	2 196 363,5	1 328 841,1	867 522,5
на 31.05.2020	2 209 463,6	1 303 699,0	905 764,6
на 30.06.2020	2 269 174,7	1 364 380,3	904 794,4
на 31.07.2020	2 355 069,7	1 454 789,0	900 280,8
на 31.08.2020	2 338 182,2	1 452 001,1	886 181,1
на 30.09.2020	2 345 608,1	1 443 117,8	902 490,3
на 31.10.2020	2 368 183,9	1 450 268,3	917 915,6
на 30.11.2020*	2 398 202,6	1 463 844,0	934 358,6

*Виконано на 30.11.20.

Джерело: дані Міністерства фінансів України [8]

У період 2015–2020 рр. (табл. 2) ми бачимо, що з кожним роком відбувається збільшення державного боргу України, лише в 2019 р. він був меншим порівняно з 2018 р. на 170 351,7 млн грн. На нашу думку, такі зміни відбуваються через нестабільну економічну ситуацію в країні та внаслідок значних запозичень, які здійснювали боргове навантаження на бюджет.

У період 2017–2018 рр. відбулося невелике зростання державного боргу, а вже станом на 30.11.2020 державний борг України мав найвищий показник і сягнув 2 398 202,6 млн грн.

У зв'язку зі світовою фінансовою кризою 2008 р. та політичними подіями 2014 р. державний борг України почав постійно зростати.

Аналізуючи табл. 3, можна побачити, що протягом 2020 р. переважав зовнішній борг держави.

Кожного місяця державний борг, як внутрішній, так і зовнішній, мав тенденцію коливань. Якщо порівняти динаміку зовнішнього боргу, то станом на 30.11.2020 порівняно з 31.01.2020 він збільшився на 215 414,5 млн грн, внутрішній борг збільшився на 103 772,7 млн грн.

Прогнозні обсяги погашення державного боргу України можна побачити на рис. 2.

Як ми бачимо, з 2020 р. сума погашення державного боргу України почне зменшуватися, лише в 2022 р. відбудеться незначне збільшення порівняно з 2021 р.

Одним із напрямів підвищення ефективності управління державним боргом мають

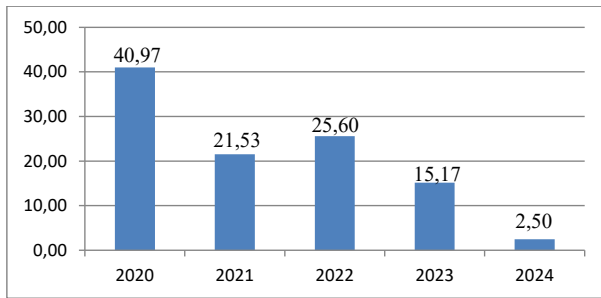


Рис. 2. Прогнозні обсяги погашення державного боргу України у 2020–2024 рр., млрд грн

Джерело: складено за [8]

стати запобігання різкому збільшенню умовних зобов'язань держави, інтеграція системи моніторингу й управління умовними зобов'язаннями уряду в систему управління борговими ризиками, що є сферою відповідальності Міністерства фінансів України.

Сьогодні на міжнародному рівні активно обговорюється питання модернізації боргової політики держави та вдосконалення управління державним боргом з урахуванням уроків світової фінансово-економічної кризи. Такі дискусії мають об'єктивну підставу: високий рівень боргового навантаження, поглиблення фіскальних дисбалансів та підвищення фіскальних ризиків у багатьох країнах, слабкі місця (зони вразливості) в суверенних балансах, а також здобуття нових знань про ризики умовних зобов'язань держави та роль боргових портфельів.

У розвинутих країнах державний борг і далі зростає високими темпами, що за непевних перспектив економічного зростання ставить під сумнів можливість утримання боргової стійкості. Статистичні дані свідчать про надмірний рівень боргового навантаження в багатьох країнах, який наражає їхні економіки й фінансові системи на небезпеку виникнення чергової хвилі фінансової кризи.

Згідно з даними МВФ, державний борг розвинутих країн у середньому збільшився із 72,6% ВВП станом на кінець 2010 р. до 98,7% ВВП на кінець 2013 р. Найвищим рівнем боргового навантаження характеризувалися такі країни: Бельгія – 97,1%, Греція – 142%, Ісландія – 96,6%, Ірландія – 96,1, Італія – 119%, Японія – 220,3%, Сінгапур – 97,2% та США – 96,1% ВВП.

У країнах, що розвиваються, та в країнах із ринками, які формуються, середній рівень державного боргу на кінець минулого року становив 35,1% ВВП. У регіональному розрізі найнижчим рівнем боргового навантаження відзначалися країни СНД – 13,1%, країни Близького Сходу та Північної Африки – 30,6%, азійські країни – 31,0%, країни Африки на південь

від Сахари – 31,4% ВВП. Водночас у країнах Центральної й Східної Європи та Латинської Америки й Карибського басейну рівень державного боргу був доволі значним – 46,9% і 50,4% ВВП. Причому саме в указаній групі країн показники боргового навантаження за кризовий період зросли найбільш разуче.

Рівень боргового навантаження загалом є прийнятним, а в багатьох із них державні борги з плином часу зменшуються. У більшості країн останнім часом активно проводяться заходи податково-бюджетної консолідації, котрі сприяють скороченню бюджетних дефіцитів. У країнах – виробниках сировинних товарів, які виграють від високих експортних цін, економічне зростання набуває обертів, і органи макроекономічного регулювання постають перед необхідністю стримування «перегріву» економіки.

Незважаючи на вказані позитивні чинники, структури боргових портфельів урядів країн із ринками, що формуються, здебільшого залишаються слабкими, а їх уразливість до впливу макроекономічних шоків (змін обмінних курсів, товарних цін, інфляційних сплесків тощо) – високою [9].

Інструменти боргової політики, які було запроваджено в практику управління державними боргами в кризовий період у різних групах країн (уведення нових цінних паперів та зміна складу цінних паперів, які пропонуються ринку, зміна процедур і механізмів розміщення позик, операції на відкритому ринку), наведено в табл. 4.

У деяких країнах для задоволення зростаючих потреб урядів у позикових коштах було запроваджено нові інструменти запозичення. Наприклад, у США й Канаді почали розміщувати трирічні позики, в Австралії було введено облігації, прив'язані до темпів інфляції. Аналогічно в багатьох країнах із ринками, що формуються, набули поширення облігації з плаваючими процентними ставками.

У більшості країн органи, відповідальні за управління державним боргом, під час кризи проводили також спеціальні операції для підвищення ліквідності ринку. Такі операції включали передусім обмін і викуп боргу. Використання механізмів підтримки ринку, таких як операції репо, стало більш масовим.

Незважаючи на ці зусилля, ліквідність вторинного ринку цінних паперів, особливо в сегменті неконтрольованих випусків, залишалася низькою [7, с. 512].

Сьогодні велика потреба в рефінансуванні боргу країн із високим рівнем боргового навантаження й слабкою базою інвесторів у державні цінні папери негативно позначається на оцінці

Таблиця 4

Інструменти управління державним боргом у кризовий період у різних групах країн

Країни	Уведення нових цінних паперів та зміна складу цінних паперів	Зміна процедур і механізмів розміщення позик	Операції на відкритому ринку
<i>Розвинуті країни</i>			
Бельгія	x	x	x
Німеччина	x		
Італія	x	x	x
Нідерланди			x
Великобританія	x	x	x
США	x		x
<i>Країни з ринками, що формуються</i>			
Бразилія			x
Угорщина	x		x
Аорея	x		x
Мексика		x	x
Польща	x	x	x
Туреччина	x	x	x

суверенних ризиків ринковими суб'єктами та посилює загальну непевність на фінансових ринках.

В умовах посилення нестабільності міжнародних фінансових ринків та підвищення вартості державних запозичень виникає об'єктивна потреба в розробленні якісно нової боргової політики, у центрі якої: сильна система ризик-менеджменту; активне використання структури державного боргу для протидії впливові шоківих ситуацій; формування резервних фондів і буферів ліквідності; розширення бази інвесторів у державні цінні папери та задоволення попиту у фінансових активах найменш мінливих категорій інвесторів.

Глобальна фінансово-економічна криза засвідчила: за наявних зон вразливості, породжуваних борговими процесами, уряди мають створювати ефективні системи управління національними боргами та враховувати складні зв'язки між борговою політикою і ступенем фінансової стабільності. Дотримання боргової стійкості й зважене управління державними фінансами є необхідними передумовами для стримування суверенних ризиків та нівелювання загроз фінансової дестабілізації.

Провідні фахівці в галузі міжнародних фінансів дійшли згоди про те, що рівень державного боргу, міцність національної економіки до впливу зовнішніх шоків, а також курс економічної політики та її оцінка ринковими суб'єктами є ключовими чинниками, які визначають імовірність виникнення боргової кризи та загострення боргових проблем у конкретній країні [8, с. 645].

У таких умовах проблеми визначення допустимого рівня боргового навантаження набувають особливої актуальності. Державні позики можуть сприяти прискоренню темпів економічного зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій, вони ж можуть пом'якшити наслідки дії несприятливих зовнішніх чинників в економіці. Проте якщо нація або уряд накопичують боргові зобов'язання понад рівень, котрий вони здатні обслуговувати, існує висока ймовірність виникнення боргової кризи, яка призведе до значних економічних і соціальних утрат.

В останнє десятиріччя з метою створення умов для довгострокової фінансової стабільності, забезпечення фіскальної дисципліни на всіх рівнях державної влади та підтримання довіри суб'єктів ринку до економічної політики багато країн прийняли певні бюджетні правила та включили їх до національного законодавства. Бюджетні правила накладають певні обмеження на фіскальну політику та на практиці набувають форми кількісних лімітів для бюджетних агрегатів чи індикаторів фінансової стабільності, таких як дефіцит бюджету, розмір державного боргу або ж їх окремі складники.

Ст. 18 Бюджетного кодексу України визначено, що загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% річного номінального обсягу ВВП [2].

Розробниками Бюджетного кодексу України не враховано, що ступінь уразливості до дії зовнішніх шоків країн із ринками, що формуються, є вищим, аніж розвинутих країн. Це зумовлено тим, що їхні економіки є менш

диверсифікованими, рівень заощаджень – нижчим, а національні фінансові системи – менш розвиненими. За накопичення значного обсягу зовнішніх зобов'язань дані країни, до яких належить і Україна, більшою мірою підпадають під дію «ефектів зараження», пов'язаних із нестабільністю міжнародних потоків капіталу.

Високий рівень державного боргу вимагає від урядів включення запобіжних механізмів для стримування високих темпів інфляції, а в екстремальних випадках – застосування схем реструктуризації боргу. Зокрема, якщо рівень накопиченого боргу дуже високий, платоспроможність держави стає менш гарантованою в очах міжнародних інвесторів, що може призводити до значної волатильності через труднощі з рефінансуванням державного боргу, що, своєю чергою, може порушити хитку фінансову стабільність.

Результати теоретичних та емпіричних досліджень свідчать про те, що високий державний борг негативно впливає на темпи економічного зростання за умови дії таких чинників, як:

- дестимулювання приватних інвестицій: ризику дефолту й фінансової дестабілізації посилюють макроекономічну непевність, до того ж інвестори можуть зазнавати втрат від надмірного оподаткування, монетизації бюджетного дефіциту та експропріації приватної власності;

- підвищення реальних процентних ставок: високий рівень боргу збільшує розмір ризикової премії, яку сплачують суверенні позичальники, а високі процентні ставки, своєю чергою, пригнічують темпи економічного зростання;

- зростання вразливості до дії зовнішніх шоків, посилення макроекономічної непевності та підвищення ймовірності дефолту [5, с. 17].

Події 2008–2009 рр. засвідчили, що економіки країн із високим ступенем боргової залежності найбільше постраждали від світової фінансової кризи. Окрім того, глобальна фінансова криза показала: для того щоб отримати належний простір для застосування стимулюючих заходів у період економічних негараздів, уряд повинен мати досить низький рівень державного боргу в докризовий період.

Менший розмір державного боргу визначає менші потреби в його рефінансуванні. Глобальна фінансово-економічна криза продемонструвала переваги невеликих потреб уряду в рефінансуванні накопичених боргів, а саме: зниження ризиків різких стрибків доходності боргових зобов'язань уряду під впливом психологічних настроїв інвесторів; зменшення негативного впливу переливів іноземних капіталів на обмінний курс національної валюти;

скорочення витрат на обслуговування державного боргу за погіршення кредитоспроможності уряду в очах інвесторів; розширення потенціалу для проведення стимулюючої фінансової політики та поглинання фінансових шоків, пов'язаних зі скороченням податкових доходів бюджету.

У міжнародній практиці вважається, що показники державного боргу та обслуговування державного боргу досягають небезпечного рівня тоді, коли наближаються до позначки, за якої інші держави в історичному ракурсі змушені були припинити обслуговування боргу та ставили перед кредитором питання про його реструктуризацію чи списання.

Фахівці Міжнародного валютного фонду і Світового банку під час оцінки граничних значень боргової стійкості зосереджують увагу на кількісних показниках у період, який передував виникненню боргових ускладнень. Вони встановили, що «поворотним пунктом» для країн із низьким і середнім рівнем доходів є досягнення державним боргом рівня 43% ВВП, 192% експорту товарів і послуг (для сумарного зовнішнього боргу) та 288% доходів бюджету [9].

К. Райнхарт, К. Рогофф і М. Савастано показали, що серед країн із середнім рівнем доходів 40% загальної кількості дефолтів і реструктуризацій боргу мали місце в країнах із борговим навантаженням від 41% до 60% ВВП, а 13% дефолтів і реструктуризацій боргу – у країнах, зовнішній борг яких був меншим за 40% ВВП.

Індикаторами макроекономічних і фінансових ризиків в економіці України виступають: сальдо поточного рахунку платіжного балансу, % ВВП; зміна індексу споживчих цін, %; зміна індексу номінального обмінного курсу гривні до долара США та індексу реального ефективного обмінного курсу гривні, %; міжнародні резерви України, % до короткострокового зовнішнього боргу; валовий зовнішній борг, % ВВП та % експорту товарів і послуг; державний і гарантований державою борг, % ВВП; дефіцит державного бюджету України, % ВВП; валові річні потреби в позиковому фінансуванні бюджету, % ВВП; фінансові результати діяльності підприємств України; дебіторсько-кредиторська заборгованість між підприємствами України; банківські вимоги за кредитами, % ВВП; співвідношення банківських кредитів і депозитів, %; частка проблемних кредитів у банківських портфелях, %; зміна індексу ПФТС, %.

На нашу думку, перелік зазначених індикаторів доцільно включити до

Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, із метою проведення адекватної оцінки макроекономічних і фінансових ризиків, а також аналізу

їхнього потенційного впливу на стан державного боргу й державних фінансів України.

Організаційно-правове забезпечення управління державним боргом і законодавче регулювання розміру державного боргу України передбачають створення цілісного й ефективного механізму, який охоплюватиме уніфіковану систему планування, обліку, моніторингу і контролю утворення державного боргу, погашення боргу та використання державою запозичених коштів, а також розроблення й впровадження єдиної стратегії управління державним боргом.

Згідно зі ст. 2 проєкту закону України «Про державний борг та гарантований державою борг» від 07.06.2011, реєстраційний номер 8637 [10], Міністерство фінансів України розробляло середньострокову Стратегію управління державним боргом (далі – Стратегія) на трирічний період, яка затверджувалася Кабінетом Міністрів України в місячний строк після прийняття закону про державний бюджет.

На нашу думку, включення Стратегії до цілісної системи планування й реалізації фінансової політики держави вимагає забезпечення узгодженості стратегічних документів із питань боргової політики з бюджетною політикою держави. Тому в законопроєкті повинні бути відображені інституційні механізми інтеграції Стратегії в бюджетний процес України, а її окремі кількісні показники мають стати складовою частиною бюджетної стратегії або прогнозу бюджету на наступні за плановим два бюджетні періоди.

На нашу думку, Стратегія має стати одним з основоположних документів, які використовуються під час розроблення щорічних законів про державний бюджет: у частині регулювання боргових операцій уряду й місцевих органів влади, встановлення граничного розміру державного боргу України та граничних обсягів надання державних гарантій, визначення параметрів політики державних запозичень, планування видатків бюджету на погашення й обслуговування державного боргу.

У законопроєкті необхідно передбачити, що положення Стратегії на поточний період є обов'язковими для виконання під час розроблення закону про державний бюджет України на наступний рік, а затверджені Верховною Радою України норми закону про бюджет не повинні суперечити положенням чинної Стратегії.

Прогноз державного бюджету на наступні за плановим два бюджетних періоди та про-

ект закону про державний бюджет на плановий рік мають готуватися на основі положень чинної Стратегії, яка затверджується раз на три роки. В останній рік дії Стратегії на початку бюджетного року має готуватися новий документ терміном дії на три наступних роки. Процес підготовки Стратегії повинен корелювати з підготовкою проєкту закону про держбюджет на наступний рік та прогнозу державного бюджету України на наступні за плановим два бюджетних періоди.

Стратегія управління державним боргом має затверджуватися до початку бюджетного року, в якому вона набирає чинності. При цьому для забезпечення узгодженості бюджетно-податкової політики, котра реалізується через виконання закону про бюджет, із борговою політикою, перспективні напрями якої втілюються у Стратегії, необхідно підвищити її юридично-правовий статус. Зокрема, у законопроєкті доцільно передбачити, що Стратегія після схвалення Кабінетом Міністрів України передається на розгляд Верховної Ради України та затверджується її постановою [11].

Висновки з проведеного дослідження. Стратегія повинна стати основою для вироблення тактичних заходів з управління державним боргом та розроблення програми державних запозичень, яка готується у складі бюджетної документації. У законопроєкті слід передбачити, що на виконання положень Стратегії Міністерством фінансів України щорічно розробляються програми управління державним боргом, які безпосередньо включаються в процес бюджетного планування та містять детальний перелік заходів із регулювання обсягу і структури державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу та напрямів використання залучених коштів, моніторингу й контролю стану державного боргу.

В умовах істотної залежності національної економіки від зовнішньої кон'юнктури система управління державним боргом має бути значно посилена. Для оцінки ризиків, пов'язаних із державним боргом, треба проводити стрестестування портфеля боргових зобов'язань держави виходячи з оцінки економічних і фінансових потрясінь, на які потенційно може наражатися країна, та можливих сценаріїв відновлення економіки. Невід'ємним елементом системи управління державним боргом мають бути аналіз і моніторинг макроекономічних показників, що впливають на стан державних фінансів і боргову спроможність уряду.

Список використаних джерел:

1. Калитчук В. Концептуальні напрями мінімізації ризиків державного боргу. *Наукові праці НДФІ*. 2010. № 2. С. 94–103. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2010_2_13 (дата звернення: 23.02.2021).
2. Бюджетний кодекс України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (дата звернення: 23.02.2021).
3. Про державний борг і гарантований державою борг : проект закону України від 07.06.2011, реєстраційний номер 8637. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc34?id=&pf3511=40610&pf35401=194341 (дата звернення: 23.02.2021).
4. Hedge (finance). *Wikipedia* : the free encyclopedia. URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_(finance)) (дата звернення: 23.02.2021).
5. Public Debt Management Framework : Republic of Ukraine / Ministry of Finance ; Barclays capital. April 2008. 20 p.
6. Hull J.C. *Options, futures and other derivatives*. 6th ed. New Jersey : Prentice Hall, 2006. 789 p.
7. Фабощи Ф. Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии / пер. с англ. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2005. 876 с.
8. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk> (дата звернення: 23.02.2021).
9. Міжнародний валютний фонд. URL: <https://www.imf.org/external/russian/index.htm> (дата звернення: 23.02.2021).
10. Проект закону про державний борг та гарантований державою борг. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=8637&skl=7 (дата звернення: 23.02.2021).
11. Офіційний портал Верховної Ради України. URL: <https://www.rada.gov.ua> (дата звернення: 23.02.2021).

References:

1. Kalytchuk V. (2010) Konceptualni napryamy minimizaciyi ryzykiv derzhavnogo borghu [Conceptual directions of minimizing public debt risks]. *Scientific works of NDFI*, no. 2, pp. 94–103. Retrieved from: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2010_2_13 (accessed 23 February 2020).
2. Byudzhetnyj kodeks Ukrainy [Budget Code of Ukraine]. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (accessed 23 February 2020).
3. Pro derzhavnyj borg i garantovanyj derzhavoyu borg : proekt zakonu Ukrainy vid 07.06.2011, reyestracijnyj nomer 8637 [On public debt and state-guaranteed debt: draft law of Ukraine dated 07.06.2011, registration number 8637]. Retrieved from: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc34?id=&pf3511=40610&pf35401=194341 (accessed 23 February 2020).
4. Hedge (finance) // Wikipedia : the free encyclopedia. Retrieved from: [http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_(finance)) (accessed 23 February 2020).
5. *Public Debt Management Framework : Republic of Ukraine* / Ministry of Finance ; Barclays capital. April 2008. 20 p.
6. Hull J. C. (2006) *Options, futures and other derivatives*. 6th ed. New Jersey : Prentice Hall, 789 p.
7. Faboczcy F. Dzh. (2005) Rynok oblygacyj : Analiz y strategyy [Bond Market : Analysis and Strategies] ; per. s angl. : Alpina Business Books. 876 p. (in Russian).
8. Oficijnyj sajt Ministerstva finansiv Ukrainy [Official site of the Ministry of Finance of Ukraine]. Retrieved from: <https://www.mof.gov.ua/uk> (accessed 23 February 2020).
9. Mizhnarodnyj valyutnyj fond [International Monetary Fund]. Retrieved from: <https://www.imf.org/external/russian/index.htm> (accessed 23 February 2020).
10. Proekt Zakonu pro derzhavnyj borg ta garantovanyj derzhavoyu borg [Draft Law on Public Debt and State-Guaranteed Debt]. Retrieved from: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=8637&skl=7 (accessed 23 February 2020).
11. Oficijnyj portal Verhovnoyi Rady Ukrainy [Official portal of the Verkhovna Rada of Ukraine]. Retrieved from: <https://www.rada.gov.ua> (accessed 23 February 2020).