

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

**КАРАПЕТЯН ОЛЬГА МИХАЙЛІВНА**

УДК 336.3

**ЗОВНІШНІЙ ДЕРЖАВНИЙ БОРГ: МЕХАНІЗМ УПРАВЛІННЯ ТА  
БОРГОВА СТРАТЕГІЯ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація  
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

**Науковий керівник**  
доктор економічних наук, професор  
заслужений діяч науки і техніки України  
**Юрій Сергій Ілліч**

**ТЕРНОПІЛЬ 2011**

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b>	4
<b>РОЗДІЛ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ТА ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ БОРГОВОЇ СТРАТЕГІЇ ДЕРЖАВИ</b>	
1.1. Зовнішній державний борг у контексті цільових орієнтирів боргової стратегії держави	12
1.2. Теоретико-концептуальні засади та функціональні елементи механізму управління зовнішнім державним боргом	33
Висновки до розділу 1	53
<b>РОЗДІЛ 2. ПОЛІТИКА ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ТА МЕХАНІЗМ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ</b>	
2.1. Аналіз боргової політики в контексті макроекономічних наслідків	56
2.2. Механізм управління зовнішнім державним боргом: організаційні, фінансово-правові та бюджетно-процедурні аспекти	75
2.3. Аналіз структурних асиметрій боргового портфеля України	96
Висновки до розділу 2	117
<b>РОЗДІЛ 3. ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ</b>	
3.1. Оцінка боргової стійкості та макроекономічної стабільності України	120
3.2. Формування боргової стратегії України у контексті пріоритетних векторів макроекономічного розвитку	140
3.3. Удосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом України	162
Висновки до розділу 3	181
<b>ВИСНОВКИ</b>	183
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	189
<b>ДОДАТКИ</b>	210

## ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

БАГІ – багатостороннє агентство з гарантій інвестицій

ВВП – валовий внутрішній продукт

ВРУ – Верховна рада України

ЄБРР – Європейський банк реконструкції і розвитку

ЄІБ – Європейський інвестиційний банк

МАР – Міжнародна асоціація розвитку

МБРР – Міжнародний банк реконструкції і розвитку

МФК – Міжнародна фінансова корпорація

МФО – Міжнародні фінансові організації

МФУ – Міністерство фінансів України

НБУ – Національний банк України

ОВДП – облігації внутрішньої державної позики

ОЗДП – облігації зовнішньої державної позики

ПІІ – приватні іноземні інвестиції

СПЗ – спеціальні права запозичення

РЕОК – реальний ефективний обмінний курс

ЧБТР – Чорноморський банк торгівлі та розвитку

## ВСТУП

**Актуальність теми.** У сучасному світовому господарстві зовнішня заборгованість постає як важливий екзогенний фактор впливу на національну економіку, визначаючи її кількісні і якісні параметри, а також умови гарантування фінансової безпеки держави. Прискорення процесів глобалізації та інтеграції світових фінансових ринків призвело, з одного боку, до розширення доступу до позикових ресурсів і збільшення масштабів міжнародного кредитування, а з іншого – до посилення негативних наслідків через надмірні запозичення, порушуючи боргову стійкість і підвищуючи вразливість країни до зовнішніх шоків.

Поширення впливу сучасної глобальної фінансової кризи на вітчизняну економіку та стрімка девальвація національної валюти стали визначальними факторами зростання рівня державного боргу та суттєвого посилення тиску боргових виплат на Державний бюджет України. Високий рівень зовнішньоборгового навантаження став одним із вагомих факторів порушення фінансової стабільності в Україні та загострення антагонізму між зростаючими потребами у фінансуванні внутрішніх інвестицій та обмеженістю фінансових ресурсів, а надто в період дестабілізації на світових кредитних ринках.

Тому для підвищення рівня боргової стійкості, а відтак, і макроекономічної стабільності держави, надзвичайно важливе значення має запровадження ефективного механізму управління зовнішнім державним боргом і розробка нових концептуальних засад боргової стратегії України.

В Україні, попри значні досягнення у борговій політиці, актуальною залишається проблема домінування короткострокових рішень і прийняття екстрених заходів при виникненні боргових ускладнень, а також відсутності ефективного механізму управління зовнішнім боргом, який сприяв би постійному та вільному доступу до міжнародного ринку позикового капіталу і мінімізації вартості залучених ресурсів.

Викладене вказує на об'єктивну необхідність дослідження теоретичних

засад, практики формування і використання зовнішніх запозичень, визначення пріоритетних напрямів вдосконалення управління державним боргом як невід'ємної складової макроекономічної політики України з метою розробки науково обґрунтованої національної боргової стратегії.

Наукове підгрунття проблематики зовнішнього боргу закладено визначними зарубіжними та вітчизняними вченими. Теоретичні основи державного боргу розкриті у доробку В. Андрущенка, В. Суторміної, В. Федосова. Державна заборгованість в умовах ринкової трансформації економіки ґрунтовно досліджена у працях В. Козюка, З. Луцишин. Зовнішня заборгованість як невід'ємний елемент світових фінансово-економічних відносин міститься у напрацюваннях Т. Вахненко, Л. Саркіянца, Л. Федякіної. Проблеми боргової політики та теоретичні засади запровадження механізму управління державним боргом відображені в роботах О. Барановського, О. Гаврилюка, А. Гальчинського, В. Геєця, В. Лісовенка, І. Лютого, В. Новицького, С. Юрія та ін.

У фінансовій думці Заходу фундаментальні засади теорії управління зовнішньою заборгованістю представлені науковими працями Дж. Б'юкенена, П. Кругмана, А. Лернера, Р. Масгрейва, П. Самуельсона, Дж. Стігліца, Дж. Тобіна, Дж. Хікса. Сучасні дослідження зовнішньої заборгованості та її впливу на економічний розвиток відображені у роботах Д. Айзенмана, Дж. Ітона, Д. Кохана, Б. Пінто, А. Пресбітеро, А. Радзівіла. Проблеми управління зовнішнім боргом в контексті забезпечення боргової стійкості держави приділили увагу В. Бюітер, Л. Спавента, М. Флавін, Дж. Хамільтон.

У працях названих вчених досліджені різноманітні аспекти державного боргу і його впливу на економіку. Разом з тим, комплементарність згаданої проблеми свідчить про те, що не всі питання державного боргу вивчені та висвітлені повною мірою. Недооцінюються його негативні соціально-економічні наслідки, фінансові ризики, не представлена концепція вдосконалення управління державним боргом, а проблеми запровадження цілісного механізму управління державним боргом і розробки ефективної

стратегії боргової політики України досі залишаються невирішеними. Вищевикладені актуальні проблеми у царині державного боргу визначили вибір теми дисертаційного дослідження, зумовили його мету, завдання, практичну та теоретичну цінність.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота є складовою частиною науково-дослідних робіт кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету за темами “Удосконалення фінансових відносин в умовах становлення економіки ринкового типу” (державний реєстраційний номер 0101U002355) і “Фінансова політика в стратегії соціально-економічного розвитку України” (державний реєстраційний номер 0105U000861), у межах яких здобувачем запропоновано комплекс заходів щодо вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних засад і прикладних аспектів управління зовнішнім державним боргом, визначення особливостей створення цілісного ефективного механізму управління ним в контексті формування та реалізації боргової стратегії України.

Досягнення мети зумовило необхідність виконання таких завдань:

- з'ясувати роль зовнішнього боргу в національній економіці в контексті цільових орієнтирів боргової стратегії держави;
- розкрити зміст та уточнити трактування поняття “управління зовнішнім державним боргом”, а також визначити складові елементи механізму управління зовнішнім державним боргом;
- проаналізувати сучасні тенденції боргової політики України та визначити її макроекономічні наслідки;
- виокремити особливості механізму управління зовнішнім державним боргом в Україні;
- виявити структурні асиметрії боргового портфеля України;
- провести оцінку боргової стійкості та розробити імітаційну модель

боргових процесів в Україні на середньострокову перспективу;

– обґрунтувати необхідність формування боргової стратегії як пріоритетного напрямку доктрини макроекономічного розвитку України;

– запропонувати напрями модернізації механізму управління зовнішнім державним боргом в Україні.

**Об’єкт дослідження** – зовнішній державний борг України як соціально-економічне явище державних фінансів.

**Предмет дослідження** – сукупність економічних відносин, пов’язаних з функціонуванням механізму управління зовнішнім державним боргом та формування боргової стратегії держави.

**Методи дослідження.** У процесі написання дисертаційної роботи, при дослідженні проблем, пов’язаних з виокремленням особливостей механізму управління зовнішнім державним боргом, застосовувався системний, ситуаційний та функціональний підходи, прийоми індукції і дедукції, аналізу і синтезу. При критичному студіюванні світового досвіду управління державним боргом, виявленні аналогій у різних країнах щодо формування організаційно-правових засад та інформаційного забезпечення, визначення домінант стратегічного і тактичного управління державним боргом, оцінюванні сучасних методів та інструментів управління державним боргом в умовах фінансової глобалізації використовувався метод порівняльного аналізу. Економіко-статистичний аналіз, кореляційний аналіз, методи узагальнення, спостереження, історичний метод застосовано у процесі дослідження практики і проблематики управління зовнішнім державним боргом в Україні. Для розробки рекомендацій і пропозицій, визначення цілей та напрямів модернізації боргової політики використовувався метод імітаційного моделювання.

*Теоретичною основою* дисертації є фундаментальні положення світової економічної та фінансової наук, наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених.

*Інформаційну базу* дослідження становлять Конституція України, Бюджетний кодекс України, законодавчі та нормативно-правові акти України, аналітичні матеріали і звіти Міністерства фінансів України, Державної служби

статистики України, Національного банку України, Рахункової палати України.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у розробці концептуальних засад стратегічного управління зовнішнім державним боргом і теоретичному обґрунтуванні створення ефективного механізму управління ним. Найважливішими результатами дослідження, які містять наукову новизну, є такі:

*вперше:*

– запропоновано критерії оцінки боргової стійкості України, які дозволяють виявляти і враховувати особливості інституційного та макроекономічного середовища України (високу вразливість національної економіки до дії зовнішніх шоків і значний обсяг умовних зобов'язань уряду) і покращують умови для середньострокового прогнозування абсолютних і відносних боргових індикаторів України з урахуванням цільових орієнтирів національної боргової політики. Це створить підґрунтя для вироблення ефективних рішень у сфері зовнішніх державних запозичень та дасть змогу співвідносити потреби у залученні позичкових коштів з поточними і потенційними можливостями обслуговувати накопичені боргові зобов'язання, які можуть змінюватися залежно від конкретних обставин;

*удосконалено:*

– трактування поняття “управління зовнішнім державним боргом”, яке, на відміну від існуючих тлумачень, запропоновано розглядати у широкому (як складову стратегічного управління) та вузькому (як борговий менеджмент) розумінні. У широкому сенсі – це формування одного із напрямів макроекономічної політики держави щодо визначення і реалізації стратегічних пріоритетів боргової політики держави, що потребує інституціональної і функціональної координації, організації планування і прогнозування, розроблення ефективних методів і важелів зниження боргового навантаження у контексті активного управління борговими зобов'язаннями держави. У вузькому розумінні згадане поняття потрібно тлумачити як сукупність заходів, які проводяться органами управління спеціальної компетенції і пов'язані з



процедурою випуску та розміщення державних боргових зобов'язань, забезпечення своєчасного і повного виконання платіжних зобов'язань при мінімізації ризиків, притаманних державному боргу, і видатків державного бюджету на обслуговування зовнішнього державного боргу.

– обґрунтування сутності і складу механізму управління зовнішнім державним боргом; даний механізм запропоновано розглядати як сукупність економіко-організаційних та фінансових методів, важелів, інструментів впливу на об'єкт управління та функціональні зв'язки між ними на основі систем забезпечення боргового процесу для досягнення поставлених цілей, визначених борговою стратегією держави. Таке тлумачення, на відміну від існуючих підходів, дає змогу системно охопити комплекс заходів, спрямованих на ефективне управління зовнішнім державним боргом;

– визначення поняття “боргова стійкість” як якісної характеристики обсягу та структури зовнішньої заборгованості, при якій забезпечується здатність держави виконувати зовнішньоборгові зобов'язання і поточні програми, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умови підтримання на достатньому рівні ліквідності і платоспроможності та виключаючи необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості. На відміну від існуючих підходів, що розглядають дану дефініцію як поняття, тотожне з платоспроможністю, запропоноване у дисертації визначення акцентує увагу на сукупності характеристик стійкого стану державного боргу;

*дістало подальший розвиток:*

– обґрунтування взаємозв'язків між залученням зовнішніх позик і динамікою реального ВВП в Україні, зовнішнім позичковим фінансуванням бюджету і підвищенням (зниженням) реального ефективного обмінного курсу гривні, надходженням іноземних кредитів в економіку України і приростом реальної грошової маси. Аргументовано положення про те, що надходження іноземних позик позитивно впливає на динаміку реального ВВП на етапі нетто-залучення позик та викликає спад виробництва на етапі нетто-погашення боргу;

виступає вагомим фактором зростання грошових агрегатів; підвищує ступінь мінливості обмінного курсу національної валюти, що дало можливість створити науково-аналітичну основу для прийняття стратегічних рішень щодо управління державними борговими зобов'язаннями;

– визначення боргової стратегії України як перспективного плану дій щодо регулювання обсягу та структури державного боргу, котрий чітко визначав би основи боргового менеджменту щодо забезпечення боргової стійкості державних фінансів. Боргову стратегію запропоновано розглядати як процес реалізації логічно-послідовних заходів для досягнення довгострокових цілей з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку національної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, а також закономірностей розвитку системи державного кредиту у світовому масштабі.

**Практичне значення одержаних результатів** визначається тим, що основні теоретичні положення і висновки дослідження доведені до рівня конкретних пропозицій, надають можливість підтримувати боргову стійкість України, враховувати при виробленні боргової стратегії України сучасні тенденції розвитку світового і вітчизняного ринку кредитних ресурсів.

Наведені прогностні розрахунки та імітаційне моделювання боргових індикаторів та основних макроекономічних показників на середньострокову перспективу застосовуються Міністерством фінансів України при розробці стратегії управління державним боргом України (довідка № 31–23050–15–17/4355 від 17.02.2011 р.).

Пропозиції стосовно тактики і стратегії дій щодо забезпечення ефективної боргової політики використані Міністерством економічного розвитку і торгівлі України і відображені у матеріалах щодо упередження кризових явищ та утримання боргового навантаження в економічно безпечних межах (довідка № 4803–25/61 від 15.02.2011 р.).

Окремі положення дисертаційної роботи впроваджені у навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка №

126–33/217 від 28.01.2011р.).

**Особистий внесок здобувача** полягає в тому, що всі наукові результати дисертаційної роботи, що виносяться на захист, висновки, рекомендації та пропозиції, отримані автором самостійно та є його науковим доробком.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дослідження доповідались і обговорювались на: міжнародній науково-практичній конференції “Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки” (Тернопіль, 2007 р.); міжнародних науково-практичних конференціях молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України у XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2007–2009 рр.); “Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть” (Тернопіль, 2008 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції аспірантів та молодих вчених “Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи” (Львів, 2008 р.); наукових конференціях професорсько-викладацького складу ТНЕУ “Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постабілізаційний період” (м. Тернопіль, 2006–2007 рр.); “Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в умовах світової економічної кризи” (Тернопіль, 2009 р.); “Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в умовах світової економічної кризи” (Тернопіль, 2009 р.); міжнародних науково-практичних конференціях “Стратегії розвитку України у глобальному середовищі” Сімферополь-Ялта, 2009 р.); “Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів” (Ірпінь – Ритро – Суха Струга – Краків, 2010 р.).

**Публікації.** За результатами дослідження опубліковано 21 наукову працю загальним обсягом 8,31 д.а.; особисто автору належить 8,21 д.а. У 9 наукових працях відображено основні наукові результати дисертації.

**Обсяг і структура роботи.** Дисертація складається зі вступу, 3 розділів, висновків, списку використаних джерел із 214 найменувань на 20 сторінках і 21 додатку, що займають 26 сторінок. Загальний обсяг роботи становить 188 сторінок. Подано 22 таблиці на 21 сторінці та 19 рисунків на 19 сторінках.

## РОЗДІЛ I

### КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ТА ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ БОРГОВОЇ СТРАТЕГІЇ ДЕРЖАВИ

#### **1.1. Зовнішня державна заборгованість в контексті цільових орієнтирів боргової стратегії держави**

Проблема державної заборгованості на початку ХХІ ст. залишається предметом жвавих дискусій, як серед зарубіжних, так і вітчизняних науковців. На відміну від економічних досліджень у минулому, сучасні наукові теорії державного боргу трансформувалися на основі новітнього гносеологічного підходу. У сучасних концепціях державний борг найчастіше детермінує із політикою макроекономічного регулювання, розглядається як джерело додаткових фінансових ресурсів або як один із чинників макроекономічної стабілізації. Однак, світовий досвід показує, що неконтрольоване нарощування сукупної зовнішньої заборгованості та значне нагромадження боргових зобов'язань державою неодноразово призводило до кризи державної заборгованості, що супроводжувалося серйозними негативними наслідками економічного і політичного значення.

З огляду на причинно-наслідковий зв'язок державного боргу з макроекономічною політикою, треба зазначити, що у кожний історичний період теорія державного боргу розвивалася через співіснування конкуруючих парадигм на основі плюралізму й альтернативності. При цьому погляди економістів різних наукових шкіл на проблему зовнішнього боргу визначались загальною економічною концепцією, яка виходила з конкретних історичних умов. Зокрема, англійська класична політекономія демонструвала свою категоричність стосовно залучення державних позик. А. Сміт зазначав, що нації, як і приватні особи, починали просто позичати, так би мовити, під свій особистий кредит, не закладаючи ніякого спеціального фонду в забезпечення сплати боргу, а коли цей спосіб відмовився слугувати, вони перейшли до позик

під забезпечення чи під заставу спеціальних фондів [148, с. 843].

На думку класиків, зростання державного боргу однозначно призводить до зменшення продуктивного капіталу в суспільстві.

Представниками кейнсіанської школи було висунуто тезу про стимулювання зростання виробництва за допомогою збільшення державних видатків. Під впливом Дж. Р. Хікса новаторський підхід в економічній думці Дж. Кейнса був поєднаний з неокласичною теорією, що дала розвиток стандартної макроекономіки пов'язаної з іменем Р. Масгрейва, Ф. Самуельсона та ін. Зокрема, на думку Р. Масгрейва, оптимальний розподіл боргового тягаря між поколіннями матиме місце за еквівалентного нагромадження боргу і зростання інвестицій публічного сектора [96, с. 638]. В подібних моделях обслуговування державного боргу виступає як участь майбутніх поколінь в оплаті суспільних благ капітального характеру.

Видатний сучасний представник некейнсіанської економічної школи Дж. Стігліц залучення зовнішніх ресурсів розглядає в контексті інструменту збалансування державних доходів і витрат. Держава, в період фінансових криз, повинна здійснювати зовнішні запозичення для фінансування бюджетного дефіциту. Вчений обґрунтовує, що в період криз внутрішні запозичення використовувати не доцільно, оскільки це призводить до ефекту заміщення державних інвестицій приватними, коли необхідні для інвестування фінансові ресурси держава відволікає з внутрішнього фінансового ринку для фінансування поточних потреб [156].

Аргументи, які наводять представники некейнсіанської економічної школи, неявно передбачають, що при здійсненні зовнішніх запозичень виконуються дві умови:

- 1) зовнішні запозичення не мають монетарного характеру;
- 2) держава виступає як монолітний, абсолютно поінформований суб'єкт, що прагне максимізувати добробут суспільства [84, с. 23].

Враховуючи те, що теоретичні парадигми зовнішнього боргу відображають стимулюючий та деструктивний вплив зовнішньобогових

процесів на економічний розвиток слід виділити дві групи теоретичних моделей, у рамках яких досліджуються питання залучення міжнародного позичкового капіталу та характер його впливу на економічне зростання країн-позичальниць.

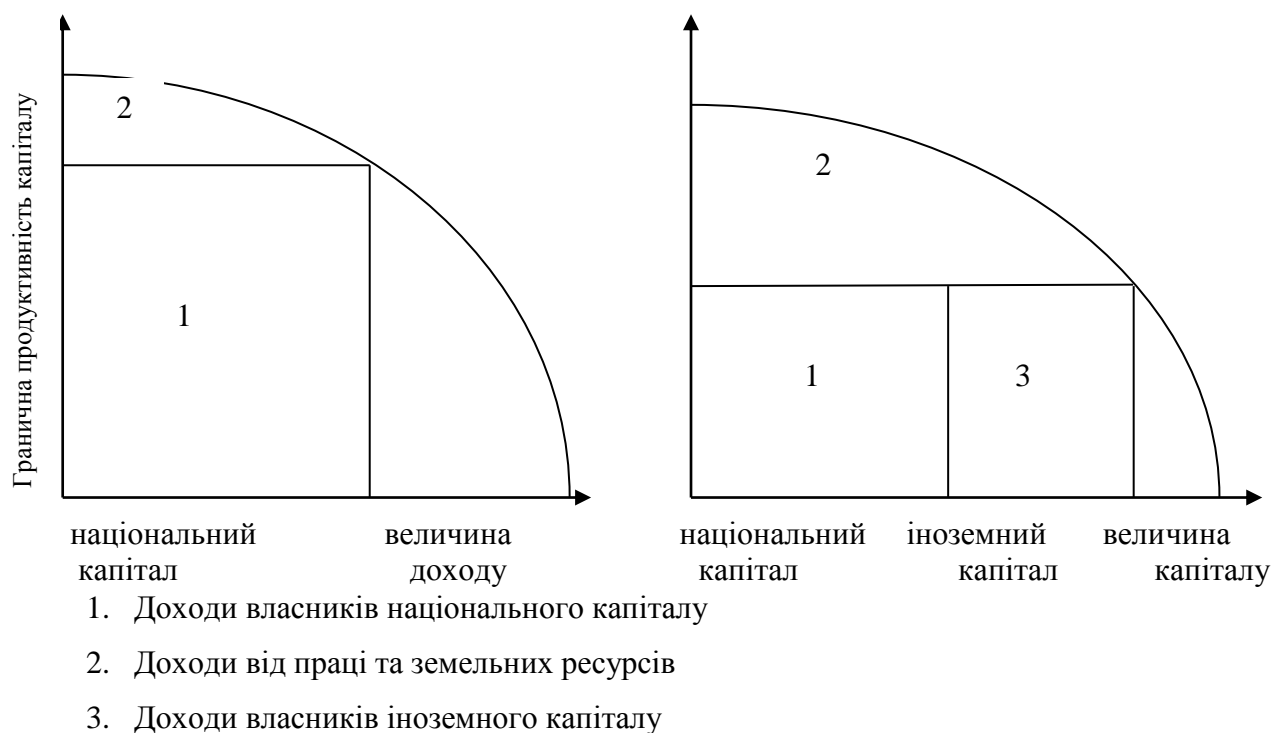
Першу групу складають концепції і теорії, що ґрунтуються на дедуктивному методі та описують складні формальні моделі економічної системи<sup>1</sup>. Фундаментальними теоріями дослідження зовнішніх впливів в економіку країн, в рамках даної групи є: посткейнсіанські, неокласичні концепції та концепція неокласичного синтезу.

Базовою умовою цих моделей виступає дефіцит фінансових ресурсів для розвитку економіки. Однак конкретні трактування даного положення є дискусійними в різних теоріях. Зокрема, неокласична школа при аналізі ефективності зовнішніх запозичень в національну економіку базується на аналізі граничної продуктивності різних виробничих ресурсів. Серед відомих неокласичних теорій імпорту капіталу чільне місце належить дослідженням проведеним американським економістом П. Елсвортом [191].

Згідно з П. Елсвортом, якщо гранична продуктивність капіталу в національній економіці більше 0 (тобто насичення економіки капіталом ще не досягнуто), залучення додаткового капіталу (при незмінному обсязі інших ресурсів) буде сприяти зростанню ВВП при одночасному зниженні граничної продуктивності капіталу і відповідним зменшенням структури ВВП (рис. 1.1.). Дана теорія ґрунтується на припущенні про те, що всі фінансові ресурси є задіяними у виробництві. Поза як, при дефіциті капіталу решту ресурсів характеризує неповна зайнятість, оскільки їх гранична вартість наближається до нуля. Тому залучення додаткових одиниць капіталу характеризується залученням у виробництво додаткових одиниць національної праці і землі, і переміщенням верх кривої граничної дохідності капіталу. В цьому випадку зростання ВВП не супроводжується зниженням обсягів продукту, що припадають на національний капітал.

---

<sup>1</sup> Тут і надалі розглядаються переважно концепції економістів другої половини ХХ ст., оскільки усі концепції, які розроблені до цього часу не враховують специфіки міжнародного руху капіталів в світовій економічній системі яка сформувалась після другої світової війни.



**Рис 1.1. Ефект від залучення зовнішніх запозичень в національну економіку при повній зайнятості [191].**

Неокласичні теорії зростання набули достойного обґрунтування завдяки роботам Р. Солоу. Учений, вперше виклав модель економічного зростання, у статті “Внесок у теорію економічного зростання”, де за допомогою математичної моделі представленої у вигляді системи диференційних рівнянь показав, як зростаючий основний капітал призводить до зростання продукції на душу населення [41, с. 67]. Основний вклад моделі Р. Солоу полягає в тому, що у довгостроковій перспективі саме технологічний розвиток виступає фундаментальною передумовою для економічного зростання. Постійний технічний прогрес і ефективне використання фінансових ресурсів – це визначальні чинники економічного зростання.

Процес кредитування в умовах рівноважної ринкової системи досліджував англійський економіст, послідовник неокласичного напрямку економічної науки Дж. Р. Хікс [171]. Аналізуючи такі явища як борг, борговий тягар Дж. Хікс виділяє “економіку ринку” (auto-economy) і “економіку заборгованості” (overdraft economy). Такий підхід послужив основою для формування двох способів фінансового перерозподілу і відповідно двох типів

фінансової структури економіки:

- економіка фінансових ринків (система екзогенної пропозиції грошей);
- економіка заборгованості (система ендогенної пропозиції грошей).

В контексті вирішення проблеми боргового тягаря, вчений акцентує увагу на умовах залучення кредиту позичальником при здійсненні зовнішніх запозичень: термін кредиту, рівень відсоткової ставки, валюту кредиту [84, с. 22]. Дж. Р. Хікс вважає, що інструментом розподілу фінансових ресурсів в умовах ринку є ціна. Вчений переконливо доводить, що на формування ціни залучення позикових ресурсів безпосередній вплив має такий чинник як премія за ризик.

Отже, з позиції неокласичної теорії, яка розглядає залучення ресурсів в якості інструмента забезпечення ринкової рівноваги, не враховувався вплив економічних ефектів неринкового характеру, які існують в реальному житті. Учені даної економічної школи працювали з ідеальною моделлю, яка давала відповідь на багато питань, але була непридатною для практичного застосування. В реальному житті економіка зазнає впливу багатьох позаекономічних чинників, що призводять до виникнення фундаментальних вад ринку, які унеможливають досягнення ринкової рівноваги [84, с. 23].

Серед посткейнсіанських моделей особливої уваги заслуговують: теорія “зачарованого кола бідності”, теорія “великого поштовху”, модель економічного зростання з двома дефіцитами та різницева модифікована модель мультиплікатора-акселератора.

Концепція зачарованого кола бідності<sup>2</sup> виникла в зв’язку з застосуванням теорії економічної рівноваги для аналізу слаборозвинутих країн.

На думку американського економіста, професора Колумбійського університету Р. Нурксе, недостатність капіталу призводить до низької продуктивності праці, що обумовлює низький рівень доходів. Відтак виникає низька купівельна спроможність і, як наслідок, недостатність стимулювання до

---

<sup>2</sup> Поняття “зачарованого кола бідності” запропонував у 1949-1950рр. Г. Зінгер і Р. Пребіш. У своїх дослідженнях вчені намагалися довести, що низький економічний розвиток країн обумовлюється несприятливими економічними і демографічними чинниками.



інвестування. Згідно кейнсіанської традиції “зачароване коло бідності” пов’язується з низьким рівнем доходу, який пояснюється низьким рівнем споживання і невисоким рівнем заощаджень та доповнюється зачарованим колом політичної нестабільності [207].

Попри те, що дана теорія відіграла вагому роль у формуванні національної економічної політики у країнах, що розвиваються, все ж теоретична конструкція “зачарованого кола бідності” не позбавлена ряду недоліків. Передусім це зумовлено тим, що у колі бідності причина зливається з наслідком, і кожен наступний чинник не має строгого каузального зв’язку з попереднім. Аналізу цих ланцюгів як замкнутого кола перешкоджає розподіл зв’язку на первинний і вторинний, що обумовлює фатальну неминучість зовнішнього поштовху для виходу із стану квазістабільної рівноваги. Недивно, що логічним продовженням даної теорії стала теорія „великого поштовху”<sup>3</sup>.

На думку прибічників теорії “великого поштовху” для виходу країн із стану стагнації необхідно здійснювати суттєві вливання капіталу в економіки бідних країн, причому вливання повинні здійснюватись в розмірі не меншому 12–15% національного доходу. В результаті таких вливань розпочнеться самопідтримуюче зростання економіки. Теорії великого поштовху, які апріорі зорієнтовані на значне залучення зовнішніх ресурсів, позитивно вплинули на формування економік у бідних країнах, особливо на перших етапах інтеграції до світового простору. Подальшого розвитку тема імпорту капіталу набула в рамках теорії зростання з двома дефіцитами.

Модель економічного зростання з двома дефіцитами розроблена в 1960–1970-ті рр.. американськими дослідниками – Х. Ченері і А. Страутом [108, с. 153]. Діалектика моделі полягає в тому, що вирішуючи проблему дефіциту заощаджень, відбувається одночасне вирішення проблеми торгового дефіциту, і навпаки.

---

<sup>3</sup> Родоначальником теорії “великого поштовху” вважається П. Розенштейн-Родан. В основу цієї моделі лягла відома модель створена Р. Харродом. Відповідно до якої, темпи зростання національного доходу пов’язані з рівнем заощаджень в національній економіці. Існує деякий оптимальний рівень заощаджень в економіці, що визначається станом національної системи інвестицій. При надлишку або дефіциті заощаджень в економіці оптимальним засобом подолання цього дисбалансу буде експорт або імпорт капіталу.

Допомога надається не тільки для того, щоб зменшити внутрішній і зовнішній дефіцити, але для того, щоб з плином часу або взагалі відмовитись від іноземної допомоги або зменшити її обсяг [92, с. 119–131].

Водночас теорія зростання з двома дефіцитами містить істотні недоліки. По-перше, модель недооцінює внутрішні ресурси бідних країн, що об'єктивно завищує потреби в іноземній допомозі. Теорії економічного зростання, як і модель, з двома дефіцитами були орієнтовані на використання такого чинника, як капітал, і явно не враховували використання такого чинника, як праця, що викликало справедливую критику представників неокейнсіанської економічної школи з боку неокласиків. По-друге, недоліком цієї моделі є фактичне обґрунтування втручання кредиторів у внутрішні справи країн-боржників.

Згідно з посткейнсіанським підходом зовнішні запозичення розглядалися як інструмент економічного зростання та підвищення суспільного добробуту. В рамках кейнсіанських моделей економічного зростання стимулюючий вплив зовнішніх запозичень для стабілізації економіки спостерігався виключно в короткостроковому періоді. Вони обґрунтували положення про те, що зовнішні вливання позикового капіталу відіграють суттєву роль в активізації інвестиційної діяльності, сприяють підвищенню темпів економічного зростання і зниженню рівня бідності. Негативні наслідки зростання обсягів зовнішньої заборгованості в довгостроковому періоді ними не враховувались. Однак на практиці, обсяги міжнародного кредитування суттєво відставали від рівня потреб бідних країн. Згідно з оцінками ООН, у повоєнний період країни, що розвиваються потребували залучення іноземного капіталу у розмірі 15 млрд. дол. США на рік. Фактичні надходження у формі офіційних кредитів, приватних прямих інвестицій і позик виявились у кілька разів меншими [26, с. 76].

Неокласики зосереджували увагу на довгострокових наслідках державного боргу, а також показали, що рушійною силою переливу капіталів між групами країн є висока гранична продуктивність капіталу.

Спроби сформулювати комплексний підхід на проблему надходження

зовнішніх фінансових ресурсів до економік країн, що розвиваються з'явилися у середині ХХ ст. у рамках концепції неокласичного синтезу, як комплексної системи економічних поглядів різних теорій.

Видатний представник школи неокласичного синтезу П. Самуельсон при дослідженні проблеми зовнішньої заборгованості особливу увагу зосереджував на особливостях розвитку внутрішнього фінансового ринку. Поважливими міжнародні ринки позикового капіталу характеризуються високими ризиками, пов'язаними із дестабілізацією унаслідок кризових подій.

В рамках даного напрямку економічної теорії заслуговує на увагу модифікована модель мультиплікатора-акселератора П. Самуельсона-Дж. Р. Хікса [101, с. 68].

П. Самуельсон і Дж. Р. Хікс модифікували запропоновану Дж. М. Кейнсом модель мультиплікатора, відповідно до якої збільшення інвестицій призводило до багаторазового збільшення реального національного доходу. Реальний національний дохід і сукупні інвестиції виявляються функціями один від одного. На підставі цієї взаємозалежності, унаслідок якої зміни національного доходу і інвестицій взаємно підсилюються, була побудована модель циклічних коливань ділової активності.

Основою цієї моделі є принципи мультиплікатора  $I = c \times Y$  й акселератора  $DY = kI$ ,

де  $I$  – сумарні інвестиції в основний капітал (капіталовкладення) у році  $t$ ;

$Y$  – вироблений продукт (ВВП) у році  $t$ ;

$c$  – середня схильність до інвестування (мультиплікатор);

$k$  – приріст капіталомісткості виробництва (акселератор).

Комбінація принципів мультиплікатора й акселератора дає наступне різницеве рівняння  $Y_{t+1} = (1 + ck) \times Y_t$ , розв'язанням якого є проста виробнича функція:  $Y_t = Y \times (1 + ck)^t$  [101, с. 70].

Ця модель акселератора-мультиплікатора з урахуванням фактору ПП дозволяє проводити з мінімальними зусиллями точкові розрахунки, щодо з'ясування їхньої ролі для прискорення економічного зростання. Однак

переносити отримані точкові оцінки на інші періоди, як правило, неправомірно. Для цього потрібна стабільність акселераторів у часі, що не завжди є можливим.

Всі розглянуті вище теорії (див. табл. 1.1) ґрунтуються на позиції, згідно якої зовнішні запозичення будуть використовуватись з максимально можливою ефективністю ігноруючи політичні, військові і соціальні мотиви залучення капіталу, можливість зловживань з боку імпортерів капіталу, змін ринкової кон'юнктури в період реструктуризації економіки за рахунок імпорту фінансових ресурсів. Можливість неефективного використання залучених ресурсів, і відповідно, формування боргових зобов'язань, необхідність у погашенні яких тільки погіршує несприятливу ситуацію в економіці, породило другу групу теоретичних підходів до аналізу доцільності зовнішніх запозичень.

Серед досліджень даної групи особливої уваги заслуговують праці Д. Сакса і Д. Кохена. Вчені, з використанням економіко-математичних методів довели негативний вплив зовнішньоборгового навантаження на економічне зростання і внутрішній інвестиційний процес країн-позичальниць. Зокрема, за підрахунками Д. Кохена, величина ефекту витіснення інвестицій витратами на обслуговування і погашення зовнішнього боргу у секторі державного управління становить 0,35 [187, с. 546–549]. Це свідчить про те, що обслуговування зовнішнього боргу призводить до вилучення національних ресурсів із сфери споживання і нагромадження та означає передачу частини виробленого національного продукту у власність інших країн. Такі процеси пригнічують сукупний попит на внутрішнє виробництво [26, с. 108].

Негативний вплив зовнішнього боргу на економічний розвиток підтвердили емпіричні дослідження проведені А. Пресбітеро та К. Рісерсом. У своїх дослідженнях (вибірка із 152 країн, що розвиваються у період 1977–2002 рр.) на основі модельних розрахунків, автори встановили, що зовнішній борг у довгостроковому періоді знижує темпи зростання внутрішніх доходів. Результати дослідження показали, що еластичність зростання ВВП відносно індикатора зовнішній борг/експорт становить 1,2–1,4 [209]. На думку авторів,

**Концептуалізація зовнішньої заборгованості у контексті  
теорій залучення іноземного капіталу\***

Тип концепції	Моделі	Характерні риси
<b>1. Неокласична</b>	1.1. Підтримання повної зайнятості (П. Елсворт)	Позитивний ефект від залучення іноземного капіталу відбувається при залученні у виробництво додаткових одиниць національної праці і земельних ресурсів
	1.2. Модель економічного зростання (Р. Солоу)	Темпи економічного зростання у довгостроковому періоді визначаються темпами нагромадження капіталу, зростанням робочої сили і НТП
	1.3. Теорія рівноважної ринкової економіки (Дж. Хікс)	Процес кредитування в умовах рівноважної ринкової економіки визначається такими чинками: термін позики, валюта залучення ресурсів, відсоткова ставка
<b>2. Посткейнсіанська</b>	2.1. Модель “зачарованого кола бідності” (Г. Зінгер, Р. Пребіш)	Низький рівень інвестицій є наслідком низького рівня продуктивності праці; інвестиції фінансуються недостатньо, позаяк внутрішні джерела заощаджень обмежені; невеликі обсяги заощаджень обумовлені низьким рівнем внутрішніх доходів; низький рівень доходів означає низьку продуктивність праці
	2.2. Теорія “великого поштовху” (П. Розенштейн-родан)	Теорія збалансованого набору інвестицій (Р.Нурске) Теорія незбалансованого зростання (А.Хіршман) Нова теорія модернізації (Г. Зінгер)
	2.3. Модель економічного зростання з двома дефіцитами (Г. Ченері, А. Страут)	Високі темпи економічного зростання забезпечуються високим обсягом інвестицій, який виводиться за спеціальною формулою із використанням показників відношення капіталу до випуску, темпів економічного зростання, норм амортизації і обсягів виробництва.
<b>3. Неокласичного синтезу</b>	3.1. Модифікована різницева модель мультиплікатора-акселератора (П.Самуельсон-Дж. Хікс).	Оцінка впливу масштабу залучених іноземних інвестицій на економічне зростання

основними чинниками негативного впливу зовнішнього боргу на економічний розвиток є недосконалість інституційного забезпечення, корупція та неефективна економічна політика.

Сучасні фінансові теорії в Україні формуються, використовуючи вітчизняний науковий доробок та базуючись на західних концепціях. Зокрема,

\* Складено автором самостійно

український вчений-економіст О. Василик проблему боргу розглядав не в площині розміру державних запозичень, а в ефективності їх використання. Більше того, на переконання вченого, залучення фінансових ресурсів для покриття власних потреб держави є прийнятною та об'єктивною практикою здійснення економічної діяльності, а участь держави в міжнародному русі капіталів є фактором її входження до світогосподарського простору [23, с. 307].

Державні запозичення в умовах ринкової економіки як розвинену галузь фінансової діяльності держави, що відіграє важливу роль у функціонуванні фінансової системи розглядають В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін. На їх думку, роль державних запозичень є доволі багатогранною, більше того вона давно вже не зводиться тільки до проблеми пошуку і залучення коштів, яких бракує. Використання позик, вважають вчені, пов'язано з певними завданнями податкового регулювання економіки і державного впливу на стан фінансового ринку [166, с. 334].

Т. Вахненко, аналізуючи здобутки і втрати від накопичення зовнішніх боргових зобов'язань центральним питанням вважає визначення економічного ефекту від вкладення запозичених коштів і співвіднесення доходності даних вкладень з витратами на обслуговування боргу [26, с. 108]. На її думку, негативний вплив боргових процесів на економіку країни-позичальника особливо посилюється із зростанням обсягів зовнішньої заборгованості та від'ємних трансфертів ресурсів із зовнішнім світом. Для підтвердження взаємозв'язку між темпами економічного зростання і обсягами зовнішньої заборгованості автор використала статистичні дані по 150 країнах, які розвиваються, та країнах з перехідною економікою. Значення отриманого коефіцієнта парної кореляції середньорічних темпів зростання реального ВВП у 1996–2002 рр. і відношення сумарної зовнішньої заборгованості до ВВП становить мінус 0,24, тобто справляє помітний негативний вплив на динаміку економічного розвитку країни-позичальника [26, с. 85–86].

Трансформація економічної думки щодо зовнішнього боргу та його впливу на економічний розвиток призвела до поступового переходу від позиції:

“борг – це тягар, негативне явище” до гіпотези: “борг – вимірник економічної могутності держави, додаткове джерело фінансових ресурсів та один із факторів кредитного рейтингу і політичної стабільності”.

О. Барановський розглядає державний борг як додаткове джерело фінансових ресурсів держави. На його переконання: “...державний борг сьогодні є засобом виживання для України” [113]. Теза автора хоча є невітійною, однак дуже вдало відображає перебіг подій, які відбувалися в Україні у кінці 2008 р. та впродовж 2009–2010 рр. Адже в умовах поширення міжнародних “ефектів зараження” на економіку і державні фінанси України, для збереження їх стійкості і стабільності, без державних запозичень не обійтися.

Залучення зовнішніх фінансових ресурсів, безумовно, має позитивні сторони, але й не будемо забувати про те, що донині ведуться гострі дискусії, в яких зростання зовнішнього боргу – це ознака кризи. У цьому контексті, досить зважено і влучно висловився професор С. Юрій. Вчений, даючи відповідь на запитання: що ж дають країнам зовнішні запозичення? – вважає, що залежність країн від зовнішніх джерел фінансування дає передусім відчуття не ізольованості у глобальному світі. Тому, яким би важким не був тягар зовнішнього боргу, – продовжує учений, країни не спроможні відмовитися від нього з огляду на посилення взаємозалежності їхніх економік, участь у міжнародному поділі праці та розширення міжнародної кооперації [179, с. 26].

Попри диференцію думок і поглядів на проблему державного боргу, особливостями сучасної фінансової науки, як влучно підкреслює професор В. Андрущенко, є етика наукової полеміки, толерантне ставлення до протилежних поглядів [177, с. 77–78].

Відтак, на думку вітчизняних дослідників, державні боргові запозичення, як внутрішні, так і зовнішні, здатні позитивно вплинути на економічне зростання країни, за умови, якщо вони будуть спрямовані на вирішення стратегічних завдань. Такі стратегічні завдання можуть бути структуровані з урахуванням цільових орієнтирів боргової стратегії держави, і зокрема:

- фінансові цілі;
- економічна стабілізація і економічне зростання;
- оптимізація розподілу суспільних ресурсів [40, с. 43].

Досягнення фінансових цілей передбачає те, що з одного боку, боргова політика буде спрямована на забезпечення фінансування необхідних державних програм та вирішення інших соціальних проблем; а з іншого боку, Уряд прагне досягнення більш вигідних умов здійснення запозичень в рамках загальної оптимізації державних фінансів для формування оптимального боргового портфелю держави.

Дві наступні групи цілей зовнішнього запозичення є суміжними і сприяють зростанню економіки. Якщо стабілізаційна ціль є передумовою розвитку економіки у теперішньому часі, то оптимальний розподіл ресурсів в економіці сьогодні, формує основні засади для майбутнього економічного зростання [40, с. 43].

Досягнення цілей економічної стабілізації і економічного стимулювання ґрунтується на взаємозв'язку різноманітних макроекономічних характеристик, на які держава може впливати як прямо, так і опосередковано. У більшості випадків характер такого впливу передбачає використання інструментарію зовнішніх запозичень. Оптимізація розподілу суспільних ресурсів потребує втручання держави у тих випадках, коли фінансовий ринок недостатньо ефективно здійснює такий розподіл. Оптимальний розподіл ресурсів пов'язаний з формуванням необхідних передумов зростання в майбутньому (наприклад за рахунок будівництва об'єктів інфраструктури). Формування передумов економічного зростання потребує певних фінансових ресурсів, які держава запозичує на фінансовому ринку [40, с. 44].

На практиці, дані цілі набувають більш конкретних форм, які зводяться до цілей фінансування заходів у сфері управління державними фінансами. З цієї позиції держава здійснює запозичення на фінансовому ринку, зокрема, для:

- фінансування поточного бюджетного дефіциту;
- рефінансування боргових зобов'язань;



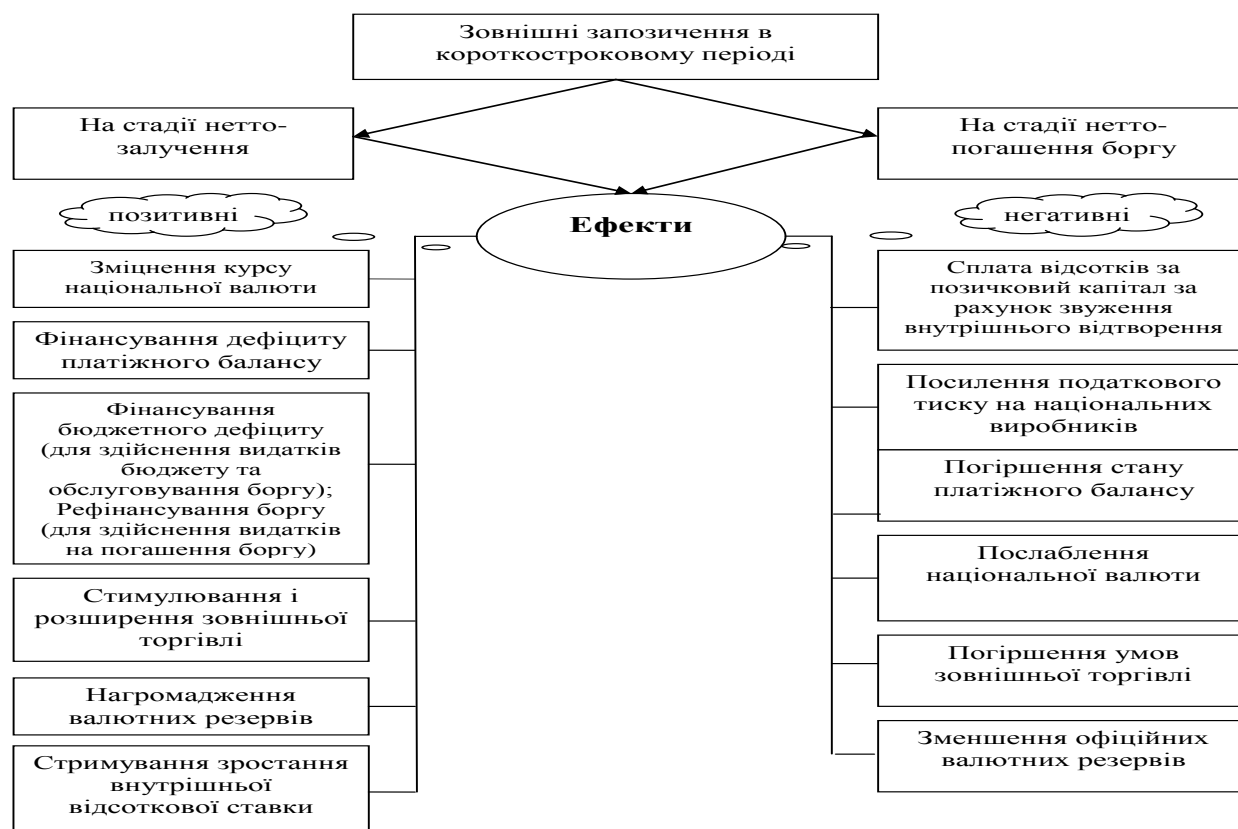
- згладжування нерівномірностей надходження податкових платежів;
- забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами;
- фінансування цільових державних інвестиційних і соціально-економічних програм впливу на кон'юнктуру фінансового ринку [40, с. 44].

З розвитком фінансових ринків з'являються і нові цілі державних запозичень. Зокрема, активізація випуску індексованих державних облігацій, які приваблюють нові категорії інвесторів. Це дозволяє, з одного боку, задовольнити потреби інвесторів, що в ситуації невизначеності потребують гнучких інструментів, та відповідно збільшити попит на державні боргові цінні папери. З іншого боку, крім задоволення потреб у фінансових ресурсах, держава має можливість зменшення ризиків державного боргу, оскільки при стабілізації національної валюти, спаданні напруженості на фінансових ринках, коли інфляція та відсоткові ставки знижуватимуться, індексовані до рівня інфляції цінні папери дають можливість знизити відповідні виплати за державним боргом.

З урахуванням цільових орієнтирів обґрунтуємо можливі ефекти залучення зовнішніх позичкових ресурсів та наслідки боргового фінансування для національної економіки. Передусім зазначимо, що під макроекономічним ефектом будемо розуміти зміну параметрів макроекономічної кон'юнктури, фіскальної та монетарної політики держави, національного багатства, економічного розвитку в результаті впливу державного боргу [173, с. 4].

Розглянемо позитивні та негативні макроекономічні ефекти від зовнішнього позичкового фінансування в короткостроковому періоді, з позиції суверенного позичальника (рис. 1.2).

На стадії залучення державні позики, за своєю природою, здійснюють макроекономічну функцію регулювання податкового навантаження на суспільство. При вирішенні дилеми: збільшувати податковий тягар чи залучати державні позики, зазвичай перевага надається борговому фінансуванню бюджету, послаблюючи навантаження на податкові джерела надходжень до бюджету. Тобто, у короткостроковому періоді інтерес фіскальної політики



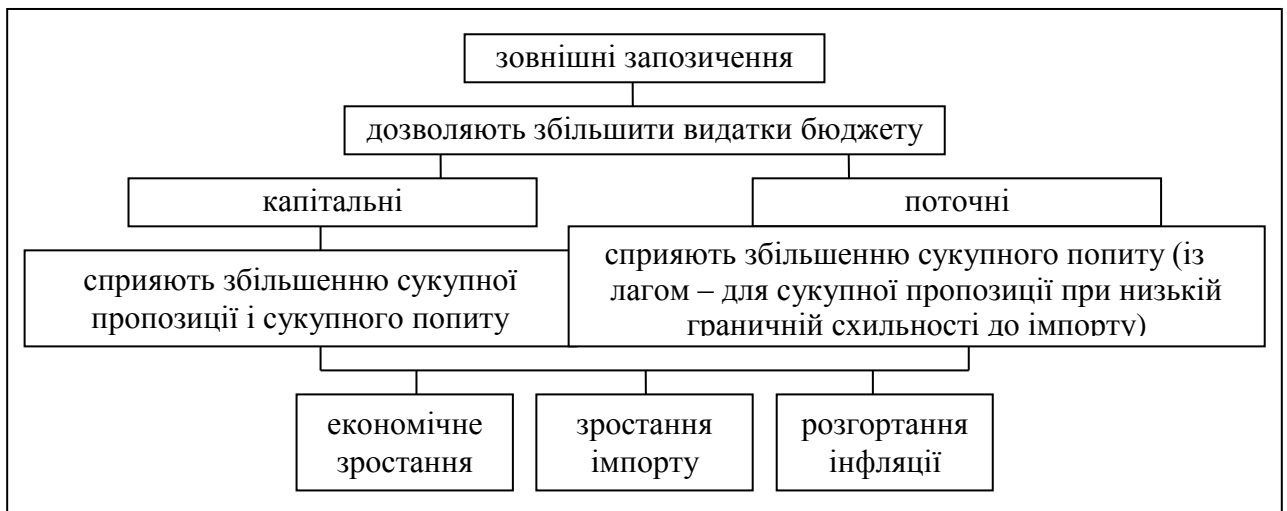
**Рис. 1.2. Короткострокові ефекти залучення і погашення зовнішнього боргу\*.**

може полягати у тому, щоб з метою збільшення програмних видатків бюджету залучити якнайбільший обсяг фінансових ресурсів за мінімальною вартістю [177, с. 234]. Відтак, заходи фіскальної політики направлені на боргове фінансування дефіциту бюджету (на противагу збільшенню податкового навантаження) сприятиме збільшенню ефективного попиту. Збільшення ефективного попиту, у свою чергу, сприятиме зростанню ВВП.

Загалом зовнішні державні запозичення, збільшуючи можливості держави для нарощування своїх видатків, сприяють економічному зростанню двома напрямками (рис. 1.3).

Перший з них полягає у створенні більших можливостей для зростання сукупної пропозиції у випадку спрямування запозичених коштів на капітальні видатки. За таких умов крива виробничих можливостей паралельно зсувається вправо через нарощування запасу капіталу та збільшення елементів інфраструктури. Другий канал забезпечує економічне зростання шляхом

\* Складено автором самостійно.



**Рис. 1.3. Вплив зовнішніх запозичень на економічне зростання: фіскальні ефекти\*.**

стимулювання сукупного попиту через збільшення державних витрат навіть, якщо вони спрямовуються на поточне споживання (відповідно до постулатів кейнсіанської економічної теорії). Однак, при цьому слід враховувати можливу нееластичність сукупної пропозиції відносно змін у сукупному попиті, що призводитиме до стимулювання імпорту (у разі відкритої економіки та структури суспільного виробництва з низькою часткою виготовлення готового споживчого продукту) або розгортання інфляційних процесів (як результат збільшення грошової маси без адекватного зростання товарної).

Таким чином, здійснення державних запозичень має своїм наслідком для суспільства збільшення можливостей для економічного зростання. Стимулюючий вплив зовнішніх запозичень на етапі нетто-залучення ресурсів простежується на основі таких макроекономічних тотожностей:

$$S - I = -dFD, \quad (1.1)$$

де  $S$  – внутрішні заощадження;

$I$  – інвестиції;

$-dFD$  – приріст чистої зовнішньої заборгованості.

Себто завдяки зовнішньому запозиченню з'являється можливість прискорити темпи зростання національного доходу країни за рахунок надходження додаткових інвестицій [26, с. 84].

\* Узагальнено і побудовано автором

$$NDI-A=-dFD, \quad (1.2)$$

де  $NDI$  – національний дохід;

$A$  – сукупні витрати;

$-dFD$  – приріст чистої зовнішньої заборгованості.

Тобто, зовнішні запозичення дозволяють країні здійснювати більші сукупні витрати ніж вироблений національний дохід.

Однак, позитивні ефекти залучення позикових коштів спостерігаються тільки на етапі нетто-залучення позик. Початкові позитивні імпульси, які походять від надходження в економіку додаткових ресурсів, згодом нівелюються зростаючими витратами на обслуговування боргу [26, с. 107]. Підвищення рівня споживчих і інвестиційних витрат, що має місце у період запозичення, фінансується за рахунок більш значного скорочення відповідних витрат у період погашення боргу. В таких умовах вилучення ресурсів із внутрішнього кругообігу з метою обслуговування раніше накопичених боргів виступає одним із факторів пригнічення економічної діяльності у країні-позичальниці [26, с. 108].

Незважаючи на низку позитивних ефектів, наслідком зростання зовнішнього боргу слугує посилення податкового тиску на національних виробників з метою акумуляції додаткових коштів для погашення боргу, що відповідно стимулюватиме “втечу” капіталу з країни [46, с. 524].

Короткострокові позитивні ефекти накопичення зовнішнього боргу нівелюються у довгостроковому періоді при неефективному використанні запозичених коштів. У разі продуктивного використання запозичених коштів темпи економічного зростання підвищуються, відбувається зростання валового нагромадження, зростає рівень внутрішніх доходів та ін. Відтак вилучення ресурсів на погашення і обслуговування зовнішнього боргу у середньо- та довгостроковому періоді не справлятиме дестимулюючий вплив на економічну діяльність. Однак за останні два десятиліття в країнах, що розвиваються, та з перехідною економікою практично не існує прикладів успішного використання зовнішніх запозичень для збільшення інвестиційної бази, особливо у

технологічному секторі. Найчастіше ейфорія полегшеного доступу до кредитних ресурсів завершується глибокими фінансовими кризами. У 70–90-х рр. ХХ ст. безумовним “лідером” у розгортанні таких криз були країни Латинської Америки. Проте, за останнє десятиліття подібні явища спостерігалися у Східній Європі, а восени 2008 р. Ісландія продемонструвала, що банкрутом може стати цілком “безпечна” промислово розвинута країна [175, с. 162]<sup>4</sup>.

При дослідженні впливу зовнішніх запозичень на економічний розвиток держави визначальною умовою такого впливу є темпи акумуляції зовнішнього боргу в короткостроковому періоді. Так, зокрема, негативний вплив боргових процесів на економічне зростання посилюється при надмірній акумуляції зовнішнього боргу в короткостроковому періоді, що і відбувалося в сфері зовнішніх державних запозичень України у 2008–2009 рр. За цей період зовнішній державний борг України зріс більш, ніж утричі, посиливши макроекономічну нестабільність і підвищивши вразливість фінансової системи держави до дії зовнішніх шоків.

Не відкидаючи наведених переваг зовнішніх запозичень і позитивних зрушень у борговій політиці України в 2001–2007 рр. варто зазначити, що потенційні недоліки надмірної акумуляції зовнішнього боргу є наслідком стримування інвестиційної діяльності у приватному секторі, зростання реальних відсоткових ставок за позиками, пригнічення внутрішніх інвестицій і втечі національного капіталу за кордон, підвищенні кредитного і валютного ризиків, підвищення премії за ризик, зниженні кредитних рейтингів, а відтак і підвищення ризику рефінансування боргу.

На рисунку 1.4. схематично зображено теоретичну конструкцію залучення зовнішніх позик і вплив акумуляції зовнішнього боргу на економіку країни.

---

<sup>4</sup> Після загострення фінансової кризи у США побоювання щодо банкрутства банківської системи Ісландії призвели до масованої “втечі капіталу”, через що фондовий ринок втратив понад  $\frac{3}{4}$  власної капіталізації. Уряд Ісландії був змушений викупити за 600 млн. євро 7% акцій банку Glitnir Bank, а згодом було націоналізовано два інших найбільших банки країни – Kaupthing і Landsbanki. У жовтні для послаблення впливу світової фінансової кризи та підтримки ісландських банків МВФ надав Ісландії 6 млрд. дол. США кредиту [175, с. 162].

На етапі нетто-залучення приплив капіталу позначається або зміцненням національної грошової одиниці або збільшенням пропозиції грошової маси. Такі процеси позитивно впливають на обсяги приватного споживання, сприяють збільшенню інвестицій в основні фонди. Однак відповідні процеси відбуваються на тлі підвищення цін, що у середньостроковому періоді може частково нівелювати позитивні ефекти.

При помірній акумуляції зовнішнього боргу, за умови продуктивного використання позик, зовнішні запозичення будуть мати стимулюючий вплив на економічне зростання. Поза як дохідність проектів, у які інвестовано запозичені кошти, перевищуватиме рівень витрат на погашення боргу, і зовнішнє боргове навантаження, яке характеризується співвідношенням “зовнішній борг / ВВП” залишатиметься стабільним.

Надмірне зростання зовнішнього боргу може сприяти зниженню ефективності фіскальної політики. У випадку, якщо збільшення державних видатків відбувається за рахунок зростання державного боргу і не забезпечується відповідними доходами, то оцінці ефективності витрат часто не приділяється належної уваги. Зокрема, дана теза обґрунтовується в роботах Дж. Б'юкенена. На думку ученого, політичні діячі проводять політику надмірної акумуляції боргу для збільшення державних видатків, до яких є чутливий політичний електорат [185]. Дані витрати частіше за все мають соціальний характер та з точки зору економічного розвитку є продуктивними лише у тих випадках, коли існує криза попиту. Разом з тим “мильна бульбашка” соціальних витрат призводить до все більшого дефіциту бюджету, який стає перманентним і починає витісняти інвестиційні видатки [84, с. 24–25].

Фіскальні ефекти, складовою яких є фіскальні стимули, держава може реалізувати за допомогою залучення зовнішніх фінансових ресурсів. Зазвичай, фіскальні стимули позитивно впливають, як на сукупний попит, так і на сукупну пропозицію в економіці. Йдеться про фінансування урядом інвестиційних витрат, підвищення соціальних трансфертів при зменшенні оподаткування доходів і прибутків, зниженні податкового тиску на трудові

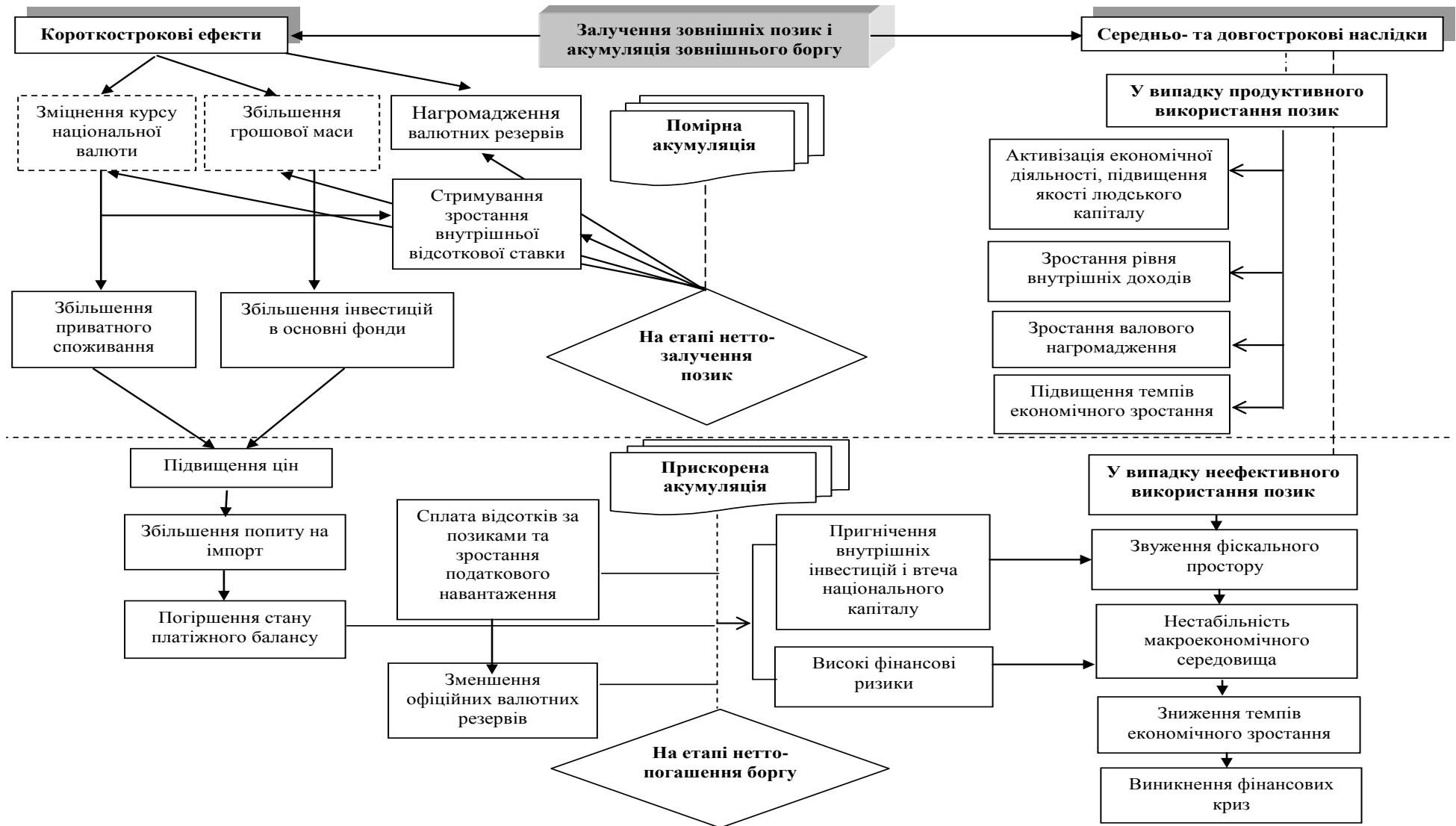


Рис. 1.4. Теоретична конструкція макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень та вплив акумуляції боргу на економіку країни\*

\*Складено автором самостійно на основі [175; 26].

доходи, які сприяють зростанню потенційного випуску через зменшення трансакційних витрат.

Уряди багатьох розвинутих країн у період 2008–2009 рр. використовували фіскальні стимули для пом'якшення наслідків світової кредитної кризи. Проте, на відміну від розвинутих країн, уряди країн з низьким і середнім рівнем доходів, зважаючи на особливості національних фінансових систем і закономірності міжнародного руху капіталів, позбавлені можливостей для нарощування державного боргу з ринкових джерел у кризові часи. При надмірній акумуляції боргу, а надто у період дестабілізації фінансових ринків, застосування фіскальних стимулів може призвести до суттєвого підвищення рівня відсоткових ставок, невід'ємним компонентом яких є ризикові премії. Якщо зростання ризикової премії є достатньо вагомим, то ефекти фіскальних стимулів стають негативними. Так, надмірне нарощування зобов'язань держави з метою застосування фіскальних стимулів призвело до суттєвого зростання співвідношення державного боргу до ВВП у розвинутих країнах. Для порівняння: на кінець 2007 і 2009 рр. державний борг складав, відповідно, 64% і 77% ВВП у Франції, 63% і 79% у Німеччині, 103% і 116% в Італії, 44% і 69% у Великобританії [200].

Тобто застосування фіскальних стимулів внаслідок збільшення зовнішнього боргу, доцільне у тому випадку, якщо він сприймається учасниками фінансового ринку як безпечний, тоді держава для стимулювання економіки під час кризи може застосовувати фіскальні стимули. Проте, якщо темпи акумуляції зовнішнього державного боргу є надмірними і обсяг зовнішнього боргу досяг критичного рівня, то збільшення дефіциту бюджету внаслідок застосування фіскальних стимулів матиме дестабілізаційні наслідки.

Виникнення і рівень позитивних чи негативних ефектів залучення зовнішніх ресурсів безпосередньо пов'язане з ефективністю механізму управління державним боргом, основним критерієм якого є здатність максимізувати позитивні ефекти зовнішнього державного запозичення для країн-реципієнтів. Теоретичні положення механізму управління державним



боргом будуть викладені у підрозділі 1.2.

## **1.2. Теоретико-концептуальні засади та функціональні елементи механізму управління зовнішнім державним боргом**

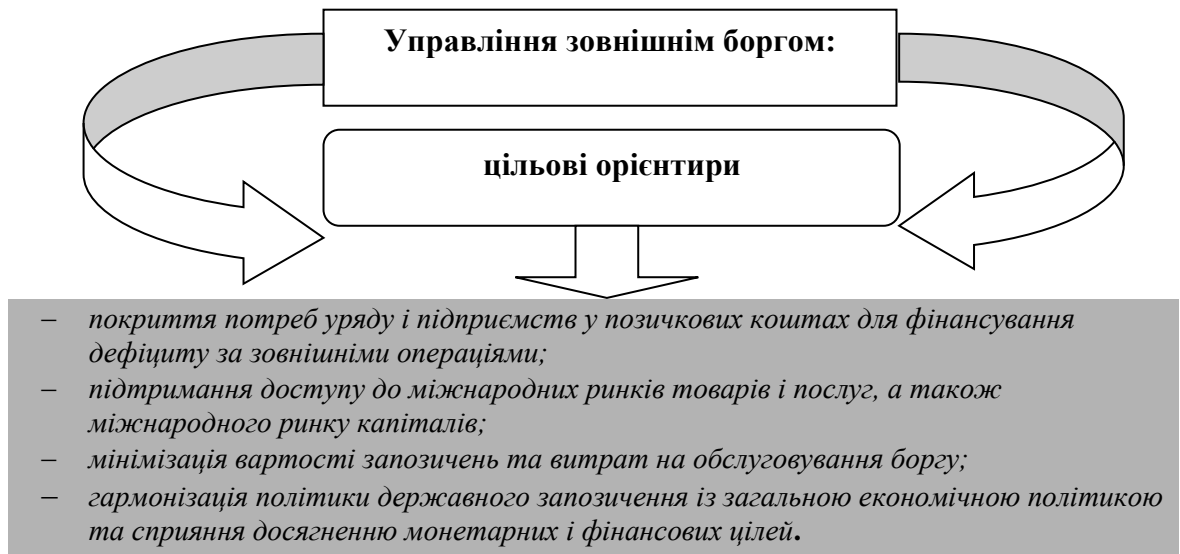
Однією з важливих деструктивних проблем зміцнення державних фінансів України розглядається недосконалість політики управління державним боргом та об'єктивна необхідність запровадження ефективного механізму управління ним. Відсутність належної політики управління державним боргом стало наслідком стрімкого зростання сукупного зовнішнього боргу, пікового навантаження платежів щодо його обслуговування та погашення в окремих періодах, дефіциту джерел фінансування, зниженню кредитних рейтингів і зростанню ризикових премій та реальної загрози боргової кризи. Усе це свідчить про відсутність досвіду, а також належної теоретичної та методологічної бази щодо управління державними запозиченнями.

Світовою практикою напрацьовано ряд принципів і цільових орієнтирів політики управління зовнішнім боргом. Вважається, що дана політика має скеровуватися на досягнення таких загальноекономічних і фінансових цілей [26, с. 316] (рис. 1.5.).

Враховуючи те, що формування ефективного механізму управління зовнішнім боргом в Україні перебуває в зародковому стані, комплексне дослідження сутнісно-теоретичних засад механізму управління зовнішнім державним боргом постає як першочергове. Адже від ефективності політики та механізму управління державним боргом України залежить багато стратегічно важливих питань, а саме: її кредитний рейтинг, боргова стійкість, функціонування внутрішнього та зовнішнього ринків цінних паперів, а головне формування суверенного іміджу держави як надійного позичальника.

В економічній літературі досить часто зустрічається ототожнення дефініцій, “управління державним боргом” та “регулювання державного боргу”. Для їх семантичного розмежування проведемо порівняльний сутнісний аналіз.

Управління – вплив на процес, об’єкт чи систему для збереження їхньої



**Рис. 1.5. Цільові орієнтири політики управління зовнішнім боргом\*.**

стійкості або визначених цілей [33, с. 731]. Регулювання (від лат. *regulo* – впорядковую) спосіб та механізм підпорядковувати що-небудь певній планомірній організації дій [103, с. 170]. Якщо дефініція “управління” включає сукупність прийомів і методів цілеспрямованої дії на об’єкт з метою досягнення певного результату, то у свою чергу, дефініція “регулювання” означає безпосередню дію на об’єкт з метою досягнення певного результату, а також упорядкування його в межах параметрів, планів, коригування відхилень від останніх.

Поняття “управління” і “регулювання” будучи суміжними явищами мають самостійну основу та змістовну характеристику. Управління державним боргом як багаторівнева система є поняттям ширшим, оскільки до системи управління входять функціональні підрозділи управління та підсистема управління. Регулювання як функція управління забезпечує функціонування та розвиток системи управління державним боргом в межах заданих кількісних параметрів.

Доцільно також звернути увагу на те, що в науковій літературі не існує єдиного усталеного підходу до розкриття сутності дефініції “управління державним боргом”, про що переконливо свідчать як західні, так і вітчизняні

\* Складено автором на основі [26, с. 316].

джерела інформації.

Так, зокрема, методи управління державною заборгованістю, як важливий елемент механізму управління державним боргом, досліджуються в зарубіжній літературі в науковому напрямі – “борговий менеджмент” (“debt management”). Борговий менеджмент є однією з найважливіших сфер управління державним боргом і представляє собою менеджмент складу і структури державного боргу при незмінному сукупному обсязі заборгованості. Необхідно відзначити, що до теперішнього часу серед економістів, які досліджують дану проблему, не існує єдності думок, щодо трактування сутності боргового менеджменту.

Д. Тобін – один з перших, хто звернув увагу на важливість державної політики щодо регулювання структури заборгованості. Інтеграція кредитно-грошової політики і боргового менеджменту була поглиблена завдяки дослідженню дисконтної політики центрального банку і теорії портфельних інвестицій. Зокрема, Д. Тобін розглядає гроші і інструменти системи управління державним боргом, поряд з реальними інвестиціями, як активи приватного сектора. На його думку їх додаткова пропозиція дозволяє уряду знижувати прийнятну для інвесторів прибутковість капіталу і, тим самим, активізувати інвестиції в реальний капітал, цілеспрямовано впливати на сукупний попит і економічну активність [159].

Дж. Мілбрадт, під управлінням державним зовнішнім боргом розуміє свідому переструктуризацію боргу для цілей економічної політики, а завдання управління боргом – як мінімізацію витрат на його обслуговування: “...коли держава намагається здійснити позику за найвигіднішими умовами” (застосував поняття “фіскально-орієнтоване управління боргом”). Механізм врегулювання структури боргу автор бачить доволі простим, тобто таким, який зачіпає тільки відсоткові боргові зобов’язання: “...в умовах зростання вартості запозичень держава намагається, по можливості, не брати довгострокових кредитів і не обмінювати короткострокові зобов’язання на довгострокові, щоб у майбутньому не бути зв’язаною зобов’язаннями, які обслуговуються за високими відсотковими ставками” [206, с. 79].

В монографії співробітника Світового банку Т. Клайна “Управління державним боргом” здійснюється широкий огляд проблем, пов’язаних з управлінням державним зовнішнім боргом [192]. Основний висновок автора полягає у тому, що успішне управління державним боргом потребує організованого співробітництва між усіма підрозділами уряду, які володіють ключовою інформацією для прийняття рішень стосовно доступу до зовнішнього фінансування і його правильним застосуванням. Прийняття таких рішень є надзвичайно складним процесом, який передбачає: реалістичний прогноз основних макроекономічних показників і платіжного балансу; постійний аналіз стану зовнішніх фінансових ринків і можливості здійснювати зовнішні запозичення; повноту і постійне оновлення інформаційної бази щодо зовнішнього боргу.

Т. Магнуссон, голова Шведського боргового агентства SNDO опираючись на свій власний досвід, намагався відповісти на ряд ключових питань стосовно становлення в країні ефективного управління суверенним боргом. Відповідаючи на питання: “що таке ефективне управління державним боргом?”, автор підкреслює важливість наступних складових такого управління: формування системи контролю за надходженням і впливом державних ресурсів; моніторинг кредитного ризику, щодо операцій уряду (включаючи адекватний облік умовних зобов’язань); повний контроль за нагромадженням зовнішнього боргу; становлення системи оцінки ризику за борговим портфелем [204]. Наведене трактування відрізняється від попередніх тим, що тут увага акцентується саме на посиленні контролю на усіх стадіях боргового процесу. Особлива увага приділяється при цьому проблемі управління умовними зобов’язаннями та ризикам, що пов’язані з такими зобов’язаннями. У своїх дослідженнях автор аналізує різноманітні варіанти організації боргового менеджменту (центрального банку, автономну боргову агенцію, боргову агенцію у складі Міністерства фінансів) і в якості оптимального варіанту акцентує на борговій агенції у складі Міністерства фінансів.

Практично першою спробою обґрунтування нагромадженого світового досвіду управління суверенними борговими зобов'язаннями, в якій систематизовані основні завдання і методи становлення ефективного управління боргом, можна вважати опублікований у травні 2001 року спільний документ МВФ і Світового банку “Настанови щодо управління державним боргом” [143]. Напевно, не буде перебільшенням сказати, що даний документ – це єдине комплексне дослідження, яке містить ґрунтовний аналіз проблем управління суверенним боргом, який визначається як процес розробки і реалізації стратегії управління заборгованістю направленою на залучення необхідного обсягу фінансування, використання цільових установок стосовно величини ризику та ін.

Дослідження проблеми управління зовнішнім державним боргом у вітчизняній науці є відносно новим напрямом у сфері цієї наукової проблематики. Проте слід віддати належне високому науковому рівню тим небагатьом дослідженням у царині управління державним боргом.

Вчений О. Кузьменко зазначає, що управління державним боргом України – це сукупність заходів, способів, операцій і процедур впливу уповноважених законодавством суб'єктів на стан державного боргу, його регулювання і погашення, здійснення контролю за борговою політикою в державі з метою пошуку ефективних джерел його фінансування, а також зменшення негативних наслідків [89, с. 167].

Таку думку розділяє Т. Бондарчук, акцентуючи увагу лише на врегулюванні зовнішнього державного боргу як складової управління, що значно звужує розуміння даного поняття [16, с. 96 ].

В. Козюк розглядає управління державним боргом як складову системи макрорегулювання. На думку ученого, управління державним боргом є своєрідною похідною вектору макрорішень, які, в Україні реалізуються у площині дезінтеграції із системно-структурним аспектом трансформації. Це передбачає підпорядкування боргової політики досягненню самозаперечної мети – стимулювання попиту в державному секторі за умов здійснення

мобілізованої тактики запозичень та макростабілізація, глибина реалізації якої базується на борговому потенціалі країни [86, с. 215].

Більш загальний підхід до визначення управління державним боргом подається авторами підручника “Казначейська система України” С. Юрієм, В. Стоян та О. Даневичем. Зокрема, під управлінням державним боргом розуміють сукупність заходів, що приймаються державою в особі її уповноважених органів щодо визначення місць і умов розміщення та погашення державних позик, а також забезпечення гармонізації інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів [178, с. 464]. Такої ж думки дотримується вчений О. Романенко [142, с. 237–238].

В. Лісовенко під управлінням державним боргом розуміє комплекс заходів щодо моніторингу та контролю сукупного обсягу державного боргу, регулювання складу, структури та граничних меж боргу, а також визначення найбільш прийнятних для даних економічних умов інструментів залучення, обслуговування та погашення боргу. Управління зовнішнім державним боргом автор представляє у розрізі таких процедурних етапів: обґрунтування необхідності залучення коштів та найбільш ефективних напрямків їх використання; оптимізація умов залучення зовнішніх позик; оптимізація процесу обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу [93].

Враховуючи підхід автора, доцільно, на наш погляд, представлені блоки сформувати таким чином: обґрунтування необхідності залучення позичкових коштів; оптимізація умов залучення зовнішніх позик; визначення найбільш ефективних напрямків їх використання; впорядкування процесу обслуговування та погашення державного зовнішнього боргу.

Схожої думки дотримується Н. Зражевська, акцентуючи увагу на кінцевій меті такого управління. Під управлінням зовнішнім державним боргом вона розуміє сукупність принципів, форм та методів цілеспрямованого впливу держави в особі уповноважених нею органів на об’єкти управління (стадії боргового процесу) з метою досягнення визначених економічних, політичних та соціальних цілей, забезпечення національної безпеки та гармонізації інтересів

позичальників і закордонних кредиторів. На думку автора, механізм управління зовнішнім державним боргом це послідовність таких етапів (стадій): мобілізація фінансових ресурсів, використання залучених коштів, погашення і обслуговування державного боргу [50]. У цьому трактуванні автор не розмежовує управління зовнішнім боргом і механізм управління, а механізм управління зовнішнім боргом ототожнює з борговим процесом. Проте, поняття “механізм” і “процес” не коректно ототожнювати, позаяк борговий процес – це послідовність дій, стадій (етапів), а механізм управління – це значно ширше поняття, яке охоплює систему методів, важелів, інструментів і функціональні зв’язки між ними.

Учений О. Барановський проблему управління зовнішнім державним боргом (у даному випадку мова йде про управління державним боргом в цілому, але його можна екстраполювати на управління зовнішнім боргом) розглядає з позиції боргової безпеки, як процес розробки та практичної реалізації стратегії управління державними запозиченнями з метою підтримки обсягу боргу на економічно-ефективному та безпечному рівні, мінімізації вартості його обслуговування і рівномірного розподілу в часі пов’язаних з боргом платежів [13, с. 358].

На думку Т. Вахненко, управління зовнішнім боргом має пов’язуватися з чіткою системою макроекономічних заходів. Автор глибоко переконує (і з цим цілком можна погодитись), що ефективне використання наявних резервів економічного розвитку, створення сприятливих умов для експорту та зважене регулювання імпорту, а також зупинення втечі капіталу за кордон створюватимуть загальноекономічні засади ефективного управління зовнішнім боргом [26, с. 317–318]. Натомість у монографії не запропоновано авторського підходу до визначення дефініції “управління зовнішнім державним боргом”.

І. Заверуха розглядає управління державним боргом у широкому та вузькому аспектах. Зокрема, у широкому розумінні управління державним боргом “... один із напрямків фінансової політики держави в особі органів державної влади і управління щодо боргової стратегії держави, зокрема цілей

боргового фінансування; визначення вартості та обсягу боргу; організації планування, обліку, звітності та контролю державного боргу, з метою задоволення фінансових потреб держави та суспільства в режимі раціонального використання бюджетних коштів, економії ресурсів, опосередкованих борговими зобов'язаннями уряду та мінімізації обслуговування боргу” [49, с. 317]. У вузькому розумінні, автор розглядає управління державним боргом як повноваження органів державного управління спеціальної компетенції щодо погашення та обслуговування державного боргу; оптимізації структури державного боргу та його динаміки; визначення джерел надходження позичкових коштів та кола позичальників; вибору видів запозичення, визначення їх обсягів, періодичності здійснення емісії та механізму реалізації; регулювання ринку державних цінних паперів; інформаційного забезпечення; звітності та контролю [49, с. 317]. У цілому ми погоджуємося з такими підходами, хоча їхнє трактування частково вважаємо дискусійним.

Управління зовнішнім державним боргом в контексті реалізації заходів щодо регулювання його обсягу і структури, визначення умов і здійснення нових запозичень, зміни умов уже випущених позик, погашення і обслуговування боргу, регулювання ринку державних запозичень, визначення умов, представлення державних кредитів і державних гарантій та контроль за їх цільовим використанням розглядається (з деякими модифікаціями) у дослідженнях Ю. Вавілова, А. Петрова, А. Саркіянца. У роботах даних учених питання управління зовнішнім державним боргом обмежується викладенням різних аспектів кризового управління боргом. Тоді як, “кризове управління боргом” (його врегулювання) і “активне управління боргом”, яке направлене саме на уникнення формування кризових ситуацій, авторами не розмежовуються.

Інші автори наголошують на принципових змінах в політиці управління зовнішнім боргом, при цьому основна увага ними приділяється перенесенню акцентів у цій політиці від кризового управління боргом (його врегулювання) у бік активних методів такого управління.



Початок “нового” етапу вдосконалення управління зовнішнім боргом, що передбачає активне використання ринкових методів управління асоціюється із дослідженнями у роботах Ю. Данілова, Б. Хейфеца, А. Вавілова. Зокрема Б. Хейфец підкреслює, що стратегія управління зовнішнім боргом повинна характеризуватися комплексним підходом, який враховував би особливості загальноекономічної стратегії розвитку країни, валютної і грошово-кредитної політики, інвестиційної політики [170, с. 211]. Учений А. Вавилов вважає, що оптимізація управління боргом в умовах відсутності довіри до політики уряду передбачає значне збільшення боргових зобов’язань, на виплати за якими монетарна політика не здійснює прямого впливу. Такими зобов’язаннями, на його думку, є індексовані інструменти [20, с. 241]. “Новий” етап на думку даних вчених повинен характеризуватися не застосуванням можливих варіантів реструктуризації заборгованості або її списання, а вдосконаленням системи управління зовнішнім боргом, що має базуватися на активному використанні ринкових методів управління та імплементації зарубіжного досвіду врегулювання заборгованості.

З огляду на вищезазначене, приходимо до висновку про відсутність єдиного загальноприйнятого підходу до розкриття сутності управління державним боргом. Наведені вище визначення акцентують увагу на важливих, на думку відповідного автора, теоретичних і практичних аспектах управління державним боргом, а отже мають право на існування.

Враховання різновекторних підходів до розкриття сутності управління державним боргом, що представлені в зарубіжній і вітчизняній науковій літературі дозволяє нам сформулювати визначення дефініції “управління зовнішнім державним боргом”. Вважаємо, що управління зовнішнім державним боргом доцільно трактувати у широкому та вузькому розумінні. У широкому розумінні управління зовнішнім державним боргом доречно розглядати як один із напрямів макроекономічної політики (тобто як складову стратегічного управління), а у вузькому – як управління вартісними та структурними пропорціями боргового портфеля держави (як борговий менеджмент).

Отже, у широкому розумінні управління зовнішнім державним боргом передбачає формування одного із напрямів макроекономічної політики держави в особі уповноважених законодавством суб'єктів щодо визначення і реалізації стратегічних пріоритетів боргової політики держави, що потребує інституціональної і функціональної координації, організації планування і прогнозування, розроблення ефективних методів і важелів зниження боргового навантаження у контексті активного управління борговими зобов'язаннями для забезпечення збалансованого розвитку національної фінансової системи і убезпечення економіки від боргових криз.

У вузькому розумінні управління зовнішнім державним боргом є сукупністю заходів, які проводяться органами управління спеціальної компетенції пов'язаних з процедурою випуску і розміщення державних боргових зобов'язань, забезпечення своєчасного і повного виконання платіжних зобов'язань при мінімізації видатків державного бюджету і фінансових ризиків пов'язаних з зовнішнім державним та гарантованим державою боргом.

У науковій теорії існують диференційовані підходи до визначення цілей управління державним боргом. Так, В. Козюк зазначає, що процес управління державним боргом має бути зорієнтований на соціальну гармонізацію економічного зростання у якісно новому системно-інституційному середовищі, що дозволило б реалізувати політику інвестиційного підкріплення трансформації [86, с. 148]. А. Кіреєв наголошує на тому, що управління державним боргом має забезпечити підтримку його рівня та структури, щоб це не відбивалося негативно на темпах економічного зростання у довгостроковій перспективі [83, с. 342]. На думку А. Вавілова, головною ціллю управління державним боргом є мінімізація бюджетного ризику в поєднанні з мінімізацією вартості обслуговування боргу. Причому, домінуючу позицію займає саме мінімізація ризику. Поза як, політика мінімізації бюджетного ризику (яка поєднує ризик невиконання державних зобов'язань з обслуговування державного боргу та ризик впливу макроекономічних шоків) є первинною в порівнянні із чистою стратегією мінімізації витрат на обслуговування боргу.

Чисту стратегію мінімізації видатків на обслуговування боргу доцільно використовувати у тому випадку, коли премія за ризик визначається недосконалістю ринків, асиметричністю інформації, стійкими помилками в очікуванні інвесторів або відсутністю довіри до державної політики уряду [21, с. 52].

Цілі, завдання і принципи управління зовнішнім державним боргом відображені у додатку А.

Управління зовнішнім державним боргом, як система, поєднує наступні складові: об'єкт управління, суб'єкти управління та механізм управління.

Об'єктами управління державним боргом є: випущені та непогашені боргові зобов'язання держави; запозичені кошти, що надійшли у розпорядження уряду та суб'єктів господарювання (за наданими державними гарантіями) із зовнішніх джерел; кошти, отримані урядом за міжнародними угодами від міжнародних та іноземних інвесторів і частина валового внутрішнього продукту країни, яка спрямовується для обслуговування зовнішньої державної заборгованості.

Суб'єктами системи управління державним боргом є: органи, організації, установи, на які відповідно до чинного законодавства покладено зобов'язання здійснювати заходи, пов'язані з управлінням державним боргом; а також юридичні особи (позичальники гарантованих кредитів), міжнародні фінансово-кредитні організації та уряди іноземних держав, що виступають кредиторами держави.

Під механізмом управління державним боргом в економічній літературі розуміють систему форм, методів, важелів, інструментів, які використовуються в діяльності держави і підприємств за відповідного нормативного, правового та інформаційного забезпечення політикою на мікро- та макрорівнях [85].

Передумовою побудови механізму управління зовнішнім державним боргом є формування боргової стратегії держави.

Під борговою стратегією у світовій теорії і практиці розуміють систему дій і заходів щодо врегулювання боргових проблем держави та забезпечення

(чи відновлення) її платоспроможності. Боргова стратегія окреслює кінцеву мету політики управління державним боргом, яка зводиться до отримання найвищого ефекту від фінансування за рахунок запозичених коштів та забезпечення платоспроможності держави [177, с. 237].

Процес розроблення боргової стратегії як складової стратегічного управління державними фінансами передбачає:

- прогнозування майбутніх витрат на обслуговування боргу в середньо- та довгостроковій перспективі (наприклад: особливості структури і термінів погашення нагромадженого обсягу зовнішнього боргу, процентні і валютні характеристики боргового портфеля, прогноз динаміки відсоткових ставок і валютних курсів, поведінка релевантних нефінансових змінних (ціна на сировинні товари та ін.);

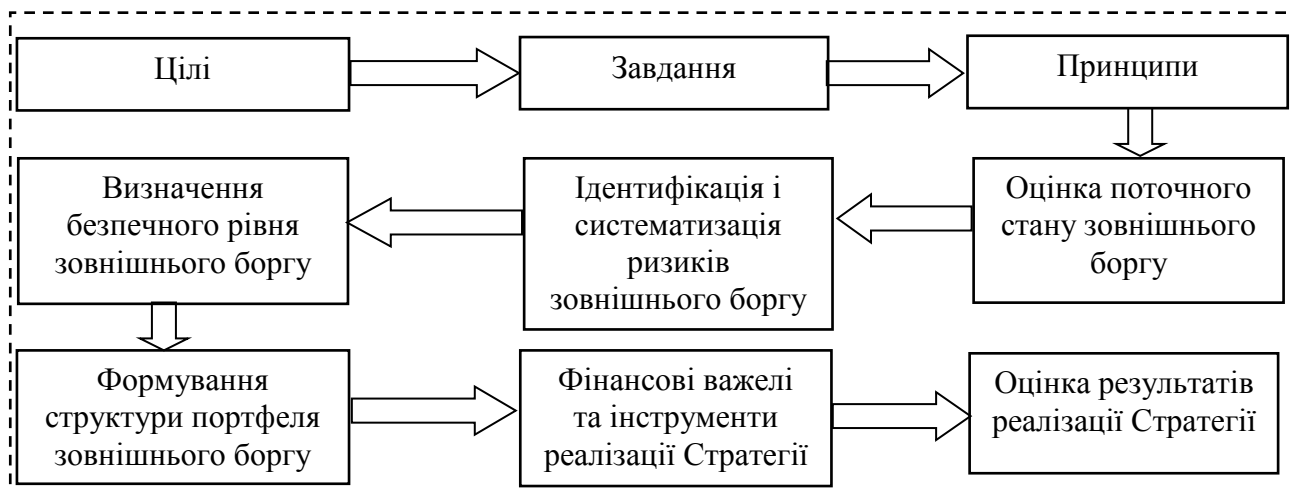
- визначення характеристики “профілю боргу”, який відображає рівень ризику за фактичним і прогнозним портфелем боргових зобов’язань, що охоплює такі показники як відношення короткострокового боргу до довгострокових зобов’язань, відношення обсягу боргу в іноземній валюті до обсягу зобов’язань в національній валюті, валютний склад боргу, середній строк погашення (дюрація) боргових зобов’язань, наявність “піку” платежів та інше;

- розрахунок ризику збільшення майбутніх видатків на погашення і обслуговування зовнішнього боргу в реальному вираженні, які можуть бути викликані потенційними економічними і фінансовими потрясіннями;

- оптимізацію організаційних засад формування, погашення та управління зовнішнім боргом;

- вироблення пропозицій щодо вдосконалення законодавчої бази, яка регулює порядок управління зовнішнім боргом [143].

Етапи формування і реалізації боргової стратегії схематично відображено на рисунку 1.6.



**Рис. 1.6. Основні етапи формування і реалізації боргової стратегії держави\***

Важливим етапом формування боргової стратегії є оцінка поточного стану зовнішнього боргу, який доречно проводити шляхом ідентифікації ризиків притаманних зовнішньому боргу. У рамках боргової стратегії ризик доцільно розглядати як ймовірність фінансових втрат в результаті настання непередбачуваних подій. Розробка системи управління ризиками як складової боргової стратегії держави необхідна для того, щоб сформувати оптимальну структуру зовнішньоборгового портфеля шляхом знаходження компромісного співвідношення між очікуваними видатками на обслуговування зовнішнього боргу і ризиком.

Аналіз світового досвіду показує, що обсяг погашення і обслуговування державного боргу залежить від матеріалізації ризиків, які відображені у таблиці 1.2.

В дослідженнях державного боргу, які проводяться міжнародними економістами, значна увага приділяється ризику реалізації умовних зобов'язань. Умовність у даному випадку означає, що вимоги кредиторів стають дійсними лише при виникненні умов чи обставин визначених заздалегідь.

Хоча з точки зору бухгалтерського обліку умовні зобов'язання не є частиною державного боргу, вони можуть породжувати значний тиск на

\* Узагальнено і побудовано автором

### Види ризиків, їх чинники та наслідки впливу [127; 162]

Вид ризику	Чинник ризику	Наслідки впливу чинників ризику
Ринкові ризики	Збільшення обсягу боргових зобов'язань внаслідок змін ринкових умов	
Відсотковий	Зростання плаваючих відсоткових ставок	
Валютний	Коливання курсів валют державного запозичення	
Ціновий	Зростання цін на товари і послуги, які використовуються при розрахунках за держ. боргом	збільшення витрат державного бюджету пов'язаних із: - збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу; - вступом в силу гарантійних зобов'язань; - невідшкодуванням витрат бюджету, здійснених на виконання гарантійних зобов'язань; - неповерненням позичальниками кредитів, заданих державою; - визнанням деякої суми державним боргом;
Ризик рефінансування	Залучення нових позик для здійснення платежів за державним боргом (рефінансування) без збільшення середньозваженої вартості боргу є неможливим	
Кредитні ризики	Невиконання контрагентом своїх зобов'язань	
Прямий кредитний	Невиконання позичальником зобов'язань за позиками, наданими державою за рахунок залучення нею коштів	
Гарантійний	Невиконання зобов'язань позичальниками перед кредиторами за гарантованим державою запозиченнями	
Ризик реалізації умовних зобов'язань	Порушення боржником своїх зобов'язань перед державою трансформуючи потенційні зобов'язання у фактичні.	
Ризик при здійсненні активного управління	Невиконання зобов'язань контрагентами при проведенні урядом диверсифікаційних трансакцій (свопів, опціонів, ф'ючерсів (форвардів), і ін.), операцій РЕПО, депозитно-інвестиційних трансакцій	
Ризик ліквідності	Нестача коштів державного бюджету на виконання зобов'язань за державним боргом	
Управлінський ризик	Здійснення правочину, який не є обов'язковим чи необхідним за ситуації, що існує на ринку	
Судовий ризик	Винесення судового рішення, яке призводить до збільшення державного боргу або до зменшення зобов'язань перед державою по відшкодуванню витрат на виконання нею кредитних та гарантійних зобов'язань	
Операційний ризик	Негативний вплив дії людського, технічного факторів і обставин непереробної сили	
Бюджетний ризик	Ризик значного недовиконання дохідної частини державного бюджету порівняно з планом, що може призвести до збільшення державних запозичень.	
Рейтинговий ризик	Ризик зниження суверенного рейтингу	

державні фінанси у випадку дефолту чи погіршення фінансового стану підприємства / установи, які безпосередньо несуть відповідальність перед кредиторами.

У фінансовій теорії феномен масового прийняття урядом зобов'язань приватного сектору має назву “усупільнення приватних боргів”. Так, у ході нещодавніх фінансових криз у країнах з ринками, що формуються, вливання державних коштів у банківський капітал стало найвагомим чинником зростання державного боргу [24, с. 22]. Наприклад, в Індонезії підтримка банків

державою призвела до зростання державного боргу більш як на 50%, породивши проблеми боргової стійкості, в Таїланді і Кореї відповідні показники склали відповідно 42 % і 34% ВВП, а у Туреччині зростання державного боргу внаслідок реалізації програми рекапіталізації банків досягло 33% ВВП [143].

Як зазначають фахівці Рахункової палати України, Міністерство фінансів до умовного боргу зараховує лише гарантований державою борг (на початок 2010 р. – 90 млрд. грн.) і, таким чином, звітує лише про частину державних боргових зобов'язань. Водночас, ще до розвитку сучасної фінансової кризи сума очевидних і неочевидних, прострочених, розстрочених і нерегульованих умовних державних зобов'язань уже досягла 453 млрд. гривень [17].

Існування ж різноманітних неочевидних видатків і зобов'язань може істотно вплинути на спроможність суб'єктів державного сектору виконувати майбутні вимоги. Такі борги можуть виникати у зв'язку з моральними або соціальними зобов'язаннями на додаток до зобов'язань суто правового характеру. Відомо, що більшість світових фінансових криз останніх років викликана тим, що в результаті дії різних чинників умовні зобов'язання можуть трансформувалися у прямі державні боргові зобов'язання [51, с. 26].

З метою повномасштабного статистичного охоплення державних боргових зобов'язань у таблиці 1.3. умовний борг запропоновано поділяти на очевидний і неочевидний.

За даними табл. 1.3 очевидні умовні зобов'язання представлені державними гарантіями за позиками місцевих органів влади, державних і приватних підприємств, державними програмами страхування. Неочевидні умовні зобов'язання пов'язані з очікуваннями громадськості чи певних груп впливу і обумовлені соціально-економічною роллю держави у суспільстві. До подій, при яких виникають вимоги до уряду, щодо виконання неочевидних умовних зобов'язань можна віднести: дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами; криза банківської системи та банкрутство банків (за виключенням видатків

### Класифікація державних боргових зобов'язань\*

Види боргових зобов'язань	Прямі (вимоги, які ґрунтуються на поточних подіях)	Умовні (вимоги, які залежать від майбутніх подій)
Очевидні (урядові зобов'язання офіційно визнані)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Міжнародні і внутрішні суверенні запозичення;</li> <li>• Зобов'язання щодо виплат службовцям.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Гарантії за несуверенними запозиченнями;</li> <li>• Страхові програми (за банківськими депозитами в зв'язку з нововведеннями, майнового страхування у випадку надзвичайних подій і т.д.)</li> </ul>
Неочевидні (очікування можливих витрат, внаслідок потенційних „моральних” або „соціальних” вимог, ґрунтованих на суспільному сприйнятті ролі уряду)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Майбутня поточна вартість проектів державних капітальних вкладень;</li> <li>• Майбутні державні пенсії;</li> <li>• Майбутні витрати на охорону здоров'я.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами;</li> <li>• Криза банківської системи та банкрутство банків (за виключенням видатків забезпечених страховою програмою);</li> <li>• вплив іноземного капіталу з внутрішнього фінансового ринку;</li> <li>• неплатоспроможність фондів соціального страхування.</li> </ul>

забезпечених страховою програмою); вплив іноземного капіталу з внутрішнього фінансового ринку; неплатоспроможність фондів соціального страхування; стихійні лиха та екологічні катастрофи. Однак, держава несе фінансові витрати на виконання неочевидних умовних зобов'язань лише у випадку неплатоспроможності, що зумовлено дестабілізацією та руйнуванням на фінансовому ринку, а також необхідністю втручання держави шляхом вливання державних коштів для уникнення масштабних потрясінь в економіці та збереження економічної безпеки.

Реалізація боргової стратегії забезпечується за допомогою дієвого і ефективного механізму управління зовнішнім боргом.

На нашу думку, механізм управління зовнішнім державним боргом доцільно розглядати як цілісну систему методів, важелів, інструментів впливу на об'єкт управління та функціональні зв'язки між ними на основі систем забезпечення боргового процесу для досягнення поставлених цілей управління зовнішнім державним боргом визначених борговою стратегією держави.

\*Складено автором на основі [3, с.47].



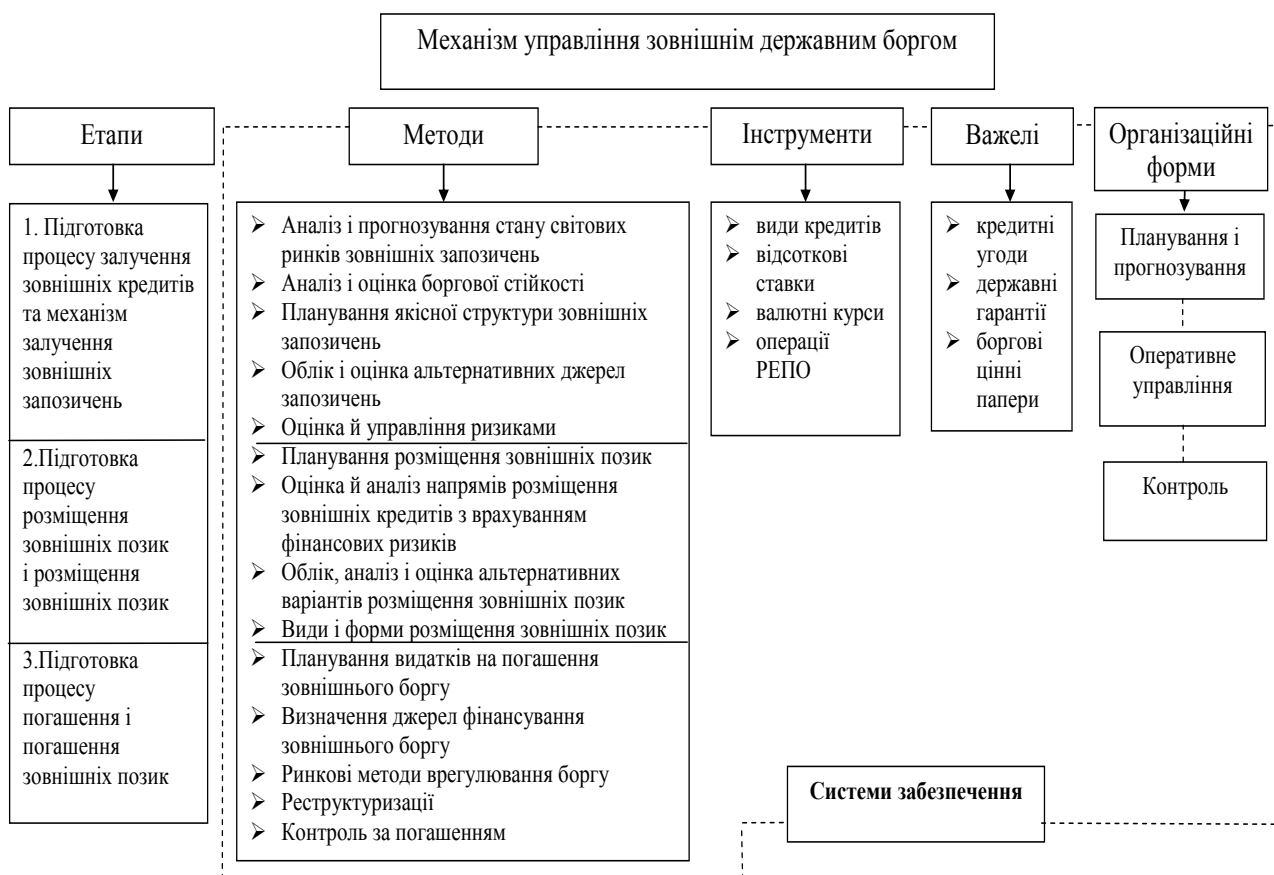
Ефективність механізму управління зовнішнім державним боргом доцільно розглядати як ступінь досягнення запланованого результату управлінської діяльності уповноважених законодавством суб'єктів управління у сфері державного боргу, що зіставлений з різними витратами (грошовими, матеріально-технічними та ін.) на його досягнення. Основними напрямками механізму управління зовнішнім державним боргом та його результатами, виходячи з природи поняття боргу, є такі: пошук надійних джерел для виплати боргу; раціональне використання запозичень; зменшення і нейтралізація негативних наслідків та фінансових ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом [136, с. 5–6].

Склад механізму управління зовнішнім державним боргом за основними його елементами представлений на рисунку 1.7.

Дієвість механізму управління зовнішнім державним боргом залежить від систем забезпечення, а саме: інформаційного, організаційно-правового та нормативно-адміністративного регулювання. Інформаційне забезпечення представлене передусім інформаційними потоками між складовими елементами механізму управління зовнішнім державним боргом. Завдання формування ефективних потоків вихідної та вхідної інформації викликане необхідністю надання оперативної та достовірної інформації про зобов'язання для прийняття оперативних і стратегічних управлінських рішень у сфері боргової політики [94, с. 69].

Механізм адміністрування зовнішнього державного боргу реалізується у ході бюджетного процесу. Зокрема, встановлення граничних розмірів зовнішнього боргу та державних гарантій щодо їх повернення визначаються у Законі України “Про державний бюджет” на відповідний рік.

Організаційно-правове забезпечення основних етапів управління зовнішнім боргом України та координація діяльності законодавчих і виконавчих органів влади у цій сфері регулюється законами України, указами Президента, положеннями, постановами Кабінету міністрів України, розпорядженнями, інструкціями, постановами Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Національного банку України.



**Рис. 1.7. Складові елементи механізму управління зовнішнім державним боргом\***

Організація управління державною зовнішньою заборгованістю значною мірою залежить від координації боргової стратегії держави з грошово-кредитною політикою. Як відомо, в розвинутих країнах зазвичай питанням грошово-кредитної політики та управління боргом займаються різні інституції.

Як свідчить світова практика, значні труднощі при формуванні системи управління державною зовнішньою заборгованістю виникають у держав саме в інституційній сфері. Вибір моделі інституційної структури управління зовнішнім державним боргом визначається множинністю факторів: як завданнями, що ставляться перед урядом у даній сфері, так і історичними традиціями і рівнем економічного розвитку країни.

На сучасному етапі існують різні підходи до побудови інституційної структури управління державним боргом. Основних моделей, по суті, три.

\* Складено автором на основі [88, с. 118 ]

Перша модель – борговий центр є підрозділом міністерства фінансів (казначейства). Друга модель – функції управління боргом розподілені між міністерством фінансів і центральним банком. Третя модель – створення незалежного боргового агентства, яке підпорядковується міністерству фінансів, проте діє як самостійна структура.

Перший, найбільш традиційний підхід передбачає збереження функцій управління державним боргом виключно за міністерством фінансів. За цим принципом створювалась, наприклад, Агенція управління державним боргом Великобританії (Debt Management, Office DMO), яка входить у склад казначейства, проте діє достатньо самостійно. Канцлер казначейства (Міністр фінансів) визначає лише політичні і фінансові напрямки діяльності DMO, прийняття ж конкретних рішень щодо проведення заходів щодо управління боргом, а також регулювання поточної діяльності делеговано директору Агентства [213]. Подібна модель управління характерна і для Франції, де ці функції делеговані спеціальній агенції Agens France Tresor (AFT), яка представляє собою структурний підрозділ казначейства у складі Міністерства економіки, фінансів та промисловості Франції (додаток Б).

Другий підхід до управління державним боргом передбачає розподіл відповідних функцій між Міністерством фінансів і Центральним банком. Схожа модель характерна, наприклад для Данії і Норвегії (в схематичному вигляді система управління державним боргом Данії представлена у додатку В).

Останнім часом широкого застосування набуває підхід, який передбачає делегування відповідних повноважень незалежним органам – агентствам з управління державним боргом. Так, наприкінці 1980-х рр. подібні структури були організовані в Швеції (Swedish National Debt Office, SNDO), Ірландії (National Treasury Management Agency, NTMA), Новій Зеландії (New Zealand Debt Management Agency, NZDMO). Структура новозеландської незалежної боргової агенції представлена в додатку Д. Боргові агентства у цих країнах мають максимально незалежний статус (наскільки це можливо для державної структури) і, як правило, підзвітні безпосередньо парламенту країни [186].

В організаційному плані боргова агенція ґрунтується на принципах діяльності інвестиційного інституту і включає 3 основні ланки: “фронт-офіс”, “мідл-офіс” і “бек-офіс”. В основі такого поділу – необхідність розподілу в процесі управління суверенним боргом (з метою забезпечення ефективності такого процесу) функцій оперативного і стратегічного управління боргом. Основні функції, які виконують дані підрозділи узагальнено на рисунку 1.8.



**Рис. 1.8. Функції стратегічного і оперативного управління державним боргом [143].**

Що стосується функцій, які є прерогативою боргової агенції, то їх перелік є досить широкий: починаючи від самого “мінімального” набору, котрий полягає в здійсненні контролю за станом боргу, до цілого спектру різних операцій, в тому числі розробки боргової стратегії, оцінки і управління ризиками боргового портфеля, обліку державного боргу, управління фінансовими ресурсами уряду, моніторинг запозичень тощо (додаток Е).

Отже, світовий досвід свідчить про те, що сучасний механізм управління державними борговими зобов’язаннями буде ефективним при комплексному вирішенні широкого кола завдань, а саме: економічних, фінансових, технічних, інформаційних. Створення такого механізму можливе, причому на різноманітних інституційних базах. Функціонування незалежного агентства не

гарантує автоматичного формування ефективного механізму управління державним боргом. Разом з тим, в країнах, де така структура була створена, Агентство дозволило вирішити, з одного боку, проблему зростаючого обсягу державного боргу та його регулювання в сучасних умовах нестабільності фінансових ринків, а з іншого – проблему залучення висококваліфікованого персоналу на державну службу.

Таким чином, запровадження в Україні ефективного механізму управління зовнішнім державним боргом дозволить у повній мірі реалізувати цілі визначені борговою стратегією та завдання тактичного характеру, відтак сприятиме зростанню інвестиційної і кредитної привабливості та фінансової стабільності.

### **Висновки до розділу 1**

За результатами теоретико-концептуальних засад управління зовнішнім державним боргом та теоретичних основ формування боргової стратегії держави, можна зробити такі висновки:

По-перше, з огляду на причинно-наслідковий зв'язок державного боргу з чинниками макроекономічного середовища, узагальнено теоретичні концепції та науково-емпіричні гіпотези формування зовнішнього державного боргу. Виявлено, що у кожний історичний період часу теорії державного боргу розвивалися через співіснування конкуруючих парадигм на основі плюралізму й альтернативності. Зокрема, у дисертації, згруповано теоретичні концепції зовнішніх запозичень та їх вплив на економічний розвиток, які розвивалися починаючи з другої половини ХХ ст. Першу групу складають концепції і теорії, що ґрунтуються на дедуктивному методі і описують складні формальні моделі економічної системи в рамках постейнсіанської та неокласичної школи, і передбачають те, що гіпотетично зовнішні запозичення виступають як інструмент макроекономічного регулювання і використовуються з максимально можливою ефективністю. Особливості нагромадження зовнішніх зобов'язань

держави та реалізація чинників негативного впливу зовнішнього боргу в загальноекономічному контексті – призвело до формування другої групи теорій державного боргу.

По-друге, аргументовано, що зовнішні запозичення генерують позитивні ефекти в економіці країн за умови спрямування запозичених ресурсів на вирішення стратегічних завдань, які запропоновано структурувати з урахуванням стратегічних цільових орієнтирів, зокрема: фіскальні цілі; економічна стабілізація і економічне зростання; оптимізація розподілу суспільних ресурсів.

По-третє, узагальнено теоретичні підходи щодо макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень та розкрито їх вплив на економічний розвиток. Зокрема обґрунтовано, що залучення в країну зовнішніх позик має часто-густо протилежні наслідки залежно від терміну залучення коштів та продуктивності їх використання. Виявлено короткостроковий експансійний та довгостроковий рестриктивний вплив державного боргу на економіку. Доведено, що позитивний вплив спостерігається лише на етапі нетто-залучення коштів. Висвітлено вплив помірної та надмірної акумуляції зовнішнього боргу на економіку країни. Встановлено, що застосування фіскальних стимулів при надмірних темпах акумуляції зовнішніх запозичень і досягненні зовнішнім боргом граничного рівня може мати для економіки дестабілізуючі наслідки.

По-четверте, проведений аналіз існуючої теоретичної бази і узагальнення понятійного апарату дозволив сформулювати власне розуміння проблеми управління зовнішнім державним боргом, яке доцільно розглядати у широкому та вузькому розумінні. У широкому розумінні управління зовнішнім державним боргом доречно розглядати як один із напрямів макроекономічної політики (як стратегічне управління), а у вузькому – як управління вартісними та структурними пропорціями боргового портфеля держави (як борговий менеджмент).

По-п'яте, в умовах надмірних темпів акумуляції державного боргу (зовнішнього державного боргу, зокрема) формування науково обґрунтованої

боргової стратегії та її взаємозв'язок з іншими напрямками економічної політики на сучасному етапі є пріоритетним завданням стратегічного управління державними фінансами та макроекономічної політики держави.

По-шосте, аргументовано, що запровадження ефективного механізму управління зовнішнім боргом, який передбачає злагоджену роботу усіх інституцій у сфері управління державним боргом та функціональні зв'язки між його складовими елементами є визначальним чинником забезпечення в Україні зростання інвестиційної і кредитної привабливості та фінансової стабілізації, формування суверенного іміджу України як надійного позичальника.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях автора [62; 67; 70; 72; 75; 77].

## РОЗДІЛ 2

### БОРГОВА ПОЛІТИКА ТА МЕХАНІЗМ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ

#### **2.1. Аналіз боргової політики в контексті макроекономічних наслідків**

На початкових етапах трансформаційного періоду в Україні зовнішні позики відігравали життєво важливу роль, поза як дозволяли прискорити процес внутрішнього капіталоутворення та підтримувати мінімальний рівень споживчих витрат в умовах значного зниження рівня виробництва. Однак, боргова криза 1998–2000 рр. призвела до втрати Україною доступу до іноземних комерційних джерел для здійснення запозичень. Основна мета політики державних запозичень в 1998–2001 рр. полягала з одного боку, в організації своєчасного погашення позик перед МФО, а з іншого – у проведенні реструктуризації наявних боргових зобов'язань [166, с. 341].

Основні причини боргової кризи в Україні і проведення численних реструктуризацій зовнішньої заборгованості були пов'язані з такими обставинами. По-перше, державні запозичення здійснювалися безсистемно, не було чітко визначено цілі боргової політики держави та принципи управління зовнішнім державним боргом. По-друге, запозичені кошти використовувалися неефективно, оскільки в умовах фінансової реструктуризації і адаптації підприємств до умов ринку держава (для збереження робочих місць і унікальних виробничих комплексів) змушена була покривати за рахунок зовнішніх кредитів витрати підприємств на закупівлю імпортних енергоносіїв, сировини та обладнання. Проведення такої політики і, як наслідок, непродуктивне використання залучених ззовні коштів не забезпечувало створення економічного базису для повернення накопичених боргів та породжувало залежність державних фінансів від залучення нових позик [25].

Основними чинниками стабілізації боргової ситуації, починаючи з 2001 р. виступали:



- досягнення позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу;
- виконання Державного бюджету з профіцитом (697 млн. грн. у 2000 р. і 1036 млн. грн. у 2001 р.);
- проведення зваженої валютно-курсової політики і накопичення міжнародних резервів НБУ;
- підвищення міжнародного кредитного рейтингу держави та зниження вартості обслуговування державного боргу.

За чотири роки з кінця 2001 р. до кінця 2005 р. сума зовнішнього державного боргу України збільшилася лише на 1,6 млрд. дол. США і досягла величини 11,7 млрд. дол. США. У вказаний період збільшувалася сума як прямого зовнішнього боргу, так і гарантованого. Найбільш динамічною складовою зовнішнього боргу у вказаний період стала заборгованість за облігаціями зовнішньої державної позики (ОЗДП): вона зросла з 2,2 млрд. до 3,7 млрд. дол. США. В 2003 р. після 3-річної перерви уряд розмістив ОЗДП на суму 1 млрд. дол. США, у 2004 р. сума емісії становила 1,1 млрд. дол. США, а у 2005 р. було залучено облігаційну позику в євро, еквівалент якої становив 709,5 млн. дол. США [151].

Зовнішній гарантований борг упродовж 2001–2003 рр. залишався на стабільному рівні 2,1 млрд. дол. США. В 2004 році він збільшився до 3,3 млрд. дол. США у зв'язку з наданням державних гарантій Укрзалізниці на суму 700 млн. дол. США, Укравтодору на 400 млн. євро і конструкторському бюро “Південне” на 150 млн. дол. США, а також гарантуванням банківських кредитів Державній службі автомобільних доріг (табл. 2.1). У 2005–2007 рр. обсяг зовнішнього гарантованого боргу залишався незмінним: поступове погашення гарантованого боргу МВФ і ЄБРР поєднувалося з наданням нових гарантій Державній службі автомобільних доріг України (1,8 млрд. грн. у 2006 р., 4,7 млрд. грн. у 2007 р.) [43]. В 2009 році зовнішній гарантований борг збільшився з 3,3 млрд. дол. США до 9,5 млрд. дол. США, основною складовою такого приросту стала заборгованість перед МВФ, яка зросла до 6 млрд. дол. США [57].

Таблиця 2.1

**Зовнішній державний борг України у 2001–2010 рр.,  
(станом на кінець року)\***

млн. дол. США

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Прямий зовнішній державний борг</b>	<b>7975</b>	<b>8079</b>	<b>8554</b>	<b>8807</b>	<b>8704</b>	<b>9803</b>	<b>10592</b>	<b>11172</b>	<b>15097</b>	<b>22835</b>
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	2666	2555	2527	2383	2639	2538	2483	3188	8496	10432
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	3047	3009	2886	2725	2362	2128	1936	1724	1570	1415
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	55	2,9	2,5	1,6	0,7	0,3	0,1	0,1	73,3	
4. Заборгованість не віднесена до інших категорій	2209	2511	3139	3697	3702	5135	6175	6257	6965	8987
Міжнародний Валютний Фонд	0	0	0	0	0	0	0	0	1925	1891
заборгованість за облігаціями зовнішньої позики	2209	2511	3139	3697	3702	5135	6175	6257	5040	7096
<b>Гарантований зовнішній борг</b>	<b>2139</b>	<b>2111</b>	<b>2138</b>	<b>3339</b>	<b>2970</b>	<b>2857</b>	<b>32573</b>	<b>7366</b>	<b>9496</b>	<b>11923</b>
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	2056	2039	2072	1853	1409	1010	665	5020	6441	7740
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	38,3	25,7	29,1	28,4	23,5	18,2	11,1	2,1	0	190,5
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	44,4	45,9	36,9	500,1	580	905	1790	1686	650	1001
4. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	0	0	0	957	957	924	790	657	2404	2991
<b>Загальна сума прямого і гарантованого зовнішнього державного боргу</b>	<b>10118</b>	<b>10191</b>	<b>10693</b>	<b>12147</b>	<b>11675</b>	<b>12661</b>	<b>13849</b>	<b>18538</b>	<b>24593</b>	<b>34758</b>

Впродовж 2010 р. державний зовнішній борг збільшився на 33,76% за рахунок отримання двох траншів позики Міжнародного валютного фонду (на

\* Складено автором на основі даних [151; 152; 153]

суму 16,05 млрд. грн.), випуску облігацій зовнішньої державної позики (на суму 19,8 млрд. грн.), комерційної позики VTB банку (на суму 15,8 млрд. грн.). Гарантований борг України збільшився на 19,64%, що пов'язано з випуском зовнішніх єврооблігацій для фінансування заходів, пов'язаних з проведенням Євро-12 (на суму 4,5 млрд. грн.), отриманням Укравтодором кредиту (на суму 3,5 млрд. грн.) та отриманням траншів позики МВФ (на суму 11,1 млрд. грн.) [153].

Серед найбільш вагомих досягнень боргової політики держави у період 2001–2008 рр. слід виділити: відновлення доступу до міжнародного ринку капіталів; підвищення міжнародних кредитних рейтингів України; розвиток внутрішнього ринку комерційних запозичень; законодавче врегулювання процедур державних запозичень.

Стабілізація платіжного балансу України, проведення зваженої бюджетно-податкової політики та перехід економіки на траєкторію стійкого економічного зростання сприяли покращенню зовнішньоборгової позиції України. Починаючи з 2003 р., ситуація у сфері зовнішнього державного боргу стала більш прогнозованою, тиск боргових виплат на державний бюджет послабився, а рівень кредитоспроможності уряду – підвищився.

Абсолютний розмір зовнішнього державного боргу України у період 2004–2007 рр. суттєво не змінився і досяг величини 13,8 млрд. дол. США. Станом на кінець 2007 р. найбільш помітною складовою прямого зовнішнього боргу стала заборгованість за облігаційними позиками – 6,2 млрд. дол. США. Заборгованість за позиками офіційних кредиторів уряду України (двосторонніх і багатосторонніх) становила 4,4 млрд. дол. США [56]. Тобто зовнішнє фінансування бюджету набувало все більш ринкового характеру. У структурі гарантованого зовнішнього боргу вагоме місце посідала заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками – 1,8 млрд. дол. США. Обсяг зовнішнього державного боргу у співвідношенні з ВВП країни зменшився з 26,5% у 2001 р. до 15% у 2008 р. (табл. 2.2). Скорочення відносного показника зовнішнього державного боргу при незначному зростанні

абсолютної суми як прямого, так і гарантованого зовнішнього боргу, було зумовлене найбільшою мірою зростанням реального ВВП і підвищенням вартості національної валюти у зазначений період. Однак окреслені позитивні тенденції набули зворотного характеру у IV кварталі 2008 р.: на фоні девальвації гривні на 52,5 % відносно долара США, реальний ВВП знизився, а водночас сума гарантованого зовнішнього боргу зросла на 4,6 млрд. дол. США.

Таблиця 2.2

**Відносні показники зовнішнього боргу України в 2001–2010 рр.  
(станом на кінець року)\***

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Державний борг, % ВВП	36,5	33,5	29,0	24,7	18,4	15,0	12,6	19,9	33	39,5
Зовнішній державний борг, % ВВП	26,5	24,1	21,4	18,6	13,9	11,9	10,1	15,0	21,4	25,2
Зовнішній державний борг, % експорту товарів і послуг	51,1	46,3	36,9	30,6	26,3	25,2	21,6	21,6	54	50,2
Погашення і обслуговування державного боргу, % ВВП	2,9	3,7	3,7	3,6	4,2	2,5	1,5	1,03	4,33	3,9
Погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу, % доходів бюджету*	17,1	15,1	14,7	13,4	9,1	8,5	4,3	2,6	9,9	4,8
Валовий зовнішній борг, % ВВП	53,6	51,1	47,5	47,3	47,1	51,2	60,2	56,7	88,9	85,4
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	96,7	92,7	82,2	77,2	87,5	108,6	129,2	126,4	231	169,4
Частка зовнішніх запозичень у валовому позичковому фінансуванні дефіциту бюджету	77,5	42,9	83,0	84,0	49,6	85,8	65,8	34	48	43,6

\*Примітка: із доходів Зведеного бюджету вираховано власні надходження бюджетних установ.

В результаті зазначених процесів відносний показник зовнішнього державного боргу зріс у 2 рази, порівняно з показником за 2007 р. (тобто до початку світової фінансової кризи). Загальна сума державного боргу тільки за період 2007–2010 рр. зросла на 343,3 млрд. грн., а відносно ВВП збільшилася з 12,6% наприкінці 2007 р. до 39,53 % наприкінці 2010 р. (табл. 2.1, додаток Ж).

\* Розраховано автором на основі даних [6; 7; 10; 153-155].

Співвідношення зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг при граничному рівні 70% – становило 51,1% у 2001 р. і поступально знижувалося до 21,6% у 2007 р. В 2008 р. при зростанні номінальної суми зовнішнього боргу майже на 5 млрд. дол. США, його відношення до експорту товарів і послуг залишилося незмінним. Однак впродовж 2009–2010 рр. значення даного показника зросло у 2,5 рази. Таке суттєве зростання відповідного показника обумовлене зменшенням надходження від експорту товарів і послуг (на 36,6%) внаслідок зниження зовнішнього попиту та світових цін спричинених глобальною фінансовою кризою [19].

Ефективність політики зовнішніх державних запозичень і спроможність уряду своєчасно і повному обсязі виконувати боргові зобов'язання є співвідношення сукупних витрат з обслуговування й погашення державного боргу до доходів бюджету. Після боргової кризи 1998 р., коли сумарні боргові виплати сягнули 71,4 % річного обсягу дохідної частини Державного бюджету, здійснення упродовж 1999–2002 рр. реструктуризації боргових зобов'язань дозволило суттєво знизити боргове навантаження на Державний бюджет України [56]. Співвідношення витрат бюджету на погашення і обслуговування державного боргу і доходів загального фонду Державного бюджету поступово зменшувалося з 17,1% до 2,6 % упродовж 2001–2008 рр. Такі показники були суттєво меншими від граничного значення – 20%. Зменшення навантаження боргових виплат на Державний бюджет розширювало можливості уряду щодо фінансування бюджетних програм соціально-економічного спрямування. В 2009 р. і позитивні зміни даного показника було порушено і на кінець 2009 р. даний показник підвищився до 10 % (додаток 3). Перше за все, таке зростання спричинене виникненням у 2009 р. пікових платежів за зовнішніми зобов'язаннями, зменшенням дохідної частини Державного бюджету внаслідок впливу світової фінансової кризи та інше [51]. Проте, вже в 2010 р. за рахунок збільшення дохідної частини Державного бюджету уряду вдалося досягти рівня 2007 р. за даним відносним показником.

Зважаючи на нижчий рівень номінальних відсоткових ставок за

зовнішніми позиками, порівняно з внутрішніми, і розраховуючи на економію бюджетних коштів, що витрачаються на обслуговування боргу, у період 2003–2007 рр. уряд залучав позики переважно на міжнародних ринках капіталу. Частка зовнішніх запозичень у позичковому фінансуванні дефіциту Державного бюджету становила 77,5% у 2001 р., 42,9% у 2002 р., 83 і 84% у 2003–2004 рр., 49,6% у 2005 р. (у цьому році нерезиденти почали масово скуповувати ОВДП, очікуючи вагової курсової премії), 85,8% у 2006 р. і 65,8% у 2007 р. В 2008 р. втративши можливості для залучення зовнішніх комерційних позик, уряд активізував внутрішні позичкові інструменти, внаслідок чого частка зовнішнього фінансування дефіциту бюджету знизилася до 34%. В 2009 р., у результаті розширення співпраці з МФО, частка зовнішнього фінансування зросла на 14%, а у 2010 р. становила 43,6 %, що на 4,4% менше ніж у 2009 р. Із 121 млрд. грн. залучених у 2009 р. до державного бюджету, зовнішні позикові ресурси склали 58,2 млрд. грн., що утричі більше планового показника і в 9 разів більше, ніж у попередньому році. Проте внутрішні джерела фінансування у цьому році займають лівову частку, що апріорі є позитивним явищем. Проте, значна частина облігацій внутрішньої державної позики викуплена Національним банком, що, за своєю суттю, є прихованим емісійним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету і суперечить вимогам Бюджетного кодексу України [34].

Таким чином, як засвідчують основні показники зовнішньоторгового навантаження, переломним у динаміці зовнішнього державного боргу України став 2008 р. Поширення світової фінансової кризи на економіку України та стрімка девальвація національної валюти<sup>5</sup> стали чинниками зростання рівня зовнішнього боргу держави та суттєвого посилення тиску боргових виплат на державний бюджет (динаміка офіційного обмінного курсу гривні до долара США відображена у додатку І).

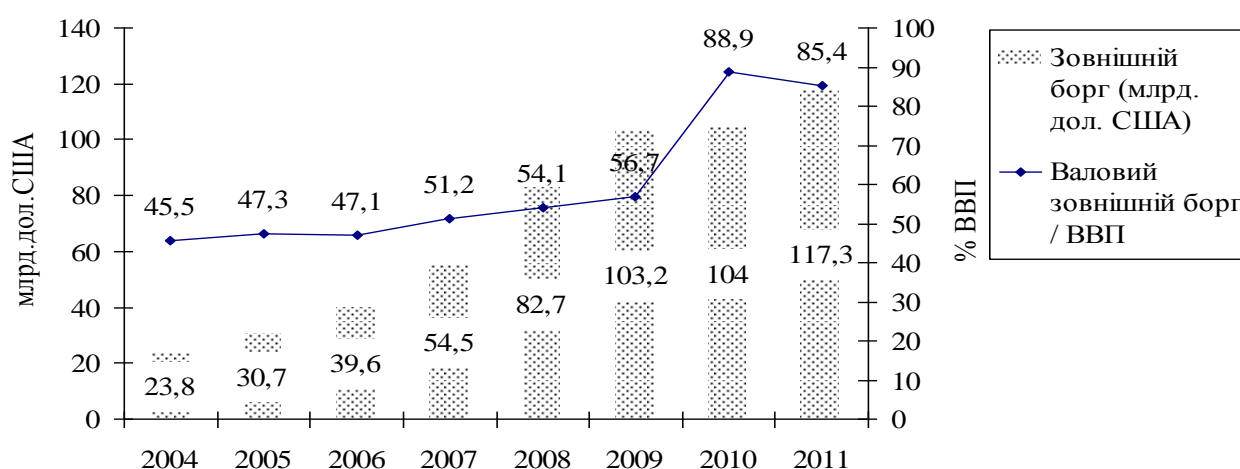
Загрозливі тенденції у сфері накопичення валового зовнішнього боргу

---

<sup>5</sup> У 2008 р. серед країн, які найбільше постраждали від світової фінансової кризи темпи девальвації національної валюти до долара США в Україні були найвищими, за винятком Ісландії, де знецінення національної валюти становило 126,42 % [5] (додаток Л).

України почали спостерігатися ще у 2006 р. Переорієнтація корпоративних позичальників на ресурси міжнародного ринку капіталів (при невикористанні в економічному обороті суттєвої частини національних заощаджень) спричинила стрімке зростання обсягу валового зовнішнього боргу України (додаток К).

Розмір валового зовнішнього боргу України на початку 2011 р. сягнув 117,3 млрд. дол. США, в той час як на початок 2004 р. він становив лише 23,8 млрд. дол. США (рис. 2.1).



**Рис. 2.1. Обсяг валового зовнішнього боргу та відношення валового зовнішнього боргу до ВВП у 2004–2011 рр. (станом на початок року)\***

У співвідношенні з ВВП обсяг валового боргу збільшився з 47,1% у 2005 р. до 85,4 % на початку 2011 р.

Рівень валового зовнішнього боргу відносно експорту товарів і послуг плавно знижувався упродовж 2000–2004 рр., а починаючи з 2005 р., почав стрімко збільшуватися – на 10,3% у 2005 р., на 21,1% у 2006 р. і на 20,6% у 2007 р. Уповільнення темпів приросту зовнішнього корпоративного боргу України в період розгортання світової кредитної кризи та падіння обсягів національного експорту в II півріччі 2008 р. стали причинами визначали скорочення відносного показника валового зовнішнього боргу: із 129,2% наприкінці 2007 р. до 126,4% наприкінці 2008 р., проте уже в кінці 2009 р.

\* Побудовано автором на основі даних [7; 112; 154-155].

даний індикатор зріс майже у 2 рази [6].

Інтенсивне накопичення зовнішніх боргових зобов'язань корпоративним сектором економіки України було спричинене, передусім, деформаціями грошово-кредитної системи, пов'язаними із завищеним рівнем відсоткових ставок та недостатністю кредитних ресурсів довгострокового характеру, які, у свою чергу, слугували відображенням низького ступеню довіри до банківської системи та неповної трансформації національних заощаджень у внутрішні інвестиції [28, с. 17].

Низький рівень відсоткових ставок у розвинутих країнах світу та зростання глобальної ліквідності також відігравали свою роль у заохоченні припливу іноземного капіталу до економіки України. Макроекономічна стабілізація, підвищення довіри до економічної політики уряду, лібералізація режиму імпорту капіталу виступали рушійними силами надходження іноземного капіталу до національної економіки. Високий рівень внутрішніх відсоткових ставок у поєднанні зі стабільним обмінним курсом гривні стимулював надходження іноземних позик (які є чутливими до ставок доходності) до економіки України.

Питома вага державного боргу у загальній сумі валового зовнішнього боргу України зменшилася з 45,1% станом на початок 2004 р. до 17,5% станом на кінець 2009 р. Тобто уряд оптимізував навантаження зовнішнього державного боргу на бюджет і платіжний баланс, однак залишив поза контролем процес карколомного нарощування боргів корпоративними структурами (у тому числі з часткою державного капіталу), що мало вкрай негативні наслідки при поширенні проявів світової кредитної кризи на економіку України.

Однак, впродовж 2010 р. динаміка зовнішнього боргу України визначалася значними обсягами чистих зовнішніх залучень уряду (7,1 млрд. дол. США та скороченням довгострокових зобов'язань українських банків перед нерезидентами (2,5 млрд. дол. США). Таким чином, більше половини приросту (60%) валового зовнішнього боргу в 2010 р. сформувалося в секторах

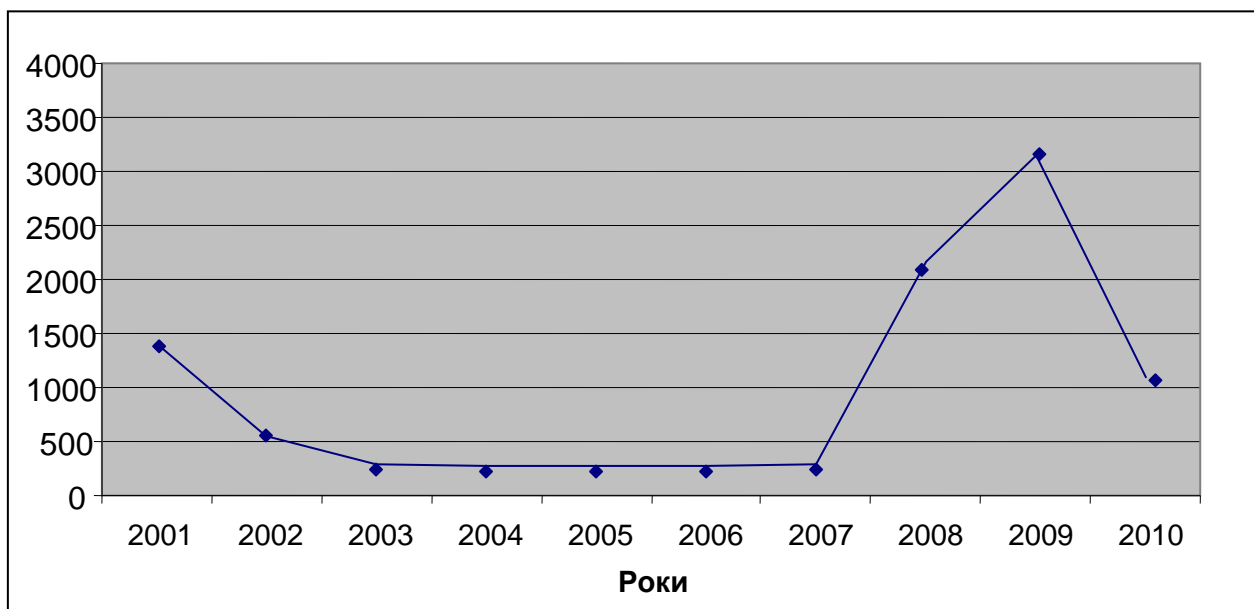


державного управління та грошово-кредитного регулювання.

Фінансова криза в Україні з кінця 2008 р. розгорталася за класичним сценарієм валютних криз III покоління. На думку П. Кругмана рушійними силами таких криз виступають надмірні запозичення приватних суб'єктів і спекулятивні атаки проти діючих режимів обмінних курсів [158, с. 80]. Надмірні запозичення, у свою чергу, пов'язані з проблемами „морального ризику” – очікуваннями ринкових суб'єктів щодо отримання допомоги з боку держави у кризові часи, які створюють підґрунтя для прийняття надмірних ризиків (з метою привласнення високих прибутків) у докризовий період.

Вперше, починаючи з 2003 р., уряд змушений був відмовитися від випуску облігацій зовнішньої позики у 2008–2009 рр. Не вихід уряду на зовнішні ринки капіталу у 2008 р. відображав взаємний вплив факторів, які діяли, як з боку пропозиції позичкових коштів, так і з боку попиту на них. Переоцінка кредитних ризиків міжнародними інвесторами і зменшення їх схильності до прийняття ризиків обернулися підвищенням кредитних спредів.

Спред ЕМВІ+ Україна на початку 2009 р. становив 2700 б. п., а уже в березні 2009 р. досяг величини 3379 б. п. (рис. 2.2).



**Рис. 2.2. Динаміка спреда ЕМВІ+ Україна\***

В таких умовах шанси на залучення зовнішніх ринкових позик були

\* Побудовано за даними [4].

мінімальними. У світовій практиці вважається, що уряди країн з ринками, що формуються, зазнають труднощів із залученням позичкових коштів, коли суверенні кредитні спреди перевищують рівень 700 базисних пунктів [4].

Теоретично за невисокого рівня державного боргу втрата доступу до зовнішнього фінансування за рахунок ринкових джерел незначною мірою впливає на ступінь платоспроможності держави. Проте, в Україні, ситуація ускладнюється тим, що вартість національної валюти відносно іноземних валют стрімко зменшилася, а на 2009 р. припадало пікове навантаження виплат за державним боргом. Таким чином, у національній валюті тягар обслуговування боргових зобов'язань уряду різко збільшився. Якщо у 2007 р. з бюджету було виплачено 6 млрд. грн. в рахунок погашення державного боргу, то в 2009 р. при середньорічному обмінному курсі 8,2 грн./дол. США дані виплати становили 28,6 млрд. грн. [56].

Обмежений доступ до зовнішнього ринку позичкових капіталів актуалізував проблеми пошуку прийнятних джерел фінансування дефіциту Державного бюджету. Кабінет Міністрів України розпочав переговори з урядами іноземних держав щодо офіційного кредитування дефіциту бюджету та інтенсифікував програми співробітництва з МФО. Роль кредитора останньої інстанції належала МВФ, який в 2009 фінансовому році затвердив безпрецедентну кількість угод з використанням механізму екстреного фінансування<sup>6</sup>. Причому МВФ використовував даний механізм лише п'ять разів до початку глобальної кризи 2008–2009 рр.: в 1997 р. під час Азіатської кризи для Філіппін, Таїланду, Індонезії, Кореї і в 2001 р. для Туреччини. В 2009 р. внаслідок глобального спаду економіки ще сім країн (Україна, Вірменія, Грузія, Угорщина, Латвія, Пакистан, Ісландія) отримали від МВФ екстрену фінансову допомогу (додаток М). Основною причиною активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями є низька вартість їх кредитів та

---

<sup>6</sup> Механізм екстреного фінансування МВФ створений в 1995 р. і дає можливість МВФ в короткий термін затверджувати кредити державам-членам МВФ. Екстрені процедури в рамках даного механізму використовуються у виняткових випадках, зокрема при настанні кризи зовнішніх рахунків держави-члена. В мінімальний термін розповсюджується короткий письмовий звіт про економічне становище країни-члена. Після погодження програми з урядом країни, розповсюджується звіт персоналу МВФ, і Рада розглядає прохання про затвердження програми на протязі 72 годин.

довші строки надання коштів у порівнянні із залученням кредитних ресурсів на ринках капіталу.

Відомо, що зовнішній державний борг справляє прямий і опосередкований вплив на такі елементи фінансової системи – державний бюджет, платіжний баланс, грошово-кредитну і валютну сфери, обсяг національних заощаджень та надходження іноземних інвестицій. Водночас грошово-кредитна і бюджетна політика впливають на вартість державних запозичень і рівень попиту на державні цінні папери, розмір міжнародних резервів і спроможність країни погашати і обслуговувати зовнішній борг.

Для аргументації гіпотези про те, що в Україні надходження довгострокового іноземного капіталу справляє позитивний вплив на динаміку реального ВВП на етапі нетто-залучення позик та викликає спад виробництва на етапі нетто-погашення боргу, ми скористалися процедурою “кореляційний аналіз” на базі системи електронних таблиць MS Excel.

Для виявлення кореляційних залежностей було використано річні дані НБУ та Державної служби статистики України за період 1995–2008 рр. (додаток Н). Коефіцієнт парної кореляції темпів зростання реального ВВП із залученням середньо- і довгострокових іноземних кредитів державою та корпоративним сектором економіки становить 0,42, а із обсягами іноземних портфельних інвестицій у боргові зобов’язання уряду – 0,20 (табл. 2.3).

*Таблиця 2.3*

**Коефіцієнти парної кореляції темпів зростання реального ВВП із залученням зовнішніх позик\***

<b>Показники у % ВВП</b>	<b>Коефіцієнт кореляції</b>
Залучення середньо- і довгострокових кредитів державою та корпоративним сектором	0,42
Зовнішні облігаційні позики держави	0,20

Тобто у період стабільного розвитку міжнародної фінансової системи зовнішні позики шляхом доповнення внутрішніх заощаджень, диверсифікації

\* Розраховано автором за даними Національного банку України та Державної служби статистики.

фінансових ризиків і розвитку фінансового сектора позитивно впливають на темпи економічного зростання країни-позичальниці. На стадії відпливу іноземного капіталу нетто-погашення зовнішнього державного і корпоративного боргу посилює негативні тенденції в економіці і стає чинником падіння реального ВВП.

При проведенні емпіричного дослідження ми також припускали, що надходження зовнішніх позик визначає динаміку обмінного курсу національної валюти. Адже підвищення рівня споживчих та інвестиційних витрат, фінансованих зовнішніми позиками, породжує додатковий попит, як на товари, які є об'єктами міжнародної торгівлі, так і на товари і послуги, що обертаються на внутрішньому ринку. Зазначені процеси сприяють зміцненню національної валюти. Коефіцієнт парної кореляції зміни індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні із нетто-залученням середньо- і довгострокових кредитів державою становить 0,31, із зовнішнім позичковим фінансуванням бюджету (що включає облігаційні позики та іноземні кредити) – 0,33 (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Коефіцієнти парної кореляції зміни індексу РЕОК гривні  
із залученням зовнішніх позик\***

Показники у % до ВВП	Коефіцієнт кореляції
Нетто-залучення середньо- і довгострокових кредитів державою	0,31
Зовнішні облігаційні позики уряду	0,20
Зовнішнє позичкове фінансування бюджету (облігаційні позики та іноземні кредити)	0,33

Результати проведеного дослідження дають можливість аргументувати гіпотезу про те, що надходження іноземних позик виступає вагомим фактором зростання грошових агрегатів. Коефіцієнти парної кореляції приросту грошової маси М2 (у цінах січня 1996 р.) з нетто-залученням середньо- і довгострокових кредитів державою та корпоративним сектором становить 0,69, а і з зовнішніми облігаційними позиками уряду – 0,37 (табл. 2.5). Високі значення коефіцієнтів парної кореляції відбивають той факт, що отримання зовнішніх позик

\* Розраховано автором за даними Національного банку України та Державної служби статистики.

суб'єктами економіки України впливає на грошові агрегати безпосередньо при викупі Національним банком мобілізованої валюти на ринку та опосередковано при розширенні кредитної активності банків (таким чином зовнішні запозичення обумовлюють зростання грошового мультиплікатора).

Таблиця 2.5

**Коефіцієнти парної кореляції приросту грошової маси M2  
із залученням зовнішніх позик\***

<b>Показники у % до ВВП</b>	<b>Коефіцієнт кореляції</b>
Нетто-залучення середньо- і довгострокових кредитів державою і корпоративним сектором	0,69
Зовнішні облігаційні позики уряду	0,37
Валове залучення середньо- і довгострокових кредитів державою і корпоративним сектором	0,84

Проведене дослідження дозволяє зробити такий висновок: покладання держави і корпоративного сектору на зовнішні позики визначало проциклічний вплив зовнішнього фінансування на темпи зростання реального ВВП в Україні, посилювало залежність державних фінансів від кон'юнктури світових фінансових ринків, впливало на обсяги грошової маси та підвищувало ступінь мінливості обмінного курсу національної валюти.

Водночас в умовах високого зовнішньоторгового навантаження ступінь негативного впливу раптового припинення надходження іноземного капіталу і девальвації національної валюти на стабільність державних фінансів і платіжного балансу посилювався. Зменшення надходження нових позик та масове вилучення нерезидентами короткострокових фінансових вкладень загострювали проблеми ліквідності для уряду і корпоративних позичальників України, а також породжували суттєвий тиск на офіційні валютні резерви [27]. Відплив іноземного капіталу і втеча від національної валюти, у свою чергу, призводили до дестабілізації фінансової системи України і виснаження фінансового потенціалу економічного розвитку.

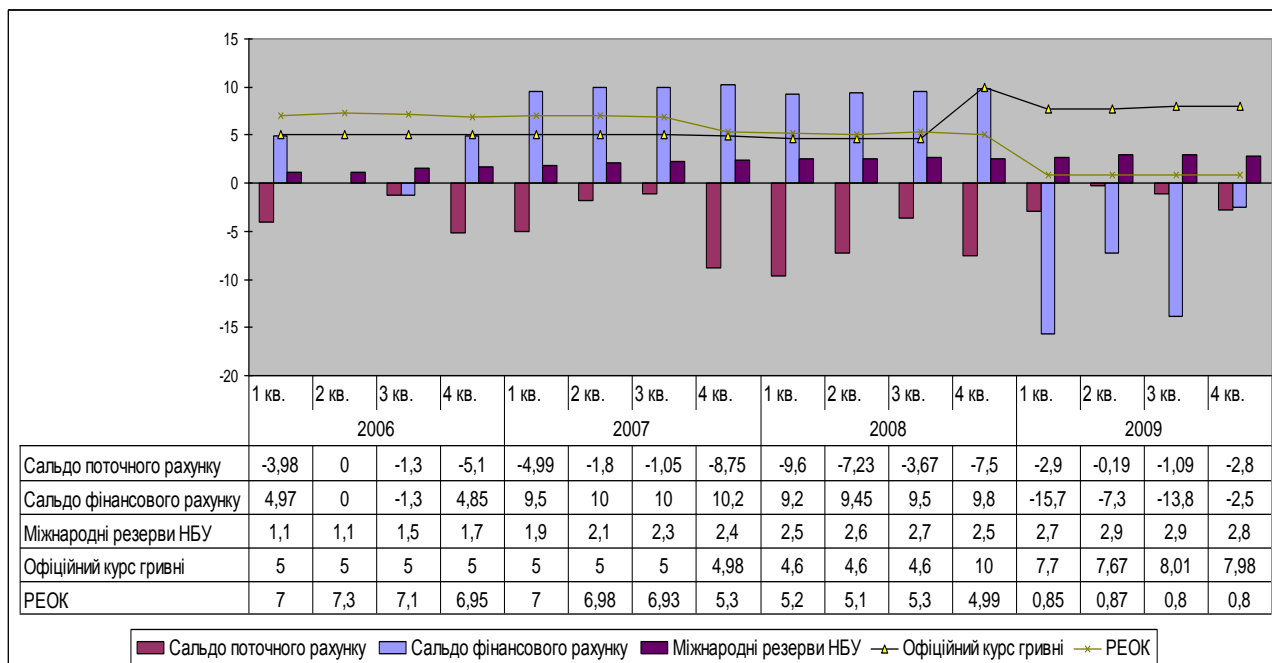
\* Розраховано автором за даними Національного банку України та Державної служби статистики.

Механізмами передачі негативних імпульсів зовнішньоторгового навантаження на темпи економічного зростання виступали: посилення макроекономічної нестабільності і ступеня вразливості до фінансових криз, уповільнення інвестиційної діяльності, загострення бюджетних проблем, зменшення інвестиційних ресурсів економічного розвитку.

Зазначимо, що у період до 2008 р. залучення зовнішніх позик мало переважно позитивний вплив на розвиток економіки: мобілізація закордонних заощаджень розширювала фінансовий потенціал уряду і створювала умови для фінансування додаткових споживчих витрат чи інвестиційних вкладень. Накопичення зовнішнього боргу суб'єктами економіки України викликало такі позитивні ефекти у грошово-кредитній сфері України: зниження вартості позичкового капіталу на внутрішньому ринку; розвиток національної фінансової системи; залучення довгострокових ресурсів міжнародного ринку капіталів; підвищення ліквідності боргових інструментів вітчизняних позичальників.

В Україні надходження зовнішніх ресурсів понад обсяги погашення зовнішнього боргу виливалося у підвищення обмінного курсу гривні. Таким чином, залучення у значних обсягах іноземного капіталу (як державою, так і корпоративними позичальниками) стало одним із факторів погіршення торговельного балансу. Відомо, що приріст іноземних зобов'язань суб'єктів національної економіки, внаслідок виявлення ефекту зовнішніх трансфертів, стає чинником ревальвації національної валюти. РЕОК гривні підвищився на 4,5% у 2006 р., на 8,2% у 2007 р. До травня 2008 р. ревальвував з початку року ще на 13,7%. Ревальвація РЕОК була спричинена впливом як курсової складової (укріпленням гривні відносно валют, на базі яких розраховується РЕОК), так і інфляційної (рівень інфляції в Україні був вищим, ніж у США та Єврозоні). З вересня 2008 р. починається стрімка девальвація гривні. За жовтень-грудень 2008 р. РЕОК девальвував на 38,31%, а вже у січні – лютому 2009 р. відбулася ревальвація РЕОК відносно грудня 2008 р. на 10,7%, що відповідним чином відображалось на показниках цінової

конкуренентоспроможності національних виробників [19]. Зростання негативного сальдо торговельного балансу в таких умовах визначало скорочення потенційних обсягів внутрішнього виробництва. Значні коливання обмінного курсу гривні, що мали місце впродовж 2008 р., створювали значні загрози валютно-курсовій політиці НБУ. В розвитку валютної сфери упродовж 2008 р. слід виділити три періоди за критерієм домінуючих тенденцій у курсовій динаміці (рис. 2.3):



**Рис. 2.3. Обсяги платіжного балансу і міжнародних резервів НБУ (у % від ВВП) та кумулятивна динаміка офіційного валютного курсу та РЕОК\***

– січень-травень 2008 р. – ревальваційний тиск, що закінчився, підвищенням курсу з 5,05 грн./дол. США до 4,85 грн./дол. США, або на 4%;

– червень-серпень 2008 р. – відносна курсова стабільність – курс на міжбанківському валютному ринку коливався в межах 4,6–4,85 грн./дол. США, за обсягу валютних інтервенцій 4,74 млрд. дол. США і зростання міжнародних резервів НБУ з 34 до 38 млрд. дол. США;

– вересень-грудень 2008 р. – різка девальвація гривні на 52% [48, с. 22].

Відтак було створено практично ідеальні умови для отримання

\* Розраховано і побудовано автором з використанням даних [48].

спекулятивних курсових прибутків, що посилює взаємозалежність курсової динаміки і руху капіталів через кордони України. Так, якщо у II кварталі 2008 р. сальдо статті “Помилки та упушення” сягнуло 724 млн. дол. США, а сальдо портфельних інвестицій сформувалося додатним у розмірі 129 млн. дол. США, то у III кварталі відплив капіталу за цими статтями досяг 735 млн. дол. США та 707 млн. дол. США. За суттєвого негативного сальдо торгового балансу в умовах низької конкурентоспроможності вітчизняних товарів, гальмування інноваційних процесів та модернізації виробництва, високої залежності від імпортованих енергоносіїв, неспроможності вітчизняного виробництва в повному обсязі задовольнити споживчий попит, простимульований зростаючими соціальними бюджетними видатками і банківськими кредитами, визначальним фактором стабільності гривні став рух коштів по фінансовому рахунку платіжного балансу. Відтак за II і III квартали 2008 р. курс гривні формувалася під впливом потужного надходження капіталу – (усього за 9 місяців 2008 р. чистий приплив капіталу становив 14,5 млрд. дол. США, що в 1,44 рази більше, ніж у 2007 р.) [48, с. 23].

Особливий вплив зовнішні запозичення спровокували на банківську сферу. Активне залучення зовнішніх позик банками та приріст внутрішніх депозитів у банківській системі виступали джерелами фінансування кредитного буму в економіці. Мобілізація значних обсягів іноземного капіталу і кредитна експансія банків на внутрішньому ринку породжували такі негативні макроекономічні наслідки:

- зростання темпів інфляції (до 16,6% за 2007 р. і 22,1% за 2008 р.);
- ревальвацію національної валюти;
- підвищення ступеню вразливості банківського сектору до дії зовнішніх шоків;
- надування цінових “бульбашок” на фондовому ринку України та ринку реальних активів [29].

Зовнішні позики резидентів України і внутрішні кредити, які трансформувалися в дефіцит торговельного балансу України (через



фінансування придбання імпортованих товарів і послуг), у короткостроковій перспективі мали мінімальні інфляційні наслідки, однак підвищували ймовірність фінансової кризи у середньостроковій перспективі.

Від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу України збільшилося з 1,5% ВВП у 2006 р. до 3,7% ВВП у 2007 р., до 7,1% ВВП у 2008 р., суттєво зменшилося у 2009 р. до 1,5 % ВВП та дещо збільшилося у 2010 р. – до 2, 1% ВВП (додаток П). Різке скорочення дефіциту поточного рахунку в 2009 р. обумовлене суттєвим зниженням від'ємного сальдо зовнішньоторговельного балансу (до 2,7 млрд. дол. США порівняно з 14,4 млрд. дол. США у 2008 р.) через значне скорочення внутрішнього попиту та девальвацію обмінного курсу гривні (в середньому РЕОК гривні знецінився за рік на 17,2%) [6]. Основними факторами збільшення дефіциту поточного рахунку в 2010 р. було відновлення внутрішнього попиту, зростання цін на енергоносії, що знайшло відображення у випереджаючих темпах зростання над експортом.

У період фінансової нестабільності на світових фінансових ринках надмірний рівень боргового навантаження став серйозним чинником фінансової дестабілізації і уповільнення економічного розвитку. Таким чином, відсутність дієвого контролю за станом зовнішнього корпоративного боргу та неефективне управління зовнішнім державним боргом мали своїм наслідком виникнення валютної і банківської кризи наприкінці 2008 р.

В таких умовах зовнішньоборгова ситуація в країні стала не передбачуваною. Існування значних обсягів зовнішнього боргу і погіршення перспектив його погашення змушували кредиторів зменшувати вкладення у зобов'язання уряду-позичальника, а звуження джерел рефінансування зовнішнього боргу, у свою чергу, ще більше загострювало боргові проблеми.

Таким чином, зовнішні позики використовувались як джерело фінансування розширення внутрішньої абсорбції (обсягів споживання та інвестування) за рахунок скорочення майбутньої абсорбції, що мала місце у період нетто-погашення зовнішнього боргу.

Від'ємне сальдо фінансового рахунку платіжного балансу за підсумками 2009 р. склало 11,8 млрд. дол. США, тоді як за 2008 р. його позитивне значення становило 9,5 млрд. дол. США (див.рис.2.3). Починаючи із IV кварталу 2008 р., внаслідок зменшення припливу довгострокових ресурсів та значних обсягів відпливу короткострокового капіталу, від'ємне сальдо фінансового рахунку становило 5,7 млрд. дол. США. Тобто в останні місяці 2008 р. – на початку 2009 р. в Україні спостерігався процес чистого скорочення зовнішніх фінансових зобов'язань країни перед рештою світу [8]. В макроекономічному контексті негативне сальдо фінансового рахунку відображало зменшення внутрішніх сукупних витрат порівняно з доходами, генерованими суб'єктами національної економіки. Крім того, скорочення чистих зовнішніх зобов'язань виливалось у звуження потенційних джерел фінансування внутрішніх інвестицій, оскільки національні заощадження частково витрачалися на обслуговування боргу.

В зв'язку з формуванням додаткового попиту на іноземну валюту нерезидентами, які вилучали короткострокові фінансові вкладення з національної економіки, та резидентами, які змушені були виконувати власні боргові зобов'язання при зменшенні надходження нових позик, виникав девальваційний тиск на національну валюту. Відплив валютних коштів за фінансовими операціями та скорочення надходжень від експорту товарів в умовах погіршення умов торгівлі виступали чинниками стрімкого знецінення національної валюти.

Повернення до додатного сальдо фінансового рахунку розпочалось із II кварталу 2010 р. у результаті відновлення доступу уряду до міжнародного ринку позикового капіталу. Зокрема, було розміщено ОЗДП на 2,5 млрд. дол. США і залучено короткостроковий кредит від ВТБ на суму 2 млрд. дол. США. Найбільша частка запозичень припадала на IV квартал 2010 р. в результаті залучення як прямих зобов'язань, так і за рахунок розміщення гарантованих урядом єврооблігацій для фінансування чемпіонату Європи з футболу.

Отже, високий рівень зовнішнього боргу негативно впливав на стан економіки України і стабільність фінансової системи за такими основними

напрямами:

1) проведення масштабних зовнішньоборгових виплат призводило до вилучення національних ресурсів із сфери споживання і нагромадження капіталу, що пригнічувало сукупний попит та негативно відображалося на показниках внутрішнього виробництва;

2) зростання ризикових премій у складі ціни зовнішніх позик мало своїм наслідком підвищення вартості іноземного фінансування, скорочення обсягів надходження іноземних позик та інвестицій до економіки України, а також підвищення загального рівня відсоткових ставок в економіці України;

3) збільшення вартості позичкового капіталу та посилення макроекономічної непевності ставали чинниками зниження темпів внутрішнього нагромадження капіталу і звуження фінансового потенціалу підприємницького сектору;

4) вилучення ресурсів іноземної валюти для виконання зовнішньоборгових зобов'язань перед кредиторами вело до формування негативного сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, оберталось скороченням міжнародних резервів країни, а також (опосередковано) виступало чинником девальвації національної валюти.

В таких умовах з особливою гостротою постали проблеми впровадження дієвих антикризових заходів і вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом України. Шляхи розв'язання вказаних проблем будуть запропоновані у третьому розділі роботи.

## **2.2. Механізм управління зовнішнім державним боргом: організаційні, фінансово-правові та бюджетно-процедурні аспекти**

Як показує світовий досвід, організаційно-правова база управління зовнішнім державним боргом повинна ґрунтуватися на таких ключових принципах:

– становлення чітких інституційних рамок та прозорості організаційної структури системи управління зовнішнім державним боргом;

- визначення повноважень суб'єктів управління державним боргом та сфери їх відповідальності;
- включення механізмів координації та обміну інформацією між усіма учасниками процесу.

Грунтовний аналіз положень законодавства України та нормативно-правових актів у сфері регулювання обсягу і структури державного боргу, а також порядку його формування і погашення дозволяє зробити наступний висновок: організаційно-правове забезпечення та нормативно-адміністративне регулювання діяльності з управління зовнішнім державним боргом за останні роки зазнало суттєвих позитивних зрушень. Так, було визначено функції і повноваження відповідальних органів та їх структурних підрозділів; встановлено довгострокове обмеження на відносний розмір державного боргу; регламентовано напрями використання позичкових коштів.

Прогалини у діючому нормативно-правовому регулюванні пов'язані з відсутністю законодавчо визначених цілей політики державних запозичень та управління державним боргом; законодавчо не закріплено повноваження Міністерства фінансів України щодо проведення повного спектру операцій у сфері управління зовнішнім державним боргом.

В організаційному плані наявні проблеми полягають у зосередженні діяльності відповідальних органів на функціях оперативного управління і контролю, при цьому функції планування і прогнозування не виконуються належним чином. Недостатньою є координація дій основних суб'єктів проведення фінансової політики держави, що знижує ефективність механізму управління зовнішнім державним боргом України.

Передумовою ефективного функціонування механізму управління державним боргом є забезпечення правової бази для здійснення внутрішніх і зовнішніх запозичень, обслуговування державного боргу (додаток Р).

Відповідно до ст. 92 Конституції України, виключно законами України встановлюються порядок утворення і погашення державного внутрішнього і зовнішнього боргу; порядок випуску та обігу державних цінних паперів, їх

види і типи [87]. Проте, на сьогодні, у законодавчому порядку частково відрегульовано лише механізм утворення і погашення внутрішнього державного боргу. Закон України “Про державний внутрішній борг” було прийнято ще у 1992 р., останній раз зміни до нього вносилися у 2005 р. Проект закону “Про державний борг України” не прийнятий Верховною Радою України і дотепер. У даному законопроекті зазначено, що одним із завдань, вирішенню яких має сприяти прийняття закону є створення нової інституції – Агентства управління державним боргом України, яке має підпорядковуватись Кабінету Міністрів України. Хоча варто зауважити, що така практика підпорядкування не є прийнятною в світі.

Базовим законодавчим актом, який регулює основні аспекти управління державним боргом, є Бюджетний кодекс України. У новій редакції Бюджетного кодексу України, прийнятій від 08.07.2010 р. №2456–VI міститься ряд принципових положень, які стосуються здійснення державних і місцевих запозичень та управління борговими зобов’язаннями (ст.16), умов та механізму надання державних гарантій суб’єктам господарювання (ст.17), граничного обсягу боргу та гарантій (ст.18).

Важливою є норма, що відображає застосування та порядок здійснення активних операцій із державними зобов’язаннями. Так у п. 8. ст.16 зазначено, що Міністр фінансів України за погодженням з Національним банком України має право в межах поточного бюджетного періоду здійснювати на конкурсних засадах та/або шляхом проведення аукціонів розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку та коштів валютних рахунків державного бюджету на депозитах або шляхом придбання державних цінних паперів з подальшим поверненням таких коштів до кінця поточного бюджетного періоду [18].

Порядок здійснення операцій, передбачених цією частиною статті, визначається КМУ з дотриманням таких вимог:

– встановлення мінімальної ставки дохідності придбання цінних паперів, укладання договорів придбання цінних паперів – при придбанні цінних паперів;

– укладання договору банківського вкладу (депозиту) з установою банку – при розміщенні на депозитах [18].

Договір про придбання державних цінних паперів, цінних паперів, емітованих Автономною Республікою Крим, відповідною міською радою, згідно з цією частиною статті має містити положення про виконання особами, що уклали цей договір, зобов'язання щодо зворотного продажу/купівлі таких цінних паперів до кінця поточного бюджетного періоду.

В новій редакції Бюджетного кодексу прописано низку положень щодо надання державних гарантій суб'єктам господарювання. Зокрема, у ст.17 передбачено ряд норм, які регламентують умови надання гарантій, порядок стягнення простроченої заборгованості суб'єктів господарювання перед державою, а також прописано норми щодо мінімізації судового ризику при винесенні судового рішення, яке призводить до збільшення державного боргу чи до зобов'язань перед державою щодо відшкодування витрат на виконання нею гарантійних зобов'язань [18].

Щорічно законом про Державний бюджет фіксуються такі інструменти управління державним боргом: встановлення граничних розмірів зовнішнього і внутрішнього державного боргу України; визначення граничних розмірів внутрішніх і зовнішніх державних запозичень; визначення видатків на обслуговування державного боргу в межах бюджетних асигнувань; встановлення граничних обсягів надання державних гарантій з деталізацією їх реципієнтів, напрямів спрямування запозичених коштів і відповідних сум.

В процесі дослідження норм Бюджетного кодексу України і Закону України “Про державний внутрішній борг України” було виявлено суттєві вбудовані суперечності. Зокрема, відповідно до ст. 2 Закону України “Про державний внутрішній борг України” державні запозичення передбачено здійснювати для забезпечення фінансування загальнодержавних програм, а у Бюджетному кодексі державні запозичення є джерелом фінансування державного бюджету і лише у виняткових випадках, можуть використовуватись для забезпечення фінансування поточних видатків держави.

Суттєві невідповідності у базових законодавчих актах стосуються і умов запозичення урядом за погодженням з Національним банком України. Так, у ст. 4 Закону України “Про державний внутрішній борг України” встановлено, що характер і умови боргових зобов’язань у кожному конкретному випадку визначаються урядом України за погодженням з Національним банком, а натомість у Бюджетному кодексі передбачена участь Національного банку лише при проведенні активних операцій з державним боргом.

Відтак існуюча нормативно-правова база не утворює цілісної системи правового, економічного та організаційного забезпечення порядку здійснення державних запозичень та їх використання.

Повноваження щодо здійснення зовнішніх запозичень, оперативного управління державним боргом, взаємовідносин з МФО та іноземними кредиторами зосереджені у МФУ. Починаючи з квітня 2000 р., в Україні, управління державним боргом здійснюється спеціально створеним структурним підрозділом МФУ – Департаментом державного боргу.

Департамент державного боргу складається з таких відділів: зовнішніх кредитних та гарантійних угод, внутрішніх кредитних угод, відділу ринків капіталу, відділу стратегії управління державним боргом, відділу плану, обліку та моніторингу державного боргу та сектору інформаційної підтримки державних запозичень.

На даний підрозділ покладено виконання багатьох завдань серед яких: оперативний облік операцій, пов’язаних з державним боргом; надання оперативної звітності щодо стану державного боргу; статистичний облік державного боргу із використанням інформації, яка періодично надходить від Державного казначейства, НБУ, Укресімбанку; здійснення аналітичного обліку державних запозичень, розміру і структури державного боргу, витрат бюджету на обслуговування зовнішнього і внутрішнього державного боргу; відповідальність за виконання графіка боргових платежів та ін. [90, с. 162].

МФУ є фінансовим агентом уряду, на якого покладається відповідальність за здійснення всіх фінансових операцій, пов’язаних із вступом

і членством України у Міжнародних фінансових організаціях – МВФ, МБРР, МФК, МАР, БАГІ, ЄБРР, ЄІБ, ЧБТР. Відповідні повноваження закріплені за Департаментом співробітництва з МФО.

Дослідивши особливості та характерні риси системи нормативно-адміністративного регулювання діяльності з управління зовнішнім державним боргом, можемо зробити висновок про адекватний розподіл повноважень між органами державної влади та досить деталізовану регламентацію функцій відповідного підрозділу МФУ. Проте описана вище інституційна система не є досконалою і має вбудовані структурні вади.

Так, у складі Департаменту державного боргу діє два відділи кредитних угод, хоча внутрішнє фінансування дефіциту бюджету на сьогодні проводиться виключно з ринкових джерел (компетенція відділу ринків капіталу). Залучення зовнішніх ресурсів реалізується через запозичення від МФО (повноваження Департаменту співробітництва з МФО) та розміщення єврооблігацій на ринках капіталу (функції відділу ринків капіталу Департаменту державного боргу). Управління зовнішнім боргом перед офіційними двосторонніми кредиторами, що входить у сферу повноважень відділу зовнішніх кредитних угод, зводиться до обслуговування наявного боргу за кредитними угодами, укладеними в 1992–1999 рр., та стягнення заборгованості з підприємств-позичальників за гарантованими кредитами.

З іншого боку, у структурі прямого державного боргу України 66,5% боргу оформлено ринковими інструментами (заборгованість сформована внаслідок запозичень на ринках капіталу). Проте відділ ринків капіталу не диференційовано на внутрішній ринок і міжнародні ринки. Наявність різних груп інвесторів на двох типах ринків, різних механізмів ціноутворення на позики, різних видів цінних паперів, які обертаються на внутрішньому і зовнішньому ринках, ставлять під сумнів доцільність зосередження операцій з управління як зовнішнім, так і внутрішнім державним боргом за ринковими позиками у рамках одного відділу.

Щодо організаційного забезпечення діючої системи нормативно-



правового регулювання, то, слід зазначити, що визначені функції і обов'язки, які покладено на профільні департаменти МФУ не виконуються у повному обсязі. Профільні Департаменти МФУ в основному виконують функції бек-офісу і мідл-офісу, пов'язані з проведенням розрахунків, веденням обліку боргових зобов'язань, підготовкою планів запозичень і аналітичної звітності. Важливі функції мідл-офісу, такі як управління ризиками, аналіз структури боргового портфеля та моделювання боргових ситуацій, а також функції стратегічного управління зовнішнім державним боргом, які традиційно є прерогативою фронт-офісу, не виконуються.

До здобутків системи правового забезпечення управління державним боргом України у 2007–2009 рр. слід віднести створення організаційних засад регулювання центральною владою запозичень місцевих органів влади та зовнішніх запозичень державних підприємств. Зокрема, Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 15.06.2006 р. №334–р введено процедуру погодження кредитних договорів суб'єктів господарювання державного сектору економіки з нерезидентами та умов випуску облігацій зовнішньої позики з Міністерством фінансів України, Міністерством економічного розвитку і торгівлі України та Фондом державного майна. Вказаним Розпорядженням на МФУ покладено обов'язок проведення реєстрації зовнішніх запозичень державних підприємств.

Стратегічно важливим документом системи правового забезпечення управління державним боргом стало схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 рр. (розпорядження Кабінету Міністрів України від 25 березня 2009 р. № 316-р).

Проблема нагальності схвалення даного документу обумовлена високими фінансовими ризиками у царині державного боргу, а передусім валютним. Впродовж останніх років переваги нижчих ставок за запозиченнями на зовнішніх ринках капіталу нівелюються валютними ризиками, які полягають у зростанні курсу іноземних валют. Зокрема, у другому півріччі 2008 р. валютні ризики державного боргу України досягли недопустимо високого рівня. Якщо

приріст обсягу державних боргових зобов'язань (у гривневому еквіваленті) за рахунок зростання курсів іноземних валют у 2007 р. становив 23,13 %, то у 2008 р. – 52,98 %, відповідно 1,15 і 31,4 млрд. грн. У таких самих пропорціях збільшилися відсоткові платежі за боргом, номінованим в іноземній валюті [139].

Як зазначено у загальній частині Концепції причиною здійснення державних запозичень в іноземних валютах була висока вартість запозичень на внутрішньому ринку (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Середньозважена дохідність державних цінних паперів, %[139]**

Рік	Облігації внутрішньої державної позики	Облігації зовнішньої державної позики
2003	9,73	7,65
2004	11,23	6,17
2005	7,23	4,95
2006	9,26	5,07
2007	8,92	6,16
2008	11,51	не випускалися

Починаючи з 14 травня 2009 р. запроваджено ринкове ціноутворення при первинному розміщенні внутрішніх державних облігацій: аукціони проводяться в один етап при попередньому оголошенні обсягу коштів, який обов'язково залучається на ринку незалежно від рівня відсоткових ставок, запропонованих учасниками аукціонів.

На виконання Концепції Кабінетом міністрів України прийнято постанови: “Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів”, від 14.04.09. № 363, “Про затвердження Порядку купівлі у 2009 р. облігацій внутрішньої державної позики”, від 10.06.09 № 568.

Питання запровадження інституту первинних дилерів протягом останніх років активно обговорювалося з учасниками ринку державних цінних паперів та представниками потенційних кандидатів на отримання статусу первинних дилерів – банків, що є найбільш активними учасниками ринку. Результати цієї роботи знайшли своє відображення у постанові КМУ № 363 від 14.04.2008 р.

“Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів” та Наказі №757 затвердженого Міністерства фінансів України “Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів”, який був зареєстрований в Міністерстві юстиції України 03.07.2009 р. за №596/16612. Останнім, зокрема, передбачається встановити порядок конкурсного відбору первинних дилерів, затвердження методики оцінювання кандидатів та статус первинних дилерів, зразки типових договорів з первинними дилерами. Первинними дилерами на ринку ОВДП можуть бути банки, які, зокрема, мають ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами; сплачений статутний капітал, еквівалентний не менше ніж 10 млн. євро; практичний досвід роботи на ринку облігацій внутрішньої позики (загальний обсяг торгівлі ОВДП не менше 1 млрд. грн.).

Із середини травня 2009 р. проводиться розміщення облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку відповідно до ринкових умов. Вони, зокрема, передбачають таке: проведення розміщень ОВДП в один етап без права коригування поданих заявок та без оголошення Міністерством фінансів України попередніх умов розміщення; оголошення мінімальних сум випуску облігацій внутрішньої державної позики при кожному розміщенні.

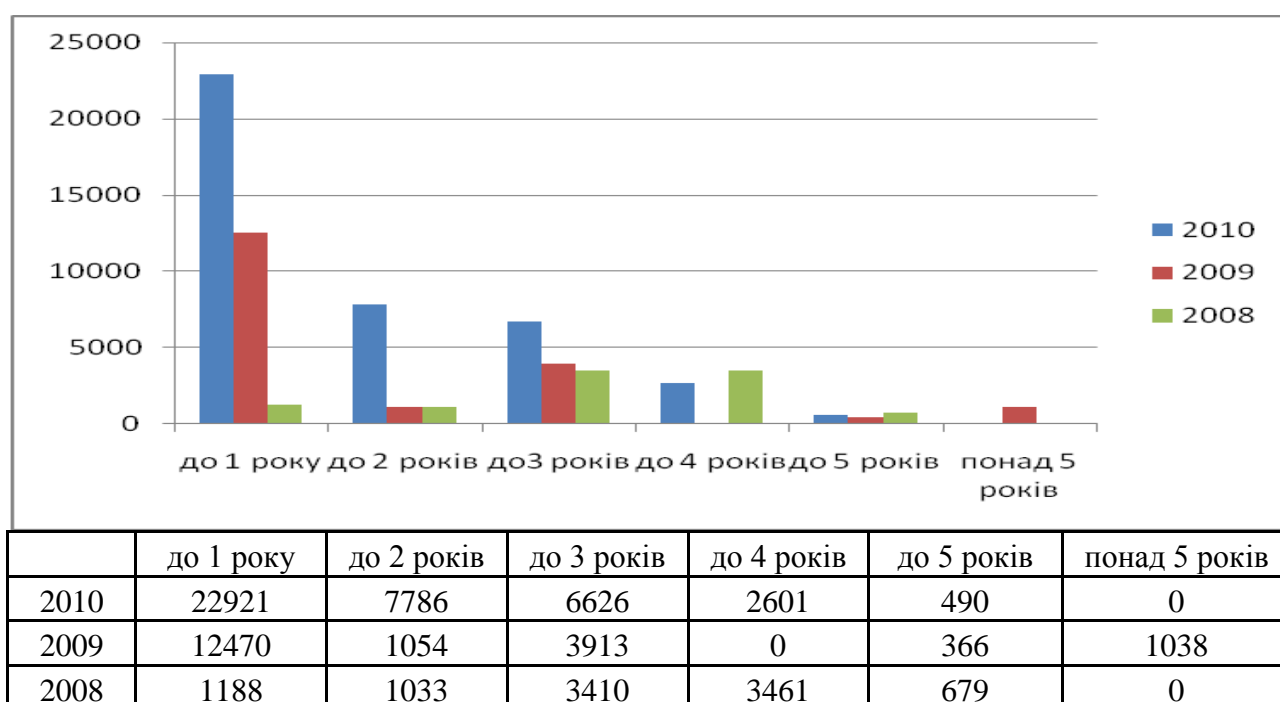
Запровадження інституту первинних дилерів та механізму ринкового ціноутворення сприяли збільшенню обсягів первинного розміщення ОВДП у 2009 р. порівняно з аналогічними показниками минулих років, а відтак сума коштів залучених до Державного бюджету зросла порівняно з 2008 р. на 9 млрд. грн. (табл. 2.7).

У цілому за 2009 р. в результаті розміщення облігацій внутрішньої державної позики до Державного бюджету було залучено 18,84 млрд. грн., а з урахуванням ОВДП, випущених на цілі рекапіталізації та реструктуризації залишку заборгованості КМУ перед НБУ, що було передбачено Законом “Про Державний бюджет України на 2009 рік”, ця сума становила 74,53 млрд. грн. [141]. Сума коштів, що надійшли до Державного бюджету України впродовж

### Результати аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку\*

Рік	Сума коштів залучених до Державного бюджету, млрд. грн.	Дохідність (середньозважена), %
2001	1,2	15,68
2002	2,9	10,81
2003	1,2	9,75
2004	2,2	11,24
2005	7,2	7,2
2006	1,6	9,26
2007	3,6	6,71
2008	9,7	11,51
2009	18,8	19,3
2010	40,4	12,7

2010 р. за результатами проведення аукціонів з первинного розміщення ОВДП, становила 40,4 млрд. грн. із середньозваженою дохідністю 12,69% річних (рис. 2.4).

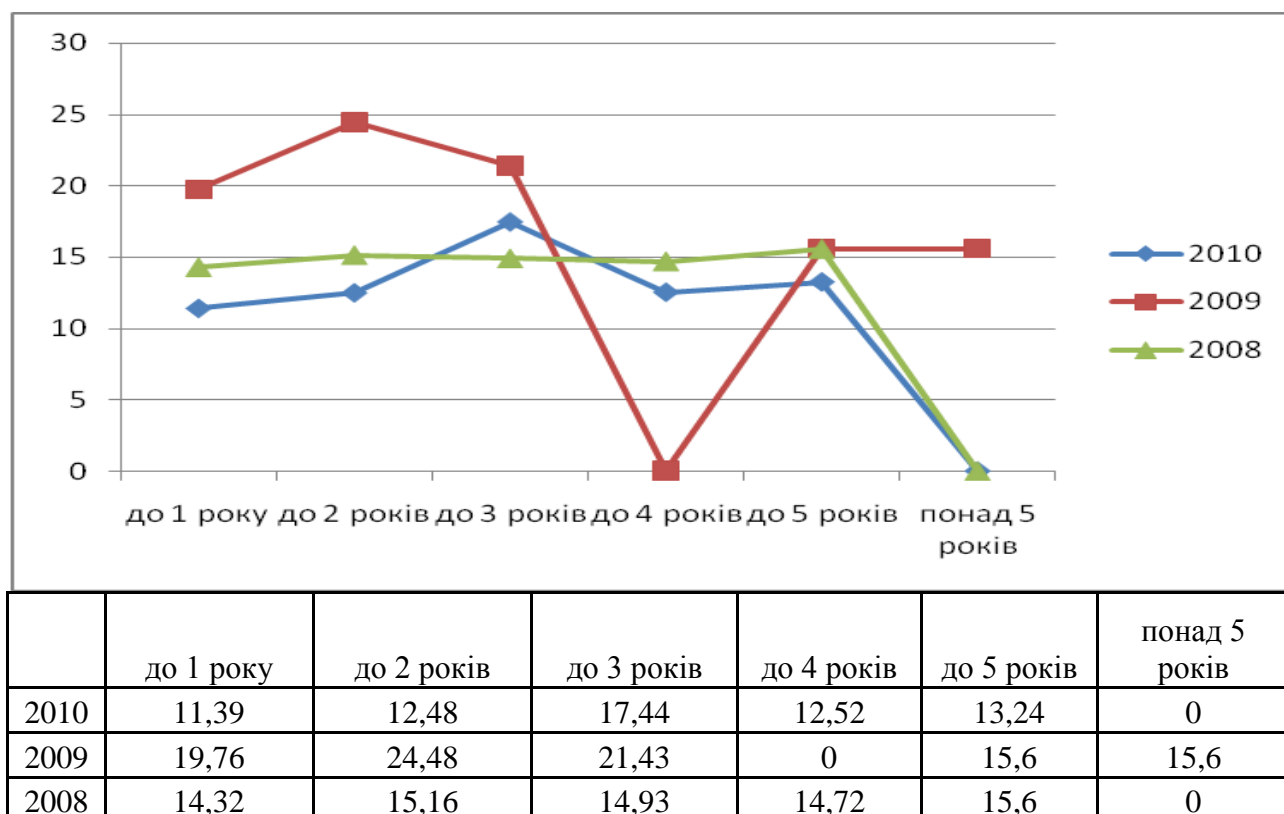


**Рис. 2.4. Обсяги коштів, залучених до Державного бюджету України за строком обігу ОВДП, млн. грн. [141].**

Висока дохідність ОВДП на початку 2010 р. привернула увагу інвесторів, що дозволило за підсумками 2010 р. розмістити ОВДП на суму

\* Складено автором за на основі даних [4; 19; 136]

70,66 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 10,39% річних (у 2009 р. – 74,53 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 12,21% річних) (рис. 2.5).



**Рис. 2.5. Середньозважена дохідність ОВДП за строком обігу, % річних [141].**

Середньозважена дохідність ОВДП у 2010 р. знизилась у порівнянні з 2008–2009 рр. Якщо у 2009 р. ОВДП зі строком обігу до 1 року мали середньозважену дохідність на рівні 19,76% річних (14,32% річних у 2008 р.), то у 2010 р. їх дохідність становила 11,39% річних [141].

Наприкінці 2009 р. МФУ та ФБ ПФТС підписали Договір про включення державних цінних паперів до лістингу ПФТС. З 1 грудня 2009 р. всі державні облігації були переведені до Котирувального списку ПФТС другого рівня [141].

Котирування державних облігацій на ФБ ПФТС має сприяти прозорості ринку ОВДП та дозволить міністерству відстежувати, які саме папери найбільш активно торгуються та мають найвищу ліквідність на ринку. На базі цього аналізу можна буде корегувати умови наступних розміщень облігацій на первинних аукціонах.

У рамках діючої нормативно-правової системи не врегульованими залишилися такі аспекти кредитної діяльності держави:

- не визначено сутність поняття “управління державним боргом,, та управління зовнішнім державним боргом, зокрема;
- відсутні стратегічні орієнтири розміру і структури державного боргу, на які повинна орієнтуватися політика державних запозичень та процес управління державним боргом в цілому;
- операції активного управління державним боргом законодавчо не врегульовані, не встановлено принципи проведення таких операцій, їх види та критерії оцінки результативності;
- не визначено граничні обсяги та механізми надання державних гарантій, відсутні чіткі пріоритети у цій сфері, не регламентовано порядок надання гарантій і використання запозичених коштів бенефіціарами, а також ступінь відповідальності органів державної влади за результати впровадження проектів, фінансованих з використанням державних гарантій.

Поза рамками правового регулювання залишаються умови застосування і порядок проведення операцій реструктуризації державного боргу, обміну боргових зобов’язань, а також конверсії і консолідації позик.

У світовій практиці дієвим засобом оптимізації структури державного боргу є проведення активних операцій з боргом. Активне управління боргом передбачає комплекс організаційно-фінансових заходів, які застосовуються поряд із регулярним випуском боргових зобов’язань і обслуговуванням боргу, з метою досягнення цілей управління державним боргом. Такі заходи включають здійснення дострокових викупів внутрішніх і зовнішніх зобов’язань уряду на фінансовому ринку, свопових операцій, проведення операцій з деривативами, ін.

Серед країн, які проводять операції активного управління портфелями боргових зобов’язань доцільно скористатися досвідом проведення таких операцій в Швеції і Новій Зеландії. Зокрема, дані країни проводять активні операції виключно з тією частиною своїх боргових зобов’язань, яка виражена в євро. Досвід проведення активних операцій у Новій Зеландії переконує, що в умовах коли існують тимчасові відхилення від оптимальних цін, зростає

ймовірність вилучення максимальних вигод від використання тактичних трейдингових операцій. Такі операції дозволяють суб'єктам управління боргом розвивати і підтримувати навички аналізу, прийняття рішень в умовах невизначеності, сприяють проведенню переговорних процесів і успішного укладання угод про позики [143].

Доводиться констатувати, що в Україні не прийнято нормативно-правові акти, які деталізують повноваження МФУ щодо здійснення ринкових операцій дострокового викупу і погашення зовнішнього боргу, конверсії боргу на інвестиції та інші фінансові активи, сек'юритизації боргу, інше.

Активні операції проводяться лише з внутрішніми державними цінними паперами у незначних обсягах. Так, неповною мірою використано МФУ повноваження, надані законом "Про державний бюджет на 2009 рік", (ст.18), зокрема щодо проведення активних операцій з управління державним боргом і ліквідністю короткострокового ЄКР, обміну державних боргових зобов'язань з метою економії бюджетних коштів. Водночас проголошена ним економія від проведення дострокового викупу довгострокових ОВДП з одночасним розміщенням облігацій із загальною номінальною вартістю, що більше, ніж в 1,7 рази, є необґрунтованою, оскільки нові запозичення здійснено з такою самою вартістю, що достроково погашені (9,5 %), однак у більшому обсязі. Операції з випуску таких боргових інструментів, як ОВДП здійснювались МФУ у вересні-грудні 2009 р. без урахування обмежень, встановлених ст. 17 Закону України "Про Державний бюджет України на 2009 рік", що стало однією з причин значного перевищення граничного розміру державного боргу [130].

В умовах значних флуктацій курсів валют та за необхідності здійснювати середньострокові запозичення в якості інструменту активного управління державним боргом доцільно розглянути емісію облігацій, індексованих до інфляції. Це дозволяє, з одного боку, задовольнити потреби інвесторів, що в ситуації невизначеності потребують гнучких інструментів, та відповідно збільшити попит на державні боргові цінні папери. З іншого боку, крім задоволення потреб у фінансових ресурсах, держава має можливість зменшення

ризиків державного боргу, оскільки при стабілізації національної валюти, спаданні напруженості на фінансових ринках, коли інфляція та відсоткові ставки знижуватимуться, індексовані до рівня інфляції цінні папери дають можливість знизити відповідні виплати за державним боргом.

За інших умов, коли прогноз рівня інфляції передбачає стабільну тенденцію до зростання, використання таких цінних паперів повинно підлягати додатковому аналізу. Крім того, випуск державою індексованих облігацій може бути фактором формування позитивних очікувань на ринку щодо гальмування інфляційних процесів у майбутньому, оскільки вони є свідченням незацікавленості держави у збереженні високого інфляційного середовища, а тому ступінь довіри до економічної та грошово-кредитної політики держави зростає.

Основним мотивом попиту інвесторів на індексовані до темпів інфляції цінні папери є можливість збереження реальної вартості вкладених коштів. Індексовані до рівня інфляції цінні папери захищають від інфляційного ризику не тільки інвесторів (кредиторів), а й можуть захистити їх емітента. Зокрема, позичальник при емісії таких боргових зобов'язань, з одного боку, несе фіксовані реальні витрати, а з іншого, у разі наявності в нього доходів, що залежать від рівня цін, отримує джерела для компенсації своїх збільшених внаслідок інфляції номінальних витрат. Держава також відноситься до таких позичальників, оскільки рівень надходжень від деяких податків залежить від рівня цін (зокрема, від податку на додану вартість, певних видів акцизного збору і ввізного мита). З іншого боку, особливістю держави, як емітента індексованого боргу, є те, що вона може здійснювати вплив на джерело ризику інфляційних паперів. Зокрема, за допомогою проведення відповідної макроекономічної і монетарної політики.

Україна раніше здійснювала випуск державних цінних паперів, індексованих до рівня інфляції, які мали назву процентні облігації внутрішньої державної позики (ПОВДП) (відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 22.09.2000 р. № 1455 [120]). Відсоткова ставка за такими цінними



паперами розраховувалася за формулою:

$$BC_i = \begin{cases} (I_x - 100) \cdot 1,03, & \text{якщо } : (I_x - 100) > 0; \\ 1,03 & \text{якщо } : (I_x - 100) \leq 0, \end{cases} \quad (2.1)$$

де  $i$  – календарний рік, на який визначається відсоткова ставка за облігаціями;

$I_x$  – фактичний індекс споживчих цін за річний період, що передує  $i$ -тому року, (далі –  $x$ -період) з листопада року, що передує  $x$ -періоду, по листопад  $x$ -періоду.

Такий механізм індексації не забезпечує збереження реальної вартості інвестованих у цінні папери грошей з огляду на те, що, по-перше, до уваги приймається інфляція за період, який передує періоду інвестування коштів, а по-друге, грошові потоки індексуються тільки на річну інфляцію, а не на інфляцію, яка мала місце з моменту емісії до моменту виплат. З огляду на зазначене, такі цінні папери користуватимуться попитом серед інвесторів за умови їх придбання ними з дисконтом (за дохідністю, яка перевищує номінальну купонну ставку) на рівні, який би забезпечував збереження реальної вартості інвестованих грошей.

В умовах України, доцільно використовувати механізм індексації, який розглянуто в додатку С. Слід також зазначити, що у зв'язку з тим, що цей механізм повністю усуває фактор інфляційних очікувань в ціноутворенні, відсоткова ставка, що пропонуватиметься учасникам аукціонів, відобразить реальну вартість грошей для держави. При здійсненні емісії даного виду облігацій, з метою мінімізації ризику пов'язаним з інфляційним фактором, ключовою проблемою є врахування наслідків інфляції. При високих темпах інфляції, реальна вартість боргу суттєво зменшиться, проте зменшення надходжень до Державного бюджету внаслідок економічної рецесії створюватиме необхідність нових запозичень, проте за суттєво вищими відсотковими ставками. Крім того, значні інфляційні процеси погіршують стан внутрішнього ринку державних цінних паперів, що пов'язано зі зниженням попиту на державні цінні папери, падінням їх ліквідності, зростанням відсоткових ставок, скороченням термінів запозичень. При випуску

інфляційних державних облігацій зростання цін відобразатиметься збільшенням витрат бюджету на обслуговування боргу, однак такі витрати можуть бути компенсовані зростанням доходів бюджету, які залежать від рівня цін (додаток Т).

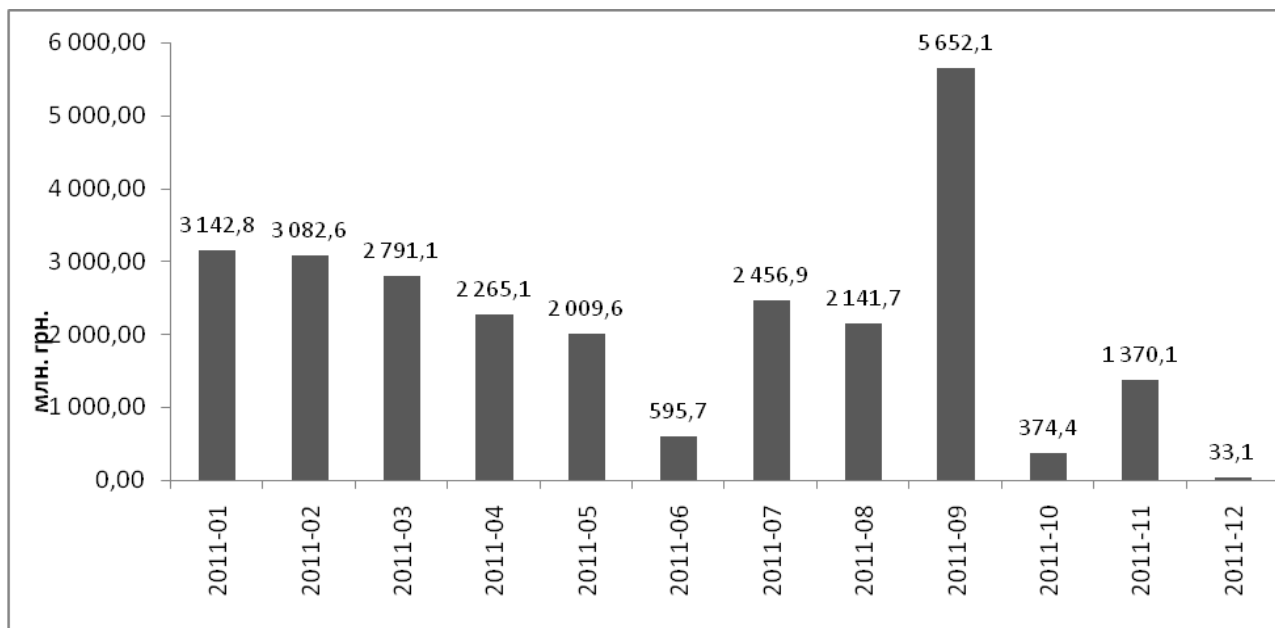
Окремо слід звернути увагу на можливість запровадження операцій зі зворотного викупу державних цінних паперів на ринкових умовах. В розвинутих країнах вони використовуються для зниження ризиків рефінансування боргу шляхом зменшення зобов'язань, які мають бути виконані у певному періоді [214, с. 5]. Це здійснюється з метою згладжування піків боргових платежів. Відсоткові ризики управляються за допомогою зворотного викупу облігацій з плаваючими купонними ставками і мають на меті збільшення частки боргу з фіксованою ставкою [214, с. 8].

При наявності сприятливих умов на ринку зворотний викуп, фінансований за рахунок нових випусків, є доцільним для зменшення відсоткових платежів та платежів основної суми боргу. В Україні зворотний викуп може слугувати також засобом зменшення суми державного боргу у разі перевищення його граничної межі, визначеної законом про Державний бюджет.

Зворотний викуп полягає в проведенні емітентом операції із купівлі випущеного ним боргового цінного паперу за ринковою ціною. Формами зворотного викупу є “остаточна купівля” (“outright purchase”), зворотний аукціон (“reverse auction”) і конверсія облігацій (“bond conversion”) [190, с. 144 – 146]. Остаточна купівля проводиться шляхом безпосереднього укладання урядом договорів з учасниками ринку. При цьому уряд може визначати рівень дохідності, за яким він здійснить викуп, а учасники ринку пропонують обсяг облігацій, який вони готові продати за визначеною урядом дохідністю (“coupon purchase”). З іншого боку, уряд може визначити обсяг облігацій, що викуповуються, а дохідність викупу узгоджуватиметься в договорі з контрагентом (“reverse tap purchase”) [58].

Аналіз погашення внутрішнього державного боргу у 2011 р. показує, що на вересень 2011 р. припадає пікове навантаження у розмірі близько 5,7 млрд.

грн., що більше, ніж удвічі перевищує середній обсяг платежів у інших місяцях 2011 р. (рис. 2.6.).



**Рис. 2.6. Платежі з погашення внутрішнього державного боргу у 2011 році\***

Міністерством фінансів для мінімізації ризиків рефінансування допустимий розмір платежів розцінюється на рівні 2,5 млрд. грн. (див. [127]). Існування пікового платежу в певному періоді є небезпечним з огляду на існування значних ризиків зростання відсоткових ставок за державними облігаціями, які розміщуються напередодні пікового платежу. Адже учасники ринку (інвестори в державні цінні папери) усвідомлюють безвихідність держави в частині необхідності залучення коштів за будь-якою ціною – тому, переслідуючи мету отримання додаткових доходів, штучно завищують пропоновані ними на аукціонах ставки дохідності. Наслідком цього є понесення державним бюджетом додаткових витрат на обслуговування державного боргу.

Вирішенням ситуації може бути здійснення поступового дострокового погашення облігацій внутрішньої державної позики на фінансовому ринку (обсягом близько 3,2 млрд. грн.), термін погашення яких припадає на вересень 2011 р. Такий зворотній викуп слід здійснювати за рахунок коштів, отриманих від розміщення цінних паперів у місяцях, що передують вересню 2011 р.,

\* Складено за даними МФУ

причому з такими термінами погашення, які не створюватимуть подібних пікових навантажень у майбутньому. При здійсненні такого дострокового погашення у кінцевому підсумку сума державного боргу на кінець 2011 р. не збільшиться у зв'язку з тим, що нові запозичення будуть спрямовані на погашення існуючих зобов'язань.

Поруч із зазначеним, для підвищення попиту на державні облігації вважаємо за доцільне перейти до реалізації заходів щодо розміщення коштів єдиного казначейського рахунку, зокрема, шляхом проведення операцій зворотного РЕПО з державними цінними паперами. На сьогодні проблемою запровадження операцій РЕПО і системи первинних дилерів є фактична відсутність достатньої кількості учасників ринку, причиною чого є вузькість споживчих якостей державних цінних паперів. Зацікавленість у державних цінних паперах з боку потенційних інвесторів є низькою також через непрозорий та неринковий механізм ціноутворення, результатом чого на ринку наразі є обмежена кількість учасників – державні банки, Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, кілька комерційних банків з іноземними інвестиціями, активність яких є доволі низькою.

Проведення операцій РЕПО є проблемним через неузгодженість позицій головних учасників ринку (МФУ, НБУ та первинних дилерів) щодо того, який тип операцій РЕПО насправді необхідний на українському ринку.

У відповідності до міжнародної практики до категорії операцій РЕПО (repurchase agreement), що входять до більш широкого класу “операцій на поворотній основі” (reverse transactions) відносяться:

- власне угоди РЕПО (прямого та зворотного) – repo та reverse repo;
- угоди продажу зі зворотним викупом (купівлі зі зворотнім продажем) – sell/buy-back (buy/sell-back);
- угоди зустрічного кредитування, або угоди кредитування під заставу цінних паперів – collateralized lending/loans (securities lending with a cash lending or cash lending against a pledged securities loan) [190, с. 157].

Вказані операції є різновидами забезпечених кредитів: грошових під

заставу цінних паперів (або кредитів з цінними паперами під заставу грошових активів), тобто їх загальною рисою є передача цінних паперів в обмін на отримання грошових активів з подальшим зворотнім обміном. Відрізняються ці операції лише за правовою формою їх здійснення, ключове значення у визначенні яких є момент переходу права власності на цінні папери, що використовуються в операції РЕПО. Умови класичного РЕПО, що застосовуються у більшості розвинених країн, передбачають перехід права власності на цінні папери з дати здійснення першої частини угоди, що дає кредитору право користування протягом часу дії угоди зазначеними цінними паперами на власний розсуд, тобто створює можливість отримання додаткового доходу кредитором за рахунок різниці ставок або доступу кредитора на інші фінансові ринки. Разом з іншими, ця властивість класичних операцій РЕПО робить дуже привабливими для учасників розвинених фінансових ринків [110].

З одного боку, угоди РЕПО належать до відносно ризикових угод, оскільки часто результат їх виконання залежить від обставин, що складуться на ринку і можуть вплинути на фінансовий стан однієї зі сторін. З іншого – угоди РЕПО носять відносно низький рівень ризику, тому що в забезпечення надається визначений обсяг цінних паперів, які у випадку невиконання контрагентом умов угоди переходять у власність та розпорядження іншої сторони.

Основними ризиками під час укладання угод зворотного РЕПО є кредитний та ринковий ризику, а також ризик рефінансування.

Кредитний ризик реалізується у випадку відмови контрагента викупити цінні папери, які були в забезпеченні. В такому випадку право власності на цінні папери переходить до іншої сторони, яка може їх реалізувати на ринку. Якщо ринкова ціна відповідає ціні, визначеній в угоді РЕПО, то фактично наслідки кредитного ризику зводяться до нуля. Проте, внаслідок різниці в часі між моментом укладання угоди РЕПО та моментом її завершення, виникає ймовірність виникнення різниці між визначеною в угоді вартістю цінних паперів, які надходять в забезпечення, і їх ринковою вартістю. В такому

випадку кредитний ризик трансформується в ринковий, основним фактором, який спричиняє його, є не кредитоспроможність контрагента, а невідповідність ціни, визначеної угодою РЕПО, ринковій ціні. Відповідно до чинного законодавства у разі невиконання контрагентом зобов'язань за угодою РЕПО цінні папери повинні бути достроково погашені. За такої ситуації можливе виникнення ризику рефінансування, коли за відсутності вільних коштів державного бюджету Міністерство фінансів повинне здійснювати нові випуски державних цінних паперів з метою отримання фінансових ресурсів для погашення цінних паперів, що знаходились в забезпеченні, за вищою ціною ніж визначена в договорі. Таким чином, МФУ понесе додаткові втрати державного бюджету [58].

Щодо зовнішніх боргових зобов'язань, то операції дострокового викупу на вторинному ринку, сек'юритизації існуючих зобов'язань і свопів стримуються високими адміністративними витратами на їх проведення та нормативними бар'єрами. За відсутності положення про можливість дострокового викупу в умовах випуску облігацій, які обертаються на ринку, провести такий викуп уряду доволі складно. Більш реальні можливості існують для проведення дострокового погашення боргів офіційним кредиторам, як двостороннім, так і багатостороннім. Проте, в умовах високих відсоткових ставок і нестабільного доступу уряду на міжнародний ринок капіталу проводити достроковий викуп зовнішнього державного боргу – економічно не доцільно.

Тривалий час в Україні невирішеними залишаються проблеми, пов'язані з відсутністю належної інституціональної і функціональної координації у сфері управління зовнішнім державним боргом. У першому випадку мова йде про координацію різних інституцій, діяльність яких тією чи іншою мірою стосується управління зовнішнього державного боргу. При її наявності можливо досягти узгодженості всіх показників, які характеризують зовнішній борг країни, консолідовані державні доходи і видатки, платіжний баланс. Функціональна координація передбачає узгодження фіскальної і грошово-

кредитної політики країни [93].

На жаль, у даний час доводиться констатувати відсутність в Україні належної координації грошово-кредитної і валютної політики НБУ та боргової політики уряду. Такі проблеми породжені недосконалістю законодавчої бази, інституційною відокремленістю та не сформованістю ефективного механізму взаємодії на оперативному рівні між міністерствами і відомствами України. Так, законодавчо не визначено механізми координації політики управління державним боргом і бюджетної політики, яка проводиться урядом, з грошово-кредитною і валютною політикою НБУ.

За відсутності такої координації і взаємодії втрачаються можливості оперативного реагування механізму управління державним боргом на зміну економічних умов та ситуації на фінансових ринках, що актуалізує ризики значних втрат бюджету і підвищує ймовірність кризового сценарію розвитку подій.

Недостатня узгодженість всіх ланок системи управління державним боргом: МФУ, КМУ, НБУ, інших міністерств і відомств та їх структурних підрозділів призводить до труднощів при проведенні боргової політики у рамках моніторингу зовнішнього боргу, прогнозування та планування боргових потоків і управління ризиками. І, як наслідок, досить складно визначити єдині стратегічні цілі та пріоритети при залученні та використанні зовнішніх запозичень.

Відсутність взаємодії МФУ і НБУ при проведенні валютної, грошово-кредитної, бюджетної і боргової політики держави перешкоджає створенню ефективного механізму державного регулювання загалом, який включає грошово-кредитну політику і боргову політику держави як невід'ємні елементи цілісної системи, що органічно поєднуються один з одним і сприяють досягненню стратегічних цілей розвитку національної економіки.

Діючим законодавством і нормативно-правовим регулюванням не передбачена система відповідальності посадових осіб за ефективність рішень і заходів, які проводяться у сфері управління державним боргом.

Водночас слід відзначити, що система нормативно-правового забезпечення управління державним боргом в частині його погашення і обслуговування, використання запозичених коштів зазнала суттєвих позитивних зрушень, внаслідок централізації основних функцій з управління державним боргом у одному органі – Міністерстві фінансів України; закріплення розподілу компетенцій між гілками державної влади в сфері управління державним боргом.

### **2.3. Аналіз структурних асиметрій боргового портфеля держави**

Кількісну визначеність боргового механізму характеризують розміри державного боргу, обсяги залучення позик і погашення боргу, рівень відсоткових ставок за позиками і середня строковість боргових зобов'язань.

Проведення зваженої боргової політики упродовж 2002–2007 рр., прагнення уряду до збалансованості державних фінансів, а також зростання рівня економічної активності в країні, збільшення експорту товарів і послуг обумовлювали зниження відносних показників боргового навантаження України. Розмір державного боргу відносно ВВП скоротився з 33,5% у 2002 р. до 12,6% у 2007 р., а зовнішнього державного боргу – з 24,2% до 10%. Співвідношення зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг також покращилося: воно знизилося із 46,3% у 2002 р. до 21,6% у 2007 р. Сума погашення і обслуговування державного боргу відносно ВВП зменшилася з 3,7% у 2002 р. до 1,5% у 2007 р. Боргові виплати відносно доходів бюджету склали 15,1% у 2002 р. і 4,3% у 2007 р. [56].

До 2008 р. уряду вдавалося послідовно знижувати вартість залучення нових позик та подовжувати їх строковість. Позитивні тенденції було порушено наприкінці 2008 р. після поширення “міжнародних ефектів” на економіку України, уряд і корпоративні позичальники України втратили доступ до зовнішнього фінансування і, не маючи достатньо ресурсів для обслуговування накопичених боргів, зіткнулися з кризою ліквідності. Девальвація національної



валюти обернулася посиленням тягаря обслуговування зовнішніх зобов'язань для бюджету та корпоративних фінансів України, а частина корпоративних позичальників опинилася на межі дефолту.

Таким чином, за основними показниками прийнятності рівня зовнішнього державного боргу, за якими оцінюється спроможність держави обслуговувати накопичені борги, Україна до кінця 2008 р. знаходилася у досить вигідному становищі.

Величина зовнішнього державного боргу збільшилася з 10% ВВП станом на кінець 2007 р. до 25% ВВП наприкінці 2010 р. Проте, суттєве посилення зовнішньоборгового навантаження стало закономірним наслідком ризикової структури державного боргу України за видами валют.

Небезпечна і ризикова структура державного боргу дозволяла уряду мінімізувати витрати на обслуговування боргу в короткостроковому періоді, проте, генерувала значні витрати у середньо- і довгостроковому періодах.

В. В. Висоцький, В. М. Калитчук, Ю. В. Драчук і Т. Г. Котович визначають ризик притаманний державному боргу як можливість настання події ймовірнісного характеру, 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 [162, с. 43].

Розміри погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу значною мірою залежать від масштабності реалізації ризиків, пов'язаних із структурою боргу. Для оцінки рівня ризиковості структури державного боргу в світовій практиці використовують такі основні показники:

– частка зовнішнього боргу в загальній сумі боргу, зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти, структура державного боргу в розрізі іноземних валют, яка вказує на вразливість боргового портфелю уряду до валютних ризиків;

– середня строковість боргових зобов'язань, структура державного боргу

в розрізі строків до погашення, що є показниками вразливості до ризику рефінансування боргу;

- відношення платежів з погашення і обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу в короткостроковому періоді до залишків на єдиному казначейському рахунку та валютних рахунках уряду, що відображає ризики пов'язані з ліквідністю боргових зобов'язань;

- рефіксація відсотків (відношення зобов'язань з плаваючою відсотковою ставкою і зобов'язань, які мають бути рефінансовані, до загальної суми державного боргу) “interest rate refixing”, яка свідчить про вразливість до відсоткового ризику і ризику рефінансування [127].

Станом на 31.12. 2010 р. у загальній сумі прямого і гарантованого державного боргу – 432,2 млрд. грн. – на заборгованість у національній валюті припадало 155,4 млрд. грн. або 35,9% загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 276,8 млрд. грн. або 64,1% (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

### Державний борг України станом на 31.12.2010 р.

#### в розрізі валют погашення\*

	млрд. грн.	%
<b>Загальна сума державного прямого та гарантованого боргу</b>	<b>432,2</b>	<b>100,0</b>
Євро	16,5	3,75
Долар США	129,8	30,04
СПЗ	129,4	29,95
Українська гривня	155,4	35,97
Японська єна	1,2	0,28

Варто зазначити, що тривалий час в Україні недооцінювалися ризики, пов'язані із заборгованістю в іноземній валюті. Впродовж 2002–2007 рр. частка зовнішнього боргу у загальній сумі прямого державного боргу України поступово збільшувалася від 66,8% до 75% (табл. 2.9). Після девальвації гривні наприкінці 2008 р. частка зовнішнього боргу збільшилася до 77,3%. Однак після втрати Україною доступу до міжнародного ринку позичкових капіталів

\* Складено за даними [153].

питома вага зовнішнього боргу в структурі прямого державного боргу (станом на 31.12. 2008 р.) скоротилася до 65,8%, а на кінець 2010 р. становила 54,8%. Зростання частки внутрішнього боргу у 2010 р. відбулося через необхідність випуску ОВДП на вирішення проблемних питань, таких як погашення заборгованості минулих років з відшкодування ПДВ, збільшення статутного капіталу Державної іпотечної установи, НАК “Нафтогаз України”, ПАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України”[43].

Таблиця 2.9

### Структура прямого державного боргу України, %\*

	31.12. 2002	31.12. 2003	31.12. 2004	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009	31.12. 2010
<b>Внутрішній борг</b>	33,2	31,0	31,0	30,4	25,1	25,0	34,1	43,0	45,2
<b>Зовнішній борг</b>	66,8	69,0	69,0	69,6	74,9	75,0	65,8	57,0	54,8

Неефективність управління валютними ризиками в рамках механізму управління зовнішнім державним боргом України засвідчує співвідношення між зовнішніми і внутрішніми позиками в Україні.

В той час, як в Україні частка внутрішнього боргу була досить низькою у країнах з перехідною економікою, які досягли значних успіхів у процесі ринкових трансформацій, частка внутрішнього боргу перевищувала 50% (вона становила 71,7% у Чеській Республіці; 80,5% у Словацькій Республіці; 59,2% у Польщі, 57,1%; в Угорщині) [193].

Після руйнівного впливу світової фінансової кризи (кінець 1990-х рр.) на економіки країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, багато країн прагнули мінімізувати валютні ризики і ризики рефінансування боргу шляхом нетто-погашення зовнішньої заборгованості. Водночас, завдяки вжиттю цілеспрямованих заходів у напрямі активізації внутрішнього ринку боргових зобов'язань уряду, у вказаних країнах збільшувався розмір внутрішнього державного боргу [31, с. 374].

\*Розрахунки автора за даними [151-153].

У країнах з ринками, що формуються, які пережили фінансові кризи наприкінці 1990-х – початку 2000-х рр., відношення державного боргу до ВВП за два роки кризи у середньому збільшилося на 32 п. п. і майже на 100% пояснювалося девальвацією національних валют (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

**Зміна боргового коефіцієнту під час фінансових криз і вплив девальвації національних валют, % [182]**

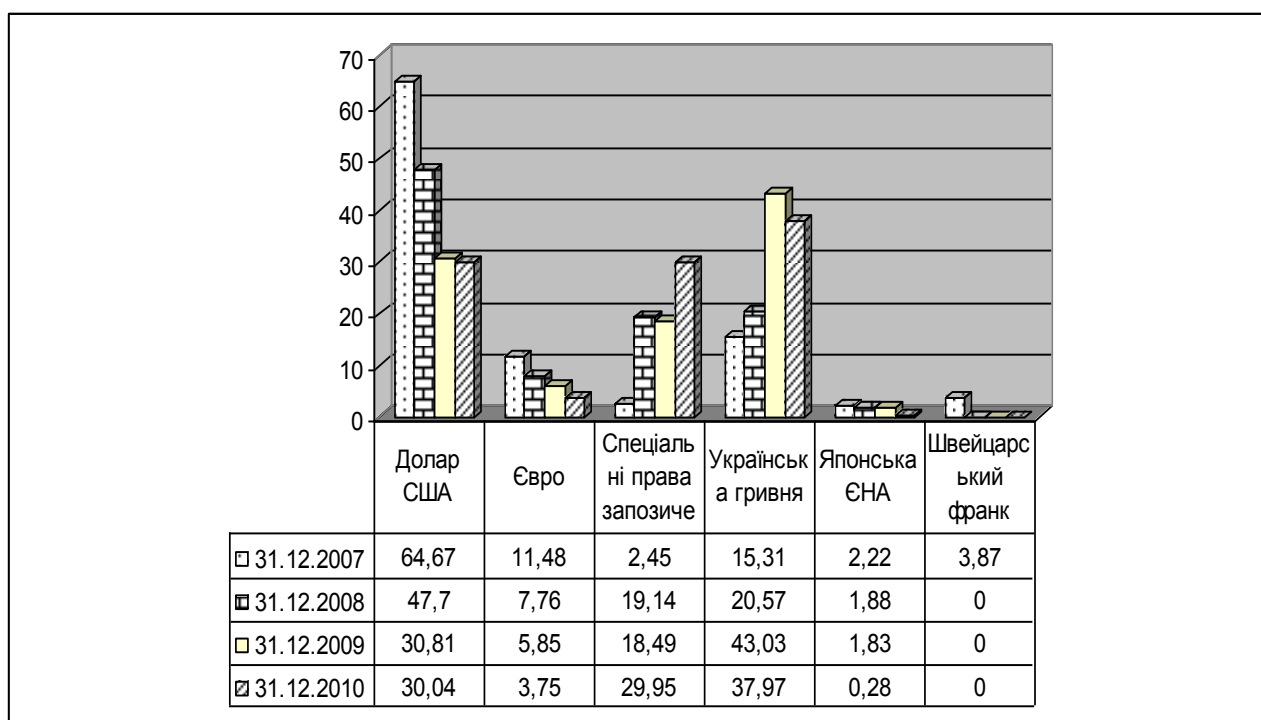
Кризові країни і рік початку кризи	Зміна відношення державного боргу до ВВП за 2 роки кризи, %	Зміна відношення державного боргу до ВВП внаслідок девальвації, %
Аргентина, 2001	88,5	63,4
Бразилія, 1998	30,5	16,8
Еквадор, 1999	16,9	90,7
Індонезія, 1998	59,5	22,1
Корея, 1997	18,7	2,2
Мексика, 1995	-5,2	38,3
Філіппіни, 1998	8,5	10,6
Росія, 1998	28,5	79,5
Таїланд, 1997	25,7	0,7
Туреччина, 2001	36,9	42,9
Україна, 1998	22,4	15,7
Уругвай, 2002	54,3	54,2
<b>Середнє значення</b>	<b>32,1</b>	<b>36,4</b>

Домінування зовнішньої складової у структурі державного боргу України стало одним із чинників посилення незбалансованості державних фінансів у період фінансової кризи 2008-2009 рр. Різке знецінення національної валюти мало своїм наслідком суттєве посилення зовнішньоборгового навантаження на економіку і державні фінанси України. Таким чином, надмірне запозичення за кордоном при ігноруванні внутрішніх джерел фінансування дефіциту бюджету зробили державні фінанси України вразливими до коливань кон'юнктури на міжнародних фондових ринках та стали причиною виникнення кризи ліквідності при дестабілізації на зовнішніх ринках позичкового капіталу.

З метою диверсифікації валютного складу боргового портфеля, уряд розмістив облігації зовнішньої позики 2005 р. у євро, а у II півріччі 2006 р. здійснив зовнішні запозичення у японських єнах (в сумі близько 300 млн. дол. США під 3,2% річних терміном на 4 р.) і швейцарських франках (в сумі

еквівалентній 315 млн. дол. США під 3,5% річних терміном на 12 р.). Проте, рішення щодо запозичень у японських єнах і швейцарських франках є економічно необґрунтованими, оскільки у процесі їх прийняття було проігноровано структуру валютних надходжень до національної економіки та валютний склад міжнародних резервів України.

Основною валютою деномінації зовнішніх боргових зобов'язань України у 2010 р. була українська гривня, тоді як у 2008 р. левову частку займав долар США (рис. 2.7).



**Рис. 2.7. Державний та гарантований державою борг України (в розрізі валют погашення), млрд.одиниць\***

Впродовж 2009 р. відбулися такі основні зміни валютної структури: збільшення державного і гарантованого державою боргу в гривнях та СПЗ відповідно на 14, 24% і 9, 92% та зменшення державного боргу у доларах США, швейцарських франках та євро відповідно на 18, 31%, 2, 94%, та 23,1 %. У 2010 р. структура заборгованості виражена в розрізі валют погашення суттєво не змінилася, за винятком збільшення державного боргу номінованого у СПЗ та зменшенням заборгованості вираженій у національній валюті. [42]. Наведені показники відображають високу вразливість боргового портфеля до валютного

\* Складено автором самостійно на основі даних [42; 153].

ризик. 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.

Для оцінки валютного ризику застосуємо показник зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю, який розраховується за формулою:

$$\Delta C_D(r_i^f) = D_i^f \times \Delta r_i^f \quad (2.2)$$

де  $\Delta C_D(r_i^f)$  – зростання видатків на погашення державного боргу при зростанні валютного курсу  $i$ -тої валюти ( $r_i^f$ ) на одиницю, грн. од.;

$D_i^f$  – сума державного боргу в  $i$ -тій іноземній валюті, грн. од.;

$\Delta r_i^f$  – зростання валютного курсу  $i$ -тої валюти на одиницю, грн. од. [127].

Числові значення даного показника відображені у таблиці 2.11.

Таблиця 2.11

**Видатки на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю\***

Валюта погашення	Зростання витрат на погашення боргу, тис. грн.	
	(станом на 31.12.2009 р.)	(станом на 31.12.2010р.)
ЄВРО	10,76	14,49
Долар США	55,46	21,32
СПЗ	71,12	86,06
Японська єна	2,57	1,96
Всього	140, 0	123,83

Отже, при девальвації національної валюти на одиницю зростання видатків на погашення державного боргу становило 140 тис. грн. у 2009 р. та 123,83 тис. грн. у 2010 р.

\* Розраховано автором самостійно

Щодо структури державного боргу України за видами відсоткових ставок зазначимо, що основну частину боргу, обслуговування якого здійснюється за плаваючими ставками, складають зобов'язання перед міжнародними організаціями економічного розвитку. Останнім часом на внутрішньому та міжнародному ринку капіталів уряд пропонував інвесторам виключно облігації з фіксованими відсотковими ставками мінімізуючи відсоткові ризики боргу.

Проте така політика не могла нівелювати дію відсоткових ризиків, пов'язаних із погіршенням кон'юнктури фінансових ринків, зростанням ризикових премій і підвищенням загального рівня відсоткових ставок. Адекватно оцінюючи такі ризики, уряд намагався подовжити строковість нових позик, завдяки чому сфера негативного впливу кон'юнктурних чинників на стабільність державних фінансів України звужувалася.

В структурі боргу (за типом відсоткової ставки) увагу привертає збільшення (на 13,1%) частки державного боргу, сплата відсотків за яким здійснюється за ставкою МВФ, та зменшення державного боргу за всіма іншими типами ставок (табл. 2.12, рис. 2.8).

Таблиця 2.12

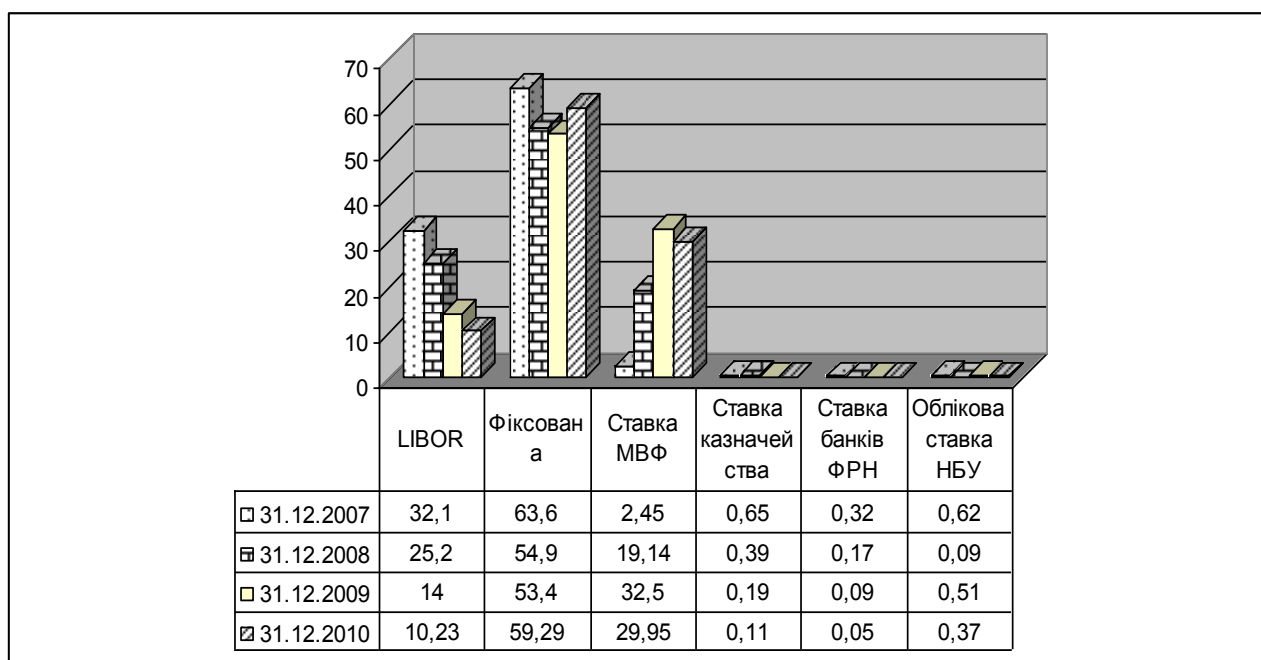
### Державний борг України станом на 31.12.2010 р.

(за видами відсоткових ставок)\*

	млрд. грн.	%
<b>Прямий і гарантований борг</b>	432,2	<b>100,0</b>
LIBOR	44,2	10,23
Рефінансування НБУ	1,61	0,37
Ставка Казначейства США	0,45	0,11
Ставка МВФ	129,4	29,95
Ставки банків ФРН	0,19	0,05
Фіксована	256,2	59,29

Зазначені зміни пов'язані із отриманням кредиту МВФ на фінансування Державного бюджету в 2009 р.

\* Складено автором за даними [153]



**Рис. 2.8. Державний та гарантований державою борг України (за видами відсоткових ставок), млрд. одиниць\*.**

Як свідчать дані рисунку 2.8 впродовж 2009 р. відбувалося зменшення частки державного та гарантованого боргу, сплата відсотків за яким здійснювалась за фіксованою ставкою, на 1,5 %, що пов'язано в основному зі здійсненням реструктуризації боргу НАК “Нафтогаз України”, шляхом випуску єврооблігацій під державні гарантії.

Заборгованість уряду, що обслуговується за плаваючою відсотковою ставкою, є більш ризиковою, ніж заборгованість з фіксованою ставкою, оскільки підвищення рівня відсоткових ставок призводить до зростання витрат бюджету на обслуговування боргових зобов'язань із плаваючою ставкою, тоді як витрати на обслуговування зобов'язань з фіксованою відсотковою ставкою залишаються незмінними [24, с. 14].

Для оцінки відсоткового ризику використовують показник зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні плаваючої відсоткової ставки на один відсоток річних:

$$\Delta C_D(r_i^{fi}) = D_i^{fi} \times 0,01 \quad (2.3)$$

де  $\Delta C_D(r_i^{fi})$  – зростання витрат на обслуговування державного боргу при

\* Побудовано автором на основі даних [153]



зростанні  $i$ -тої плаваючої ставки ( $r_i^{fi}$ ) на один відсоток річних, гр. од.;

$D_i^{fi}$  – сума державного боргу, до якої застосовується  $i$ -та плаваюча відсоткова ставка ( $r_i^{fi}$ ), гр. од. [127].

Числові значення даного показника відображені у таблиці 2.13.

Таблиця 2.13

**Видатки на обслуговування державного боргу при зміні плаваючої відсоткової ставки\***

Відсоткові ставки	Ціна одного відсотка річних, тис. грн.	
	(станом на 31.12.2009 р.)	(станом на 31.12.2010 р.)
LIBOR	431,23	301,80
Ставка казначейства США	6,06	4,56
Ставка МВФ	1029,71	729,98
Ставка банків ФРН	2,72	1,05
Всього	1469,79	1037,39

Зростання плаваючої відсоткової ставки на один відсоток річних призвело до збільшення видатків на обслуговування боргових зобов'язань за плаваючими відсотковими ставками на 1469,79 тис. грн. – у 2009 р. та 1037,39 тис. грн. – у 2010 р.

Однією з важливих функцій інституцій, відповідальних за управління державним боргом у країнах з ринками, що формуються, є управління ризиком рефінансування зовнішнього державного боргу. Адже, як відомо, втрата можливостей для рефінансування державного боргу в умовах дестабілізації фінансових ринків, може серйозно поглибити наслідки економічних і фінансових негараздів.

В Україні середня строковість облігацій зовнішньої позики, які випускалися у відповідному році, становила: 10 років у 2003 р.; 6,09 років у 2004 р.; 10 років у 2005 р.; 6,75 років у 2006 р.; 7,9 років у 2007 р. Для

\* Розраховано автором самостійно

порівняння: середній термін обігу міжнародних облігацій, які емітувалися країнами з ринками, що формуються, збільшився з 8 років у 2001 р. до 13 років у 2005 р. [196].

Таким чином, облігаціям зовнішньої позики України і кредитам МФО властиві значні терміни повернення коштів, а тому, на перший погляд, такі запозичення повинні мати невисокі ризики рефінансування боргу. Проте, з огляду на нестабільність кон'юнктури міжнародних фінансових ринків в окремі періоди уряд може втрачати можливості для рефінансування накопичених зобов'язань. З врахуванням, зазначених чинників не слід ігнорувати ризики рефінансування боргу для зовнішніх облігаційних позик України, проте варто зауважити, що дані ризики знаходяться поза сферою впливу національних органів макроекономічного регулювання.

Величина ризиків рефінансування державного боргу визначається також розподілом боргових платежів у часовому вимірі. Платежі з погашення та обслуговування державного боргу України плануються і проводяться відповідно до встановленого графіку боргових виплат.

При здійсненні аналізу динаміки платежів за зовнішнім державним боргом у 2009–2020 рр. привертає увагу факт зростання суми таких платежів у 2013 р. (1,8 млрд. дол. США). Вказані піки боргових виплат обумовлюються настанням терміну погашення облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) 2003 р. в сумі 1 млрд. дол. США, ОЗДП 2004 р. обсягом 500 млн. дол. США та реалізацією кредитором права вимоги на дострокове погашення облігацій 2006 р., деномінованих в швейцарських франках (еквівалент 636 млн. дол. США) [8].

Отже, в останні роки МФУ досить кваліфіковано управляє відсотковими ризиками зовнішньоборгових зобов'язань, намагаючись мінімізувати ризики рефінансування боргу через подовження середньої строковості боргових зобов'язань та ефективно управління часовою структурою боргових виплат. Однак, найбільш проблемним елементом системи управління ризиками державного боргу було повне ігнорування урядом валютних ризиків, що мало вкрай негативні наслідки при поширенні проявів світової фінансової кризи на

економіку України. Таким чином, недосконала структура зовнішнього державного боргу України посилювала залежність фінансової позиції уряду від впливу негативних чинників, пов'язаних із дією валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу.

Особливої уваги потребує розгляд проблем пов'язаних із станом реалізації проектів економічного і соціального розвитку України за підтримки МФО. Адже вади інституційного характеру та недоліки організаційного забезпечення реалізації кредитних програм співпраці з боку України визначали низьку ефективність програм співпраці з МФО.

МБРР та ЄБРР є найбільшими за обсягами кредиторами України після МВФ. На сьогодні впроваджується 19 проектів (14 – кошти, за якими надходять безпосередньо до спеціального фонду держбюджету, та 6 – гарантовані державою), загальна сума позик за якими становить 2,3 млрд. дол. США або 18,5 млрд. гривень (конкретний перелік проектів наведений у додатку У).

При цьому сума запозичених державою у МБРР коштів на реалізацію 11 проектів становить 1,3 млрд. дол. США, а у ЄБРР на реалізацію 3 проектів – 0,5 млрд. дол. США (кошти надходять до спеціального фонду держбюджету). Однак аналіз проектного портфелю МБРР показав, що у 2009 р. більше 65 % проектів мали інституційну спрямованість, тобто, по суті, були додатковим фінансуванням центральних органів виконавчої влади. Такі проекти за своєю результативністю, як показали проведені Рахунковою палатою за останні роки аудити, є найменш ефективними [137].

Аудиторами Рахункової палати встановлено, що у 2009 р. фактичні обсяги залучених коштів позик (надійшли до спеціального фонду держбюджету)<sup>7</sup> по всіх проектах не відповідали запланованим. При цьому і за гарантованими державою проектами вибірка коштів здійснювалась із значними затримками. Про незадовільний стан реалізації спільних з МБРР проектів і повільну вибірку коштів наголошувалося МБРР під час переглядів проектного

---

<sup>7</sup>Надходження коштів до спеціального фонду здійснюється з рахунків позик або спецрахунків, відкритих для здійснення фінансування діяльності, та фактично є вибіркою коштів позик.

портфелю, зокрема, у лютому та червні 2009 р. При цьому зазначалось, що показник вибірки коштів в Україні є нижче середнього по регіону Європи і Центральної Азії [17].

Основними причинами неефективного використання запозичених у МФО коштів, на наш погляд, виступають:

- недосконалість нормативно-правової бази, яка регулює бюджетно-процедурні аспекти запозичень у МФО;
- слабкість адміністративної системи, яка виявляється у відсутності реальної відповідальності за несвоєчасне і неналежне впровадження проектів, низькій якості процедур ініціювання та планування проектів;
- неадекватні механізми управління проектами внаслідок низького рівня кваліфікації співробітників груп управління проектами.

Відсутність належних результатів від реалізації проектів МФО пояснюється також незастосуванням професійних систем управління проектами, відсутністю підготовленого персоналу, недосконалістю механізмів формування груп управління проектами, відсутністю законодавчо встановленої відповідальності за виконання обов'язків членів груп управління проектами.

На думку спеціалістів Рахункової палати України, від реалізації проектів у даний час не отримано очікуваних соціально-економічних ефектів внаслідок дії таких чинників: не пов'язаність співпраці з МФО з програмами дій уряду, відсутність дієвої системи контролю за станом реалізації проектів. Так, Міністерство економічного розвитку і торгівлі – координатор роботи з підготовки та реалізації проектів, які підтримуються МФО, належним чином не впливало на упорядкування структури проектного портфелю МФО та хід їх впровадження [137].

Основними причинами несвоєчасного та неповного виконання проектів є незадовільна організація їх підготовки та реалізації, відсутність ефективної системи контролю за впровадженням, тривалі процедури набуття угодами про позики чинності, затримки з врегулюванням питань закупівлі товарів, робіт і послуг, не вирішення проблем податкового і митного характеру та

співфінансування проектів українською стороною.

Класичним прикладом неефективності системних проектів МФО є проект МБРР “Фонд соціальних інвестицій”, який реалізується в Україні з 2002 р. Метою проекту було визначено сприяння реформуванню соціальної сфери через створення ефективних моделей соціальних послуг і розвитку потенціалу громад та представників органів влади. Впродовж 2002–2008 рр. на фінансування проекту з усіх джерел було витрачено 60 млн. дол. США, у т. ч. 47 млн. дол. США становив кредит МБРР. Проте визначеної мети проекту не було досягнуто, а понад 81% коштів, передбачених на впровадження мікропроектів, було використано на проведення ремонтно-будівельних робіт і придбання обладнання [117].

Проблемним аспектом управління позиками МФО є також прогалини нормативно-правового регулювання, яке має забезпечувати інтегрування процедур залучення і використання міжнародної технічної допомоги (грантів) до програм підготовки проектів розвитку. Так, Рахунковою палатою встановлено, що із 15 грантів МБРР на суму 10,5 млн. дол. США, отриманих Україною у період 2002–2009 рр. для підготовки та запровадження спільних з Банком проектів розвитку, по 50% з них не було досягнуто головної цілі – запровадження проектів розвитку [117].

Для прийняття обґрунтованих рішень процес управління державним боргом має спиратися на наявність повної бази даних про боргові зобов'язання органів державного управління і активи, пов'язані з борговими операціями, про очевидні умовні зобов'язання, які потенційно впливають на стан державного боргу, вмщувати оцінку ризиків, пов'язаних із структурою державного боргу, включати прогноз витрат на погашення і обслуговування державного боргу за різних допущень щодо динаміки відсоткових ставок і обмінних курсів, а також аналіз поточної ситуації на міжнародних фінансових ринках та її оцінку на прогнозований період.

Актуальними проблемами у сфері управління зовнішнім державним боргом України є неповнота інформації про позики місцевих органів влади та

відсутність цілісної системи обліку, моніторингу та контролю за станом заборгованості державного сектору економіки, включаючи зовнішні борги державних підприємств.

Міжнародний досвід свідчить про те, що борги державних підприємств за низького рівня управління на даних підприємствах і відсутності контролю з боку центрального уряду за формуванням їх боргів породжують високі ризики для макроекономічної стабільності у країні. Крім того, такі борги є неочевидними умовними зобов'язаннями уряду і породжуватимуть тиск на Державний бюджет у випадку погіршення економічної ситуації в країні.

Наказом Міністерства фінансів України від 29.08.2006 р. №858 встановлено, що Департамент державного боргу має забезпечити ведення журналу реєстрації зовнішніх запозичень в іноземній валюті суб'єктів господарювання державного сектору економіки, а також ведення відповідної електронної бази даних.

Однак, вказані положення нормативно-правового регулювання, внаслідок формального характеру застосовуваних процедур, не створюють надійних засад для протидії стрімкому нарощуванню зовнішніх боргів державних підприємств.

В останні роки у світі центр нестабільності перемістився до корпоративного сектору економіки, однак механізм управління зовнішнім боргом України був позбавлений ефективних важелів регулювання зовнішніх боргів підприємств і банків. Особливостями міжнародних фінансових криз II половини 1990–2000-х рр. стало те, що їх каталізаторами виступали зовнішні корпоративні борги, а не суверенні борги; критично важливими виявилися також “інфекції криз” та слабкість внутрішніх фінансових систем.

У період стрімкого нарощування зовнішнього корпоративного боргу офіційна влада в Україні діяла у відповідність із доктриною Лоусона, яка стверджує, що уряд повинен опікуватися лише власними боргами, а позичкова активність приватного сектору має регулюватися ринковими механізмами, оскільки приватний сектор сам здатен оцінювати ринкові ризики. Як

справедливо вказують М. Монтеc і В. Попов, допущення, яке лежить в основі даної доктрини – інтерналізація (включення до ціни кредиту) ризиків приватних запозичень, виявилось невірним. Так, у країнах Південно-Східної Азії спред за їх борговими зобов'язаннями продовжував знижуватися, а кредитні рейтинги цих країн продовжували зростати упритул до початку фінансової кризи [102, с. 27].

В Україні відсутність регулюючого впливу держави на зовнішні борги корпоративних позичальників стало відображенням нерозуміння з боку органів державної влади проблематики умовних зобов'язань та її пов'язаності із проблемами зовнішньоборгового навантаження на державні фінанси. Поза увагою теоретиків і практиків державного управління залишався той факт, що умовні зобов'язання є потенційними фінансовими вимогами до центрального уряду і за певних обставин можуть істотно збільшити масштаби боргових виплат з державного бюджету.

Досвід країн Азії і Латинської Америки у 1990-ті рр., уряди яких понесли величезні витрати на рекапіталізацію охоплених кризою банків, вказує на те, що умовні зобов'язання можуть наражати органи державної влади на серйозні ризики. Згідно з оцінками МВФ, фіскальні витрати на врегулювання банківських криз складали 55% ВВП у Індонезії, 35% ВВП у Таїланді, 28% ВВП у Кореї і 16% ВВП у Малайзії [210, с. 9].

У Бразилії Федеральний уряд протягом 1980–1990-х рр. сплатив близько 74 млрд. дол. США за боргами урядів провінцій. В останні десятиріччя Аргентина, Колумбія, Мексика і Росія змушені були допомагати місцевим органам долати проблеми, пов'язані з надмірним рівнем заборгованості [52, с. 22].

Умовні зобов'язання держави в Україні не підлягають моніторингу і обліку, не проводиться оцінка їх потенційного впливу на державний бюджет. За таких умов спеціалісти Рахункової плати України справедливо вказують на необхідність чіткого визначення, класифікації і прийняття до уваги всього спектру умовних зобов'язань держави, які можуть у майбутньому

перетворитися на фактичні і призвести до виплати коштів із держбюджету [52, с. 22–23].

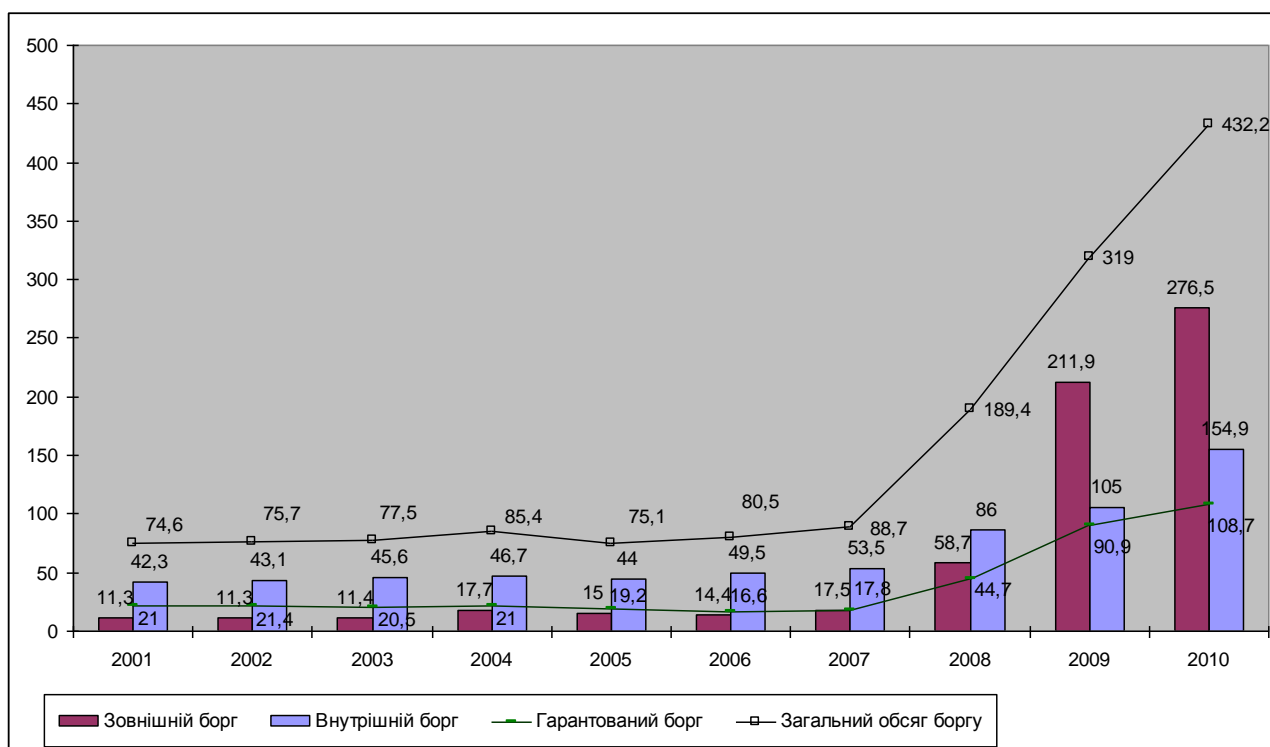
Очевидні умовні зобов'язання уряду представлені, перш за все, державними гарантіями. Формування механізму державних гарантій є однією з форм інвестиційних запозичень. Теоретично, вирішуючи дилему “гарантії-інвестиції”, чи “запозичення – поточні видатки”, безумовна перевага для держави як позичальника і гаранта надається гарантіям як чиннику інвестицій. Проте, як показує практика слід враховувати низку складних проблем, пов'язаних з обґрунтуванням необхідності використання державних гарантій за конкретним інвестиційним проектом, визначенням оптимальних розмірів їх надання, оцінкою їх впливу на співвідношення структурних складових державного боргу та ін.

Аналіз цільового призначення кредитів, що залучалися під державні гарантії, засвідчує, що майже 60% кредитних ресурсів призначені не для інвестиційних проектів, а для вирішення проблем з раніше накопиченими боргами та фінансування державних закупівель і обладнання, що не має інвестиційного спрямування (зокрема, Укравтодор, Харківське державне авіаційне виробниче підприємство, Авіант, НАК Нафтогаз). МФУ не забезпечується контроль за цільовим використанням кредитних коштів, наданих суб'єктам господарювання під державні гарантії.

Обсяг гарантованого державного боргу України станом на 31.12.2010 становив 18, 7 млрд. грн., збільшившись впродовж року на 17,8 млрд. грн. (19,64%), що пов'язано з випуском зовнішніх єврооблігацій “ФІНІНПРО” для фінансування заходів, пов'язаних з проведенням Євро-12 (на суму 4,5 млрд. грн.), отриманням Укравтодором кредиту від VTB CAPITAL (на суму 3,5 млрд. грн.) та отриманням траншів позики Міжнародного валютного фонду (на суму 11,1 млрд. грн.) (рис. 2.9) [42].

Важливо відзначити, що надання державних гарантій КМУ в 2009 р. здійснювалось всупереч законодавству України, зокрема:





**Рис. 2.9. Динаміка обсягів державного та гарантованого боргу України (млрд. грн.)\***

– пункту 1 частини II статті 92 Конституції України щодо затвердження виключно Верховною Радою рішень про одержання Україною від іноземних банків і МФО позик, не передбачених Державним бюджетом України;

– ст. 17 Бюджетного кодексу України, згідно з якою гарантії надаються лише на умовах платності, строковості, майнового забезпечення та зустрічних гарантій.

Тобто в Україні державні гарантії породжували значні втрати для державного бюджету. Такі результати є закономірними, з огляду на проблеми “морального ризику” реципієнтів державних гарантій та завильовану вартість гарантій для уряду.

Міжнародний досвід вказує на те, що уряди багатьох країн схильні до надмірного надання державних гарантій підприємствам. Це зумовлено тим, що гарантії не підлягають ретельній перевірці на предмет доцільності і обґрунтованості обсягу, так як, наприклад, інші державні витрати. Рішення щодо надання державних гарантій не вимагають негайного витрачання

\* Побудовано автором на основі даних [42].

бюджетних коштів і не впливають на величину бюджетного дефіциту у період надання гарантії. Зазначені чинники заохочують уряд надавати субсидії підприємствам не у грошовій формі, а через прийняття певних ризиків.

У 2000–2006 рр. щорічно законами про Державний бюджет України заборонялося надання державних гарантій, крім гарантій за кредитами МФО або кредитами на умовах співфінансування з МФО. Починаючи з 2007 р., перелік реципієнтів державних гарантій було розширено.

З 2008 р. уряд почав досить активно використовувати інструментарій державних гарантій для розбудови мережі автомобільних шляхів, розвитку вітчизняного судно- і літакобудування, технічного переоснащення вуглевидобувних шахт і розширення виробничої бази тваринництва, становлення системи іпотечного кредитування та фінансової підтримки НАК “Нафтогаз України”.

Загалом, в 2009 р. було використано кредитних коштів, наданих під державні гарантії, на загальну суму 27,6 млрд. грн., або 86 %, переважно на цілі забезпечення виконання боргових зобов'язань за облігаціями та випуск нових облігацій, а також на фінансування державних закупівель медичного обладнання та автомобілів, що не має інвестиційного спрямування [137].

Практика залучення кредитних ресурсів під державні гарантії засвідчує що надання таких гарантій суб'єктам господарювання має, як правило, негативні наслідки.

Так, зокрема, прострочена заборгованість суб'єктів господарювання перед державним бюджетом за отриманими в попередні роки іноземними кредитами впродовж 2009 р. збільшилася на 820 млн. грн. (з 15 млрд. грн. до 15,8 млрд. грн., за звітними даними Держказначейства). При цьому погашена боржниками сума за 2009 р. становить лише 34,2 млн. гривень. Тобто заходи, що вживаються до боржників, виявляються неефективними, а їх боргові зобов'язання перекладаються на Державний бюджет України. При цьому в 2009 р. здійснені виплати з державного бюджету за гарантованими зобов'язаннями суб'єктів господарювання, які неспроможні їх погасити, перевищили визначені

Законом України “Про Державний бюджет на 2010 рік”, видатки на цю мету в 10 разів [137].

Однією з причин низької результативності заходів, що вживаються до боржників за гарантованими кредитами є неприйняття закону щодо порядку погашення простроченої заборгованості суб’єктів господарювання перед державою за кредитами, залученими державою під державні гарантії, який розроблявся понад 3 роки (з 2006 р.) залишається нерозглянутим ВРУ і дотепер.

На сьогодні, у рамках механізму управління гарантованим боргом, не врегульовано цілу низку питань пов’язаних із наданням державних гарантій: визначення їх граничних обсягів і умов надання урядом; вимог, що висувуються до підприємств – претендентів на отримання державних гарантій; процедури і критерії відбору інвестиційних проектів для отримання державних гарантій, форми надання державних гарантій; підстави для припинення дії державних гарантій; обмеження на використання коштів, отриманих під державні гарантії; процедури обліку державних гарантій та формування системи звітності; становлення системи контролю за використанням запозичених коштів і відповідальності позичальників.

Таким чином, завищена вартість гарантій, а також проблеми “морального ризику” позичальників знижують ступінь обґрунтованості рішень про надання державних гарантій, що вказує на необхідність розробки раціональної і орієнтованої на перспективу політики гарантування державою кредитів підприємствам. У цілому зважене управління умовними зобов’язаннями держави сприятиме зміцненню фінансової системи країни та зменшуватиме ймовірність поширення кризових явищ.

Отже, проведені дослідження надає підстави стверджувати: окремі елементи механізму управління зовнішнім державним боргом функціонують відокремлено і автономно, не забезпечується їх гармонійне поєднання для досягнення стратегічних цілей розвитку. Реалізація певних заходів відбувається у відповідь на поточні потреби в сфері державних фінансів, а управління зовнішнім державним боргом України зводиться переважно до вирішення

короткострокових завдань бюджетної політики.

Протягом 2001–2007-х рр. у функціонуванні механізму управління зовнішнім державним боргом України було досягнуто таких позитивних зрушень:

- підтримання розміру зовнішнього державного боргу на економічно безпечному рівні;
- освоєння інструментів комерційного запозичення та забезпечення доступу до міжнародного ринку капіталів упродовж 2003–2007 рр.;
- зниження вартості зовнішніх запозичень та подовження середньої строковості боргових зобов'язань.

Водночас ефективність механізму управління зовнішнім державним боргом України була недостатньо високою у зв'язку з:

- відсутністю стратегічних орієнтирів у сфері управління державним боргом, короткостроковим характером заходів, що вживаються, їх зорієнтованістю на вирішення бюджетних проблем;
- браком взаємоузгодженості дій уряду і НБУ при проведенні поточної боргової, грошово-кредитної і валютно-курсової політики;
- незастосуванням методів управління валютними ризиками і ризиками рефінансування боргу, пов'язаними із структурою державного боргу;
- непрозорістю боргової політики для кредиторів та потенційних інвесторів, закритим характером інформації про зовнішні позики державних підприємств, обсяги наданих урядом гарантій та інші умовні зобов'язання держави;
- неповнотою інформації про позики місцевих органів влади та відсутністю цілісної системи обліку, моніторингу та контролю за станом заборгованості державного сектору економіки;
- відсутність централізованого регулювання і уніфікованого підходу до управління всіма складовими заборгованості державного сектору економіки та умовними зобов'язаннями держави;
- низьким рівнем аналітично-інформаційного забезпечення боргової

політики та низькою якістю прогнозів, які не дозволяють передбачити кризові потрясіння на світових ринках та вживати упереджувальних заходів для мінімізації їх впливу на стан державних фінансів.

Програми державних запозичень розробляються лише на найближчий рік, в той час як у світовій практиці поширеними є вироблення і затвердження позичкових програм і програм управління державним боргом на середньостроковий період – 3–5 років.

Недосконалість централізованого деталізованого обліку запозичень і боргових зобов'язань всіх рівнів державної влади (включаючи місцеві органи) та очевидних умовних зобов'язань держави, а також відсутність єдиної методики обліку державного зовнішнього боргу, створюють вагомі перешкоди для розробки і впровадження економічно обґрунтованої боргової стратегії та проведення фінансової політики держави.

## **Висновки до розділу 2**

Результати аналізу боргової політики України та механізму управління зовнішнім державним боргом дають підстави зробити такі висновки:

По-перше, упродовж 2002–2007 рр. покращенню ситуації з державною заборгованістю сприяли стабілізація платіжного балансу України, проведення зваженої бюджетно-податкової політики та перехід економіки на траєкторію стійкого економічного зростання. Проте у вказаний період все більшої гостроти набувала проблема некерованого нарощування зовнішніх боргів корпоративних позичальників України.

По-друге, високий рівень зовнішнього корпоративного боргу став одним із чинників порушення фінансової стабільності в Україні та падіння рівня національного виробництва на світових кредитних ринках. Фінансова криза з кінця 2008 р. розгорталася за класичним сценарієм валютних криз третього покоління, русійними силами яких виступають надмірні запозичення приватних суб'єктів і спекулятивні атаки проти діючих режимів обмінних

курсів.

По-третє, за результатами дослідження макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень у економіці України було встановлено: покладання держави і корпоративного сектору на зовнішні позики визначало проциклічний вплив зовнішнього фінансування на темпи зростання реального ВВП в Україні, посилювало залежність державних фінансів від кон'юнктури світових фінансових ринків, впливало на обсяги грошової маси та підвищувало ступінь мінливості обмінного курсу національної валюти.

По-четверте, науковий пошук дав можливість довести, що надходження довгострокового іноземного капіталу справляє позитивний вплив на динаміку реального ВВП на етапі нетто-залучення позик та викликає спад виробництва на етапі нетто-погашення боргу; надходження зовнішніх позик справляє підвищувальний тиск на курс національної валюти, а нетто-погашення боргу стає чинником девальвації гривні; надходження іноземних позик виступає вагомим фактором зростання грошових агрегатів.

По-п'яте, з'ясовано, що у період до 2008 р. залучення зовнішніх позик мало переважно позитивний вплив на розвиток економіки: мобілізація зовнішніх запозичень розширювала фінансовий потенціал уряду і створювала умови для фінансування додаткових споживчих витрат та інвестиційних вкладень. Накопичення зовнішнього боргу суб'єктами економіки України викликало такі позитивні ефекти у грошово-кредитній сфері України: зниження вартості позичкового капіталу на внутрішньому ринку; розвиток національної фінансової системи; залучення довгострокових ресурсів до економічного обороту; підвищення ліквідності боргових інструментів вітчизняних позичальників.

По-шосте, дослідження особливостей механізму управління зовнішнім державним боргом України дало змогу встановити, що окремі елементи механізму функціонують відокремлено і автономно, не забезпечується їх гармонійне поєднання для досягнення стратегічних цілей розвитку. Реалізація певних заходів відбувається у відповідь на поточні потреби в сфері державних

фінансів, а управління зовнішнім державним боргом України зводиться переважно до вирішення короткострокових завдань бюджетної політики.

По-сьоме, недосконалість централізованого обліку запозичень і боргових зобов'язань всіх рівнів державної влади (включаючи місцеві органи) та відсутність деталізованого обліку очевидних умовних зобов'язань держави, а також відсутність єдиної методики обліку зовнішнього державного боргу, єдиної інтегрованої бази даних за видами зовнішніх боргових зобов'язань з урахуванням корпоративних боргів створюють вагомі перешкоди для розробки і впровадження економічно обґрунтованої боргової стратегії та проведення зваженої фінансової політики держави.

Основні наукові результати розділу опубліковано у працях автора [63; 64; 65; 66; 73; 74; 79; 80].

## РОЗДІЛ 3

### ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНИ

#### 3.1. Оцінка боргової стійкості та макроекономічної стабільності України

Зростаюча нестабільність глобальних фінансових ринків, відсутність єдиного підходу та методики розрахунку боргових показників і прозорості в системах інформації щодо державної заборгованості ставлять під сумнів правильність критеріїв, котрі використовуються для оцінки безпечного рівня державного боргу.

Управління зовнішнім державним боргом неможливо реалізувати без оцінки і аналізу боргової стійкості (*debt sustainability*), яка дозволяє забезпечити об'єктивність інформації та позитивно впливає на якість прийняття управлінських рішень у царині зовнішнього боргу.

Світовий досвід показує, що оцінка ліквідності і платоспроможності держави характеризує стан зовнішнього боргу з позиції короткострокової перспективи, а оцінка боргової стійкості характеризує стабільність фінансової діяльності держави у сфері зовнішніх запозичень з позиції довгострокової перспективи. Показники ліквідності і платоспроможності держави характеризують здатність погашати і обслуговувати державні зовнішні боргові зобов'язання перед іноземними кредиторами. Крім того, ліквідність і платоспроможність представляє собою зовнішній прояв боргової стійкості суверена.

Найважливішою передумовою підтримки платоспроможності країни традиційно розглядається наявність позитивного сальдо розрахунків за зовнішньоторговельними операціями. Йдеться про те, якщо країна-позичальниця спроможна генерувати чисті доходи від експорту в обсязі, достатньому для виконання зобов'язань щодо нагромадженого зовнішнього



боргу, а тому, в цілому, задовольняє критерій платоспроможності, тобто зберігає свою здатність погашати і обслуговувати нагромаджений зовнішній борг. Проте, при такому підході готовність країни виконувати свої боргові зобов'язання перед міжнародними кредиторами і готовність самих кредиторів здійснювати подальше кредитування позичальника на попередніх умовах сприймається як належність, а це не завжди відповідає дійсності.

Поняття боргової стійкості, на відміну від поняття платоспроможності, крім здатності країни-позичальниці виконувати реальні боргові зобов'язання, відображає ще і готовність країни платити, а кредиторів – продовжувати розпочате ними кредитування. Слід зазначити, що досягнення країнами-позичальницями стану боргової стійкості є основним критерієм, що визначає рішення, які приймає Паризький клуб кредиторів і міжнародні фінансові організації з метою врегулювання заборгованості суверенних дебіторів.

Зокрема, економіст А. В. Мамишев під борговою стійкістю пропонує розглядати здатність держави виконувати поточні програми та вимоги кредиторів, не збільшуючи боргового тягаря в економіці [95].

Боргову стійкість<sup>8</sup> доцільно розглядати як якісну характеристику обсягу та структури зовнішньої заборгованості, при якій забезпечується здатність держави виконувати зовнішньоборгові зобов'язання і поточні програми не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності і платоспроможності та виключаючи необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості. На відміну від існуючих підходів, що розглядають дану дефініцію як поняття, тотожне з платоспроможністю, визначення запропоноване у дисертації, акцентує увагу на сукупності характеристик стійкого стану державного боргу.

Фінансова думка Заходу визначає два підходи до оцінки боргової стійкості держави:

I. Вважається, що боргова позиція держави є стійкою, якщо відношення

---

<sup>8</sup> У поданому визначенні акцентовано увагу лише на борговій стійкості за фактором зовнішнього державного боргу, який виступає об'єктом дослідження.

державного боргу до ВВП знаходиться на незмінному рівні, або через певний період часу знижується (О.Бланкарт, В.Бюітер, Н. Будіна, С. Вайнберген та ін.).

II. Забезпечення боргової стійкості держави вимагає не обмеження рівня державного боргу, а стримування у довгостроковій перспективі темпів його зростання (Л. Спавента, Д. Хамільтон, М. Флавін).

Необхідність утримання співвідношення боргу і ВВП на постійному рівні або обмеження темпів його зростання для утримання боргової стійкості аргументується тим, що постійно зростаюча сума державного боргу невдовзі може досягти деякого ліміту, який буде сприйматися учасниками фондового ринку як поріг платоспроможності (ефект “боргового навісу” (debt overhang)). Тоді держава надалі буде не в стані обслуговувати фактичні та залучати нові позики, що у підсумку призведе до боргової кризи.

Відтак обсяг нагромадженого державного боргу є прийнятним (усталений іноземний термін – sustainable debt), коли держава, проводячи раціональну політику, може обслуговувати цей борг таким чином, щоб співвідношення “борг / ВВП”, було або стабільним або знижувалося. Навпаки, борг не буде прийнятним (unsustainable debt), коли навіть за умови ухвалення державою (урядом) комплексу необхідних заходів і з урахуванням об'єктивних макроекономічних прогнозів, вказане вище співвідношення (а у ряді випадків – коефіцієнт “борг / експорт”), істотно зростатиме. Відтак це означає, що необхідно проводити реструктуризацію боргу зі скороченням його розміру в строках теперішньої вартості (NPV) [3].

В умовах, коли співвідношення борг / ВВП послідовно збільшується, реальні процентні ставки в країні будуть зростати. уряд може намагатися збільшити рівень оподаткування або вжити інші заходи, для забезпечення обслуговування боргового тягаря. Однак такі заходи будуть чинити дестимулюючий вплив на економічне зростання. Темпи зростання спочатку уповільняться, а потім обсяг реального ВВП знижуватиметься, що в свою чергу буде сприяти ще більшому зростанню коефіцієнта борг / ВВП.

Якщо темп зростання ВВП менший ніж обсяг платежів за боргом,

виражений у відсотках до ВВП, співвідношення борг / ВВП буде необмежено зростати <sup>9</sup>. Так, для України проблема боргової стійкості загострилася у кінці 2008 р. Внаслідок експансії глобальних процесів на економіку України, темпи зростання реального ВВП суттєво уповільнилися і становили лише 2,1 %, що менше у 3,6 рази до рівня 2007 р. (додаток Ф). Обсяг платежів за державним боргом у співвідношенні до ВВП у кінці 2008 р. становив 1,03 % ВВП. Однак в 2009 році внаслідок поглиблення світової фінансової кризи даний показник становив 4,3 % ВВП, а падіння ВВП у 2009 р. становило 15,1% порівняно з 2008 р. Таким чином, є всі підстави стверджувати, що у 2009 р. Україна перебувала у стані боргової нестійкості. В результаті, коефіцієнт державний борг / ВВП суттєво зріс порівняно з показником 2007 р. (12,6% ВВП) і сягнув 19,9 % ВВП станом на кінець 2008 р., а на кінець 2009 р досяг позначки у 30% ВВП. За 2010 р. сума державного та гарантованого державою боргу України збільшилася на 35% [42]. В таких умовах Україна продовжує перебувати у стані боргової нестійкості, що посилює фінансові ризики, пов'язані зі зростанням державного боргу.

Зміст і результативність управління державним зовнішнім боргом залежить від обґрунтованої системи показників, які характеризують стійкість зовнішнього боргу. На сьогодні актуальною залишається проблема відсутності чітких критеріїв і системи показників боргової стійкості, причому не тільки в Україні, але й і в міжнародному масштабі.

Нові методологічні підходи до оцінки боргової стійкості та боргової безпеки розроблено МФВ. Вони знайшли своє відображення у документі “Керівництво по статистиці зовнішнього боргу МФВ (2003 р.)”. Авторами даного документу запропоновано визначення та групування боргових показників в залежності від стану заборгованості у різних секторах економіки, а також врахування показників платоспроможності та ліквідності держави (додаток Х) [173].

---

<sup>9</sup> Якби темпи економічного зростання перевищували відсотки за державним боргом, то розгляд питання боргової стійкості не мав би сенсу, оскільки уряд мав би усі умови для залучення нових позик для обслуговування свого боргу, не порушуючи боргову стійкість.

Методологічні підходи до проведення оцінки боргової стійкості суверенної держави подано у додатку Ц.

Як уже зазначалось вище, важливим елементом розробки ефективної боргової стратегії і вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом є аналіз кількісних параметрів зовнішнього боргу і оцінка боргової стійкості держави. Без проведення такої оцінки формування стратегічних цілей боргової політики держави та вироблення управлінських рішень буде позбавлене науково обґрунтованої основи.

Розмір державного боргу і його структура повинні створювати умови для гарантованого виконання урядом зобов'язань щодо його погашення й обслуговування, а також гарантовану можливість рефінансування боргу. Як ми з'ясували у попередньому розділі, надмірне зростання зовнішнього боргу містить загрози для економічної безпеки країни, стабільності бюджетної системи і стійкості платіжного балансу.

Стрижневим елементом методики оцінки боргової стійкості є визначення критичних значень боргових індикаторів, перевищення яких засвідчує високу ймовірність реструктуризації боргу чи дефолту уряду. При визначенні таких значень міжнародні фінансові організації (МФО) беруть за основу боргові показники країн, які без проблем обслуговували накопичені борги, або ж стикалися із труднощами виконання наявних боргових зобов'язань.

В основу такого підходу було покладено висловлювання відомого вченого М. Де Мело: “Якщо країна обслуговувала борг за певного рівня заборгованості, вираженого у відсотках до ВВП, експорту чи бюджетних доходів, і даний рівень не збільшується, то країна матиме бажання і буде спроможною продовжувати обслуговувати свій борг” [189, с. 264].

На основі досліджень проведених спеціалістами МВФ обґрунтовано і встановлено, що своєрідною “точкою відсікання”, яка позначає середній рівень боргового коефіцієнту у рік, який передував року виникнення боргових ускладнень, для країн з низьким і середнім рівнем доходів, є рівень 43% ВВП [195, с. 19].

Проте фахівці МФО вказують на те, що такий рівень не може виконувати роль еталону для всіх країн, незалежно від їх внутрішніх економічних умов. Рівень розвитку ринкових інститутів і якість економічної політики, на їх думку, є ключовими факторами впливу на рівень “прийнятності” заданої величини державного боргу. Так, країни зі слабкими інститутами і неадекватною економічною політикою з високою ймовірністю зазнають боргової кризи при значно нижчих показниках державного боргу, оскільки не спроможні використовувати залучені кошти з належним ступенем ефективності.

Таким чином, критичні значення боргових індикаторів повинні встановлюватися в залежності від якості економічної політики та рівня розвитку ринкових інститутів (фахівці МВФ пропонують наступні значення наведені в таблиці 3.1).

Таблиця 3.1

**Граничні значення показників обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування (за методологією МВФ), % [188]**

	Оцінка якості ринкових інститутів та ефективності економічної політики		
	Низька	Середня	Висока
Відношення державного боргу до ВВП	30	45	60
Відношення зовнішнього державного боргу до експорту	100	200	300
Відношення державного боргу до доходів бюджету	150	200	250
Обслуговування зовнішнього державного боргу, у % до експорту	15	25	35
Обслуговування державного боргу, у % до доходів бюджету	20	30	40

Щодо конкретних країн, то, наприклад, законодавчо у Новій Зеландії верхній ліміт для валового державного боргу встановлено на рівні 30% ВВП у середньому впродовж економічного циклу. Загалом світовим співтовариством визнано, що економічно прийнятний рівень державного боргу для країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються, є суттєво нижчим, ніж для

розвинутих країн. Це зумовлено тим, що ступінь вразливості до дії зовнішніх шоків є вищим для таких країн. При накопиченні значного обсягу зовнішніх зобов'язань дані країни більшою мірою підпадають під дію “ефектів зараження”, пов'язаних із нестабільністю міжнародних потоків капіталу.

Зокрема, наприкінці 2008 р. поширення міжнародних “ефектів зараження” на економіку України відбувалося за такими основними каналами:

– *загальні шоки*: падіння світових цін на металопродукцію<sup>10</sup> і підвищення спредів за борговими зобов'язаннями у країнах практично усіх регіонів світу (зокрема, Азії, Європи, Латинської Америки, Африки), а особливо в Україні, погіршували фінансовий стан національних виробників і звужували їх можливості щодо обслуговування зовнішньоторгових зобов'язань. Так, станом на 01. 03. 2009 р. спред EMBI + Україна зріс до безпрецедентно високого рівня у 3379 б. п., а різниця між зазначеним показником і EMBI+ спред розширилася до 2733 б. п. (додаток Ш). В таких умовах залучити додатковий капітал було практично неможливо;

– *торговельні шоки*: стагнація економік крупних торговельних партнерів України зменшувала їх попит на товари національного експорту, що, у свою чергу, призводило до відпливу капіталів, падіння цін на внутрішні активи і спекулятивних атак на валюту.

Експортоорієнтована модель економічного зростання з переважанням низько технологічного експорту виявилась вельми вразливою щодо спалаху світової кризи і раптових змін кон'юнктури на світових ринках, викликаних сповільненням зростання економік країн-основних партнерів України, сумарна частка яких в її зовнішньоторговельному обороті перевищує 50% [48, с. 16]. Ризики зменшення обсягів експорту товарної продукції посилилися через прямі чи непрямі протекціоністські заходи країн-партнерів, які вживаються ними в

---

<sup>10</sup> Зокрема, з липня по грудень 2008 р. світова ціна на вуглецеву сталь знизилася з 1160 до 676 дол. США за тону, на ринку ЄС ціна впала вдвічі (з 1344 дол. до 646 дол.), Азії – в 1,5 рази (з 913 дол. до 619 дол. США [48]. Внаслідок падіння світового попиту на металопродукцію вітчизняні металовиробники змушені були зменшувати експортні ціни на свою продукцію, відтак тенденція падіння цін на зовнішніх ринках спричинила зниження цін і на внутрішньому ринку з вересня 2008 р. – внутрішні ціни на чорний металопрокат знизилися на 17,5 % [48]

рамках антикризової політики [48, с. 16]. Кризові явища у світовій економіці та економіці України спричинили суттєве сповільнення припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Так, у III кварталі приплив ПІІ зменшився на 67%, а в IV кварталі 2008 р. відбувався відтік капіталу, який становив 6,1 млрд. дол. США, що відбулось уперше за останні 2,5 р. і стало наслідком реагування інвесторів на прояви фінансової кризи в Україні [48];

– *фінансові шоки*: фінансові кризи у провідних країнах світу спонукали міжнародних інвесторів реструктурувати власні портфелі, виходячи з вимог ліквідності, мотивів ризик-менеджменту та ін.; в умовах загального зниження цін на активи інвестори схильні до “скидання” найменш надійних активів, доходність яких – найбільш нестабільна;

– *інформаційні ефекти*: валютні кризи в ряді країн Східної і Центральної Європи “посилали сигнали” спекулянтам про можливості девальвації валют у інших країнах регіону; в таких умовах фінансово вразлива економіка України стала об’єктом інфікування і переоцінки перспектив національної валюти [32, с. 9].

В Україні для оцінки боргової стійкості та ідентифікації загроз для економічної безпеки країни визначено такі показники та граничні значення:

– відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП (не більше 25%);

– рівень зовнішньої заборгованості на одну особу (не більше 200 дол. США);

– відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг (не більше 70%);

– відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходів державного бюджету (не більше 20%);

– відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг (не більше 12%) [97].

Експерти МВФ справедливо вказують на те, що застосовувати граничні показники державного боргу до умов конкретної країни необхідно з

обережністю. Жоден граничний показник не дозволяє з високою точністю визначити той поворотний пункт, починаючи з якого борг країн стає економічно неприйнятним, оскільки це суттєво залежить від властивих країні конкретних чинників і обставин (крім коефіцієнта заборгованості). Наприклад, більш високі боргові коефіцієнти викликають менше занепокоєння у країнах з високими темпами зростання експорту, високим відношенням експорту до ВВП і значною часткою боргу в національній валюті у загальній сумі державного боргу [39, с. 13].

Для дослідження наслідків поточної політики і впливу майбутніх економічних шоків на стан боргової стійкості, а також визначення ризикових факторів для динаміки показників державного боргу України ми провели прогностні розрахунки на основі методології імітаційного моделювання. Розрахунки проводилися за базовим сценарієм та з використанням трьох стрес-тестів, які призначені для оцінки впливу макроекономічних шоків і окремих політичних рішень на майбутню динаміку рівня державного боргу та витрат на його обслуговування.

Імітаційне моделювання – це метод дослідження, який передбачає відтворення поведінки системи, що вивчається, на основі аналізу найбільш суттєвих взаємозв'язків між її елементами. У ході імітаційного моделювання досліджувана система замінюється моделлю, яка з достатньою точністю описує реальну систему, надалі для отримання необхідної інформації про систему з моделлю проводяться експерименти (імітуються різні ситуації) [160].

Імітаційна модель – це логіко-математичне описання об'єкту, яке може бути використано для експериментування з метою проектування, аналізу і оцінки функціонування об'єкту. Головна ціль побудови імітаційної моделі полягає у тому, що в її основу закладено методологію системного аналізу [160].

При розробці моделі ми враховували, що спроможність країни обслуговувати державний борг залежить від наявного рівня державної заборгованості, а також від майбутньої динаміки дефіциту бюджету, рівня відсоткових ставок, та показників, які виступають фінансовою основою для



погашення накопичених боргів: обсяг ВВП; експорт товарів і послуг; рівень доходів бюджету. Важливою складовою впливу на стан боргової стійкості є розмір і ступінь ризиковості умовних зобов'язань уряду, а також політичні рішення щодо трансформації даних зобов'язань у фактичні боргові зобов'язання уряду.

Згідно з базовими допущеннями моделі головними факторами, які впливають на відносні показники державного боргу, є дефіцит державного бюджету; рівень відсоткових ставок за позиками; накопичений обсяг боргових зобов'язань держави; рівень розвитку фінансових ринків та можливості залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел; динаміка інфляційних процесів і обмінного курсу; темпи зростання реального ВВП.

В основу економіко-математичної моделі, яка дозволяє оцінити вплив макроекономічних та інституційних чинників на розмір державного боргу і величину витрат на його обслуговування, покладено такі співвідношення між макроекономічними та фінансовими показниками:

$$GDPn_t = GDPn_{t-1} \times (100+r)/100 \times (100+d)/100 \quad (3.1)$$

де  $GDPn_t$  – номінальний ВВП поточного періоду;

$GDPn_{t-1}$  – номінальний ВВП попереднього періоду;

$r$  – темп зростання реального ВВП;

$d$  – дефлятор ВВП.

$$DDS_t = DD_{t-1} \times \sum_{j=1}^m i_{t-j+1} / m / 100 \quad (3.2)$$

де  $DDS_t$  – обслуговування внутрішнього державного боргу у поточному періоді;

$DD_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець попереднього року;

$i_{t-j+1}$  – номінальна відсоткова ставка за внутрішніми державними позиками у період  $t-j+1$ ;

$m$  – середня строковість внутрішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

$$EDS_t = ED_{t-1} \times \sum_{j=1}^m i_{t-j+1} / m / 100 \quad (3.3)$$

де  $EDS_t$  – обслуговування зовнішнього державного боргу у поточний період,

дол. США;

$ED_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;

$i_{t-j+1}$  – номінальна відсоткова ставка за зовнішніми державними позиками у період  $t-j+1$ ;

$m$  – середня строковість зовнішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

$$TDS_r = \frac{(DDS + EDS)}{REV} \times 100\% \quad (3.4)$$

де  $TDS_r$  – загальні витрати на обслуговування державного боргу, % доходів Зведеного бюджету;

$REV$  – доходи Зведеного бюджету.

$$TDS_g = \frac{(DDS + EDS)}{GDP_n} \times 100\% \quad (3.5)$$

де  $TDS_r$  – загальні витрати на обслуговування державного боргу, % ВВП.

$$DD_t = DD_{t-1} - k \times S_t \quad (3.6)$$

де  $DD_t$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець поточного року;

$DD_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець попереднього року;

$k$  – частка дефіциту Державного бюджету, що фінансується з внутрішніх джерел;

$S_t$  – сальдо Державного бюджету.

$$ED_t = \frac{ED_{t-1} - l \times S_t}{e_t} \times 100\% \quad (3.7)$$

де  $ED_t$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець поточного року, дол. США;

$ED_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;

$l$  – частка дефіциту Державного бюджету, що фінансується із зовнішніх джерел;

$S_t$  – сальдо Державного бюджету, грн.;

$e_t$  – середньорічний обмінний курс гривні до дол. США у поточному періоді.

Імітаційне моделювання обсягу державного боргу України (з

визначенням основних складових: прямого зовнішнього боргу, прямого внутрішнього боргу, гарантованого боргу) та ключових боргових індикаторів України проводилося за базовим сценарієм, сценарієм утримання високого дефіциту бюджету, сценарієм поглиблення і тривалого перебігу економічної кризи та сценарієм трансформації основних умовних зобов'язань уряду в державний борг. Останні три сценарії мали форму однофакторних стрес-тестів динаміки державного боргу і витрат на його обслуговування.

За визначенням фахівців МВФ стрес-тестування – це приблизна оцінка зміни вартості портфелю активів або пасивів за умови значних змін у факторах ризику. У рамках даного дослідження під стрес-тестом будемо розуміти метод оцінки чутливості фінансової позиції уряду, обсягу боргових зобов'язань держави та розміру боргових виплат до впливу “виняткових, але правдоподібних” потрясінь.

При розробці стрес-тестів боргової динаміки ключовим завданням було визначення макроекономічних і фінансових подій, які з високою ймовірністю можуть реалізуватися у майбутньому і матимуть негативний вплив на боргові показники. Вибір даних подій має достатнє економічне обґрунтування і ґрунтується на ретроспективних даних або перспективних оцінках (прогнозах).

Таким чином, у процесі прогнозування з врахуванням впливу зовнішніх та внутрішніх економічних чинників, а також очікуваних заходів державної політики було оцінено вплив розміру дефіциту бюджету; рівня відсоткових ставок за позиками; обсягу боргових зобов'язань держави; перспектив залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел; приросту реального ВВП, темпів інфляції і динаміки обмінного курсу гривні на майбутню динаміку державного боргу та витрат у рахунок його обслуговування.

На I етапі дослідження було проведено прогнозні розрахунки динаміки державного боргу України та ключових боргових індикаторів країни за базовим сценарієм, який ґрунтується на допущеннях помірної тривалості і глибини економічної кризи, керованої девальвації національної валюти (до рівня 8,05

грн./дол. на кінець 2011 р.), а також утримання дефіциту державного бюджету на рівні 3% ВВП у 2011 р. з подальшим зниженням до рівня 1,5% ВВП.

На основі методології імітаційного моделювання було визначено, що економічне зростання відновиться у 2011 р. і триватиме до кінця періоду прогнозування. Найбільш динамічно реальний ВВП зростатиме у 2012 і 2013 рр. із щорічним темпом 6,5% і 6,2%.

Обмежений потенціал позичкового фінансування дефіциту бюджету у кризових умовах спонукатимуть уряд до утримання дефіциту бюджету на рівні 3% ВВП у 2011 рр., не зважаючи на стрімке зниження доходів бюджету у реальному вираженні. Відновлення економічного зростання у 2011 р. та проведення урядом зваженої бюджетної політики матимуть своїм наслідком зниження дефіциту бюджету до рівня 1,5% ВВП у 2014–2015 рр.

Проведені розрахунки вказують на те, що при реалізації подій за наведеним сценарієм обсяг витрат на обслуговування державного боргу (зовнішнього боргу – включно) перебуватиме у прийнятних межах. Частка відсоткових виплат у доходах Зведеного бюджету становитиме 8% у 2011 р., 9,6% у 2012 р., та поступово знижуватиметься і становитиме 7% у 2015 р. Максимальне співвідношення витрат на обслуговування державного боргу до ВВП спостерігатиметься у 2012 р. – 2,5%, а мінімальне у 2015 р. – 1,8%. На виплату відсотків за зовнішнім державним боргом у період 2011–2015 рр. витрачатиметься не більше 2,7% надходжень від експорту товарів і послуг (табл. 3.2).

В ході дослідження ми припускали, що реалізація неочевидних умовних зобов'язань уряду, пов'язаних із стабільністю банківської системи, коштуватиме бюджету 50 млрд. грн. у 2010 р. Дані витрати будуть профінансовані за рахунок емісії ОВДП, що відбиватиметься відповідним чином на обсягах внутрішнього державного боргу.

Після розрахунку базового сценарію боргової стійкості для оцінки фінансових ризиків було проведено стрес-тестування портфеля боргових зобов'язань, виходячи з можливих економічних і фінансових потрясінь, які

## Оцінка боргової стійкості України\*

Базовий сценарій							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I. Основні макроекономічні показники</b>							
Темп зростання реального ВВП, %	-14,8	-3,1	4,5	6,5	6,2	5,7	5,2
Темп інфляції, % у середньому за рік	15,9	9,4	8,9	7,9	6,8	6,5	6,5
ВВП в поточних цінах, млрд. грн.	913	1078	1253	1476	1694	1907	2137
Валютний курс, середньорічний, грн./дол.	7,79	7,94	8,0	8,1	8,3	8,5	8,6
Валютний курс, на кінець року, грн./дол.	7,99	7,96	8,05	8,2	8,4	8,5	8,7
Доходи зведеного бюджету, % ВВП	29,9	29,3	28,5	26,1	25,8	25,6	25,5
Доходи державного бюджету, % ВВП	23,0	22,6	21,7	20,4	20,3	19,2	19,1
Сальдо зведеного бюджету, % ВВП	-3,7	-6,0	-3,1	-2,5	-2,0	-1,5	-1,5
Процентні ставки за державними позиками, % у валюті позики							
- внутрішні державні позики	19,8	14,2	9,5	10,1	10,7	9,5	9,1
- зовнішні державні позики	5,2	5,7	5,6	6,8	6,5	6,3	6,2
Експорт товарів і послуг, млрд. дол. США	54,3	69,0	74,4	82,3	90,7	95,9	100,9
<b>II. Витрати на обслуговування державного боргу</b>							
Виплата відсотків за внутрішніми державними позиками, млрд. грн.	4,7	10,2	14,9	15,3	19,0	21,1	21,8
Виплата відсотків зовнішнім кредиторам, млрд. грн.	4,4	4,0	8,1	13,3	17,9	15,7	16,6
Видатки бюджету по виплаті відсотків за державним боргом, % ВВП	1,0	1,3	2,3	2,5	2,2	1,9	1,8
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів зведеного бюджету	3,3	4,5	8,0	9,6	8,4	7,5	7,0
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів державного бюджету	4,3	5,8	10,5	12,3	10,7	10,0	9,4
Обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг	1,0	0,7	2,2	2,7	2,1	1,9	1,9
<b>III. Обсяг державного боргу, на кінець року</b>							
Внутрішній прямий державний борг, млрд.грн.	91,1	141,7	173,2	191,6	208,6	222,9	238,9
Зовнішній прямий державний борг, млрд.дол.	17,0	22,8	25,1	27,4	29,5	31,1	33,0
Прямий державний борг, % ВВП	24,8	30,0	30,0	28,2	26,9	25,6	24,6
Гарантований державний борг, млрд. грн.	90,9	108,8	178,6	178,1	176,1	174,1	171,1
Державний борг (прямий і гарантований), % до ВВП	34,6	40,1	44,2	40,3	37,3	34,7	32,6
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів зведеного бюджету	115,7	136,8	155,2	154,4	144,6	135,6	128,0
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів державного бюджету	150,4	177,3	203,8	197,5	183,8	180,7	170,6
Зовнішній прямий державний борг, % експорту товарів і послуг	31,3	33,1	33,8	33,3	32,5	32,5	32,7

\* Власні розрахунки

потенційно можуть впливати на стан державного бюджету і фінансову ситуацію в країні загалом. Вразливість економіки країни до дії зовнішніх шоків вважається суттєвим чинником, який може погіршити спроможність уряду обслуговувати накопичені борги. У середньостроковій перспективі боргова стійкість може підтримуватися лише у випадку, коли економіка демонструє адекватне зростання доходів, надходжень до бюджету і експортної виручки.

Сценарій макроекономічного шоку оцінки боргової стійкості України ґрунтується на припущеннях про більш глибокий і тривалий економічний спад (порівняно з базовим сценарієм), більш суттєву девальвацію національної валюти, утримання більш високих темпів інфляції, більш різке падіння доходів бюджету і експортної виручки, а також встановлення більш високих відсоткових ставок за внутрішніми і зовнішніми державними позиками.

Числові значення макроекономічних припущень наведені у таблиці 3.3. При реалізації подій за сценарієм макроекономічного шоку обсяг витрат уряду на обслуговування державного боргу, хоча й суттєво збільшиться, порівняно з базовим сценарієм, не перевищуватиме критичних значень. На відсоткові виплати відволікатиметься 10% доходів Зведеного бюджету у 2013–2014 рр., з поступовим зниженням до 8,8 % у 2015 р. Максимальне значення витрат на обслуговування державного боргу до ВВП спостерігатиметься у 2013 р. – 2,6%, що перебуває у межах допустимих значень. На виплату відсотків за зовнішнім державним боргом у період 2010–2015 рр. витрачатиметься 1,5%–2,5% надходжень від експорту товарів і послуг.

Допущення сценарію макроекономічного шоку щодо зростання гарантованого державного боргу та прийняття урядом неочевидних умовних зобов'язань не відрізняються від допущень базового сценарію.

Таким чином, тривалий перебіг економічної кризи, карколомне зниження національного виробництва і дестабілізація фінансової системи, навіть при утриманні урядом помірному дефіциту бюджету (на рівні до 2% ВВП), проведенні зваженої політики надання державних гарантій та трансформації незначної частини неочевидних умовних зобов'язань у прямий державний борг

## Оцінка боргової стійкості України\*

Стрес-тест: макроекономічний шок							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I. Основні макроекономічні показники</b>							
Темп зростання реального ВВП, %	-14,8	-3,1	-2,5	1,2	3,5	4,7	5,0
Темп інфляції, % у середньому за рік	15,9	9,4	14,2	12,3	9,5	9,1	8,9
ВВП в поточних цінах, млрд. грн.	913	1078	1200	1364	1546	1766	2019
Валютний курс, середньорічний, грн./дол.	7,79	7,94	8,3	9,1	9,5	9,4	9,4
Валютний курс, на кінець року, грн./дол.	7,99	7,96	8,7	9,5	9,4	9,4	9,3
Доходи зведеного бюджету, % ВВП	29,9	29,3	28,1	25,9	25,6	25,6	25,5
Доходи державного бюджету, % ВВП	23,0	22,6	21,4	20,1	20,2	19,2	19,1
Сальдо зведеного бюджету, % ВВП	-3,7	-6,0	-4,0	-3,5	-2,5	-2,0	-2,0
Процентні ставки за державними позиками, % у валюті позики							
- внутрішні державні позики	19,8	14,2	15,0	14,2	12	11,5	11,2
- зовнішні державні позики	5,2	5,7	5,9	6,9	6,7	6,5	6,4
Експорт товарів і послуг, млрд. дол. США	54,3	69,0	67,3	68,1	70,4	73,8	77,4
<b>II. Витрати на обслуговування державного боргу</b>							
Виплата відсотків за внутрішніми державними позиками, млрд. грн.	4,7	10,2	15,6	16,4	21,3	27,3	27,2
Виплата відсотків зовнішнім кредиторам, млрд. грн.	4,4	4,0	8,4	13,8	18,2	17,3	18,1
Видатки бюджету по виплаті відсотків за державним боргом, % ВВП	1,0	1,3	2,0	2,2	2,6	2,5	2,2
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів Зведеного бюджету	3,3	4,5	7,1	8,5	10,0	9,9	8,8
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів Державного бюджету	4,3	5,8	9,3	11,0	12,6	13,2	11,7
Обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг	1,0	0,7	1,5	2,2	2,7	2,5	2,5
<b>III. Обсяг державного боргу, на кінець року</b>							
Внутрішній прямиий державний борг, млрд.грн.	91,1	141,7	174,0	197,9	217,2	234,9	255,0
Зовнішній прямиий державний борг, млрд.дол.	17,0	22,8	23,7	26,3	28,4	30,2	32,4
Прямиий державний борг, % ВВП	24,8	30,0	31,7	32,8	31,3	29,4	27,6
Гарантований державний борг, млрд. грн.	90,9	108,8	181,0	183,0	182,5	180,5	177,5
Державний борг (прямиий і гарантований), % ВВП	34,6	40,1	46,8	46,3	43,1	39,6	36,3
Державний борг (прямиий і гарантований), % доходів зведеного бюджету	115,7	136,8	166,4	178,6	168,4	154,8	142,5
Державний борг (прямиий і гарантований), % доходів державного бюджету	150,4	177,3	397,5	387,6	360,5	350,9	326,0
зовнішній прямиий державний борг, % експорту товарів і послуг	31,3	33,1	35,2	38,7	40,3	41,0	41,8

матиме своїм наслідком перевищення державним боргом України критичного значення 40% ВВП.

Тобто основні проблеми у царині боргового навантаження при реалізації сценарію макроекономічного шоку полягатимуть у недостатності економічного потенціалу та фінансових можливостей уряду для погашення накопичених

\* Власні розрахунки

боргів.

Наступний сценарій оцінки боргової стійкості України засновано на макроекономічних передумовах базового сценарію, проте зроблено додаткове припущення про збільшення дефіциту бюджету до рівня 6% ВВП у 2010 р., і 4,5–5% ВВП у 2011–2012 рр. (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

### Оцінка боргової стійкості України\*

Стрес-тест: дефіцит бюджету							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I. Основні макроекономічні показники</b>							
Темп зростання реального ВВП, %	-14,8	-3,1	2,5	2,7	3,2	3,5	3,5
Темп інфляції, % у середньому за рік	15,9	9,4	11,2	10,9	10,7	10,5	10,2
ВВП в поточних цінах, млрд. грн.	913	1078	1255	1429	1633	1868	2130
Валютний курс, середньорічний, грн./дол.	7,79	7,94	8,1	8,5	8,9	9,3	9,5
Валютний курс, на кінець року, грн./дол.	7,99	7,96	8,3	8,6	9,1	9,4	9,5
Доходи зведеного бюджету, % ВВП	29,9	29,3	28,5	26,1	25,8	25,6	25,5
Доходи державного бюджету, % ВВП	23,0	22,6	21,7	20,4	20,3	19,2	19,1
Сальдо зведеного бюджету, % ВВП	-3,7	-6,0	-5,0	-4,5	-4,0	-3,5	-3,0
Процентні ставки за державними позиками, % у валюті позики							
- внутрішні державні позики	19,8	14,2	12,1	12,5	13,6	12,7	12,5
- зовнішні державні позики	5,2	5,7	5,8	7,1	7,5	7,3	7,2
Експорт товарів і послуг, млрд. дол. США	54,3	69,0	74,4	82,3	90,7	93,9	97,2
<b>II. Витрати на обслуговування державного боргу</b>							
Виплата відсотків за внутрішніми державними позиками, млрд. грн.	4,7	10,2	18,8	19,4	25,2	28,8	32,0
Виплата відсотків зовнішнім кредиторам, млрд. грн.	4,4	4,0	9,8	15,0	19,2	22,1	24,6
Видатки бюджету по виплаті відсотків за державним боргом, % ВВП	1,0	1,3	2,3	2,4	2,7	2,7	2,7
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів зведеного бюджету	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів державного бюджету	4,3	5,8	10,5	11,8	13,4	14,2	13,9
Обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
<b>III. Обсяг державного боргу, на кінець року</b>							
Внутрішній прямий державний борг, млрд.грн.	91,1	141,7	173,4	205,5	238,2	270,9	302,8
Зовнішній прямий державний борг, млрд.дол.	17,0	22,8	26,7	30,5	34,2	37,7	41,1
Прямий державний борг, % ВВП	<b>24,8</b>	<b>30,0</b>	<b>31,4</b>	<b>32,7</b>	<b>33,6</b>	<b>33,5</b>	<b>32,5</b>
Гарантований державний борг, млрд. грн.	90,9	108,8	179,5	178,5	176,5	175,5	173,5
Державний борг (прямий і гарантований), % ВВП	<b>34,6</b>	<b>40,1</b>	<b>45,7</b>	<b>45,2</b>	<b>44,4</b>	<b>42,9</b>	<b>40,7</b>
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів зведеного бюджету	<b>115,7</b>	<b>136,8</b>	<b>160,5</b>	<b>173,2</b>	<b>172,2</b>	<b>167,5</b>	<b>159,5</b>
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів державного бюджету	150,4	177,3	210,8	221,6	218,9	223,3	212,7
Зовнішній прямий державний борг, % експорту товарів і послуг	31,3	33,1	35,8	37,0	37,6	40,1	42,3

\* Власні розрахунки



Згідно з припущеннями прогнозу, політика надання державних гарантій і управління умовними зобов'язаннями уряду не відхилитиметься від курсу, закладеного у базовому сценарії, в результаті чого рівень сумарного державного боргу відносно ВВП підвищиться до 45,2% у 2012 р. із поступовим зниженням до 42,9% у 2014 р., 40,7% у 2015 р.

Тобто зведення бюджету із дефіцитом на рівні 3% ВВП породжує небезпеку порушення боргової стійкості (із виникненням криз ліквідності чи платоспроможності) у 2011 р.

Четвертий сценарій оцінки боргової стійкості України ґрунтується на макроекономічних передумовах базового сценарію, проте враховує більш активне втручання уряду у ринкові процеси з метою недопущення колапсу кредитно-розрахункової системи, відвернення банкрутства системоутворюючих суб'єктів господарювання, забезпечення підтримки підприємств і банків з часткою державної власності у кризових умовах, та виконання урядом зобов'язань щодо відновлення заощаджень громадян України в установах Ощадбанку та Держстраху СРСР (табл. 3.5).

Макроекономічні передумови прогнозного сценарію перетворення суттєвої частини умовних зобов'язань уряду на фактичні відповідають передумовам базового сценарію. У рамках даного сценарію додатково враховано факт прийняття урядом зовнішніх боргів державних підприємств у сумі 4,1 млрд. дол. США (2010 р.). Ми враховували, що у період економічної кризи уряд нестиме відповідальність за врегулювання найбільш актуальних умовних зобов'язань, невиконання яких загрожує колапсом банківської системи чи банкрутством стратегічно важливих підприємств, які перебувають у державній власності.

На рекапіталізацію банківської системи буде спрямовано 80 млрд. грн. бюджетних коштів у 2010 р. Джерелом для виплати даних коштів стануть внутрішні державні позики, залучення яких істотно збільшить суму внутрішнього державного боргу України.

У рамках даного сценарію враховано високу ймовірність трансформації

## Оцінка боргової стійкості України\*

Стрес-тест: умовні зобов'язання							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I. Основні макроекономічні показники</b>							
Темп зростання реального ВВП, %	-14,8	-3,1	4,5	6,5	6,2	5,7	5,2
Темп інфляції, % у середньому за рік	15,9	9,4	9,1	8,2	7,1	6,8	6,7
ВВП в поточних цінах, млрд. грн.	913	1078	1255	1478	1697	1916	2150
Валютний курс, середньорічний, грн./дол.	7,79	7,94	8,0	8,2	8,4	8,6	8,7
Валютний курс, на кінець року, грн./дол.	7,99	7,96	8,1	8,3	8,5	8,6	8,8
Доходи зведеного бюджету, % ВВП	29,9	29,3	28,5	26,1	25,8	25,6	25,5
Доходи державного бюджету, % ВВП	23,0	22,6	21,7	20,4	20,3	19,2	19,1
Сальдо зведеного бюджету, % ВВП	-3,7	-6,0	-3,1	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0
Процентні ставки за державними позиками, % у валюті позики							
- внутрішні державні позики	19,8	14,2	9,7	10,3	10,9	9,7	9,3
- зовнішні державні позики	5,2	5,7	5,8	6,8	6,6	6,4	6,3
Експорт товарів і послуг, млрд. дол. США	54,3	69,0	74,4	82,3	90,7	95,9	100,9
<b>II. Витрати на обслуговування державного боргу</b>							
Виплата відсотків за внутрішніми державними позиками, млрд. грн.	4,7	10,2	15,1	15,6	19,3	20,2	21,5
Виплата відсотків зовнішнім кредиторам, млрд. грн.	4,4	4,0	8,3	13,5	18,1	16,1	17,4
Видатки бюджету по виплаті відсотків за державним боргом, % ВВП	1,0	1,3	1,9	2,0	2,2	1,9	1,8
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів зведеного бюджету	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>
Видатки бюджету по виплаті відсотків, % доходів державного бюджету	4,3	5,8	8,6	9,7	10,9	9,9	9,5
Обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<b>III. Обсяг державного боргу, на кінець року</b>							
Внутрішній прямий державний борг, млрд.грн.	91,1	141,7	161,2	179,6	196,6	215,8	237,3
Зовнішній прямий державний борг, млрд.дол.	17,0	22,8	25,2	27,5	29,5	31,7	34,2
Прямий державний борг, % ВВП	<b>24,8</b>	<b>30,0</b>	<b>29,1</b>	<b>27,6</b>	<b>26,4</b>	<b>25,5</b>	<b>25,0</b>
Умовний державний борг, млрд. грн.	90,9	108,8	196,6	214,6	232,6	252,6	275,6
Державний борг (прямий і умовний), % ВВП	<b>34,6</b>	<b>40,1</b>	<b>44,8</b>	<b>42,1</b>	<b>40,1</b>	<b>38,7</b>	<b>37,8</b>
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів зведеного бюджету	<b>115,7</b>	<b>136,8</b>	<b>157,1</b>	<b>161,3</b>	<b>155,3</b>	<b>151,2</b>	<b>148,4</b>
Державний борг (прямий і гарантований), % доходів державного бюджету	150,4	177,3	395,3	368,6	345,5	348,2	336,8
Зовнішній прямий державний борг, % експорту товарів і послуг	31,3	33,1	33,9	33,4	32,5	33,1	33,9

очевидних і неочевидних умовних зобов'язань уряду України у державний борг.

Основні види умовних зобов'язань уряду наведені в таблиці 3.6.

\* Власні розрахунки

**Основні види умовних зобов'язань уряду  
(станом на 01.01.2009 р.)\***

Види умовних зобов'язань	млрд. грн.
Гарантований державний борг	58,72
Негарантований державою зовнішній борг державних банків	23,87
Негарантований державою зовнішній борг нефінансових підприємств з часткою державної власності	31,57
Вклади фізичних осіб у банках України	217,86
Зобов'язання уряду щодо відновлення знецінених заощаджень громадян в Ощадбанку і Держстраху СРСР	121,0
<b>Всього сума основних умовних зобов'язань:</b>	<b>453,0</b>

Наші розрахунки вказують на те, що у такому випадку Україна буде продовжувати перебувати у стані боргової нестійкості: у 2010 р., на кінець року сумарна величина державного боргу сягне 49,8% ВВП, а у 2011 р. вона дещо знизиться – до 43,9% ВВП. Величина державного боргу України у доходах Державного бюджету складатиме 359% у 2010 р., 334% у 2011р.

Прогнозні розрахунки свідчать: якщо уряд інтенсивно перекладатиме на державний бюджет свої умовні зобов'язання, то на виплату відсотків за державним боргом має бути спрямовано 1,3–2% ВВП у період 2010–2012 рр. з максимальним значенням у 2013 р. – 2,2% ВВП. На виплату відсотків за державним боргом до 2015 р. відволікатиметься 5,8–10,9% доходів Державного бюджету. Лише обслуговування зовнішнього державного боргу відносно експорту товарів і послуг матиме помірні значення – 0,7–2,4%.

Актуалізація проблематики умовних зобов'язань уряду пов'язана, в основному, з надмірними нерегульованими запозиченнями корпоративного сектора економіки. Валютна і банківська криза в Україні 2008–2009 рр., втрата доступу до міжнародного ринку капіталів і неспроможність ряду суб'єктів національної економіки розрахуватися із зовнішніми кредиторами стали свідченням нестійкості сукупного зовнішнього боргу України.

На основі проведених прогнозних розрахунків та імітаційного

\* Складено на основі даних [17]

моделювання боргових індикаторів України можна зробити такі висновки: тенденція до зростання відносних показників державного боргу України, починаючи з кінця 2008 р., особливо за наявності значного обсягу високоризикових умовних зобов'язань уряду, погіршує перспективи боргової стійкості України.

Проведений аналіз боргової стійкості дозволяє виявити основні економічні ризики та умови, при яких рівень боргу та інші боргові індикатори знаходяться на прийнятному рівні.

Запропонована методика оцінки боргової стійкості України та результати прогнозних розрахунків за чотирма сценаріями створюють підґрунтя для вироблення ефективних рішень політики державних запозичень та управління борговими зобов'язаннями уряду. Вони дозволяють співвідносити потреби у залученні позичкових коштів з поточними і потенційними можливостями уряду обслуговувати накопичені борги, які можуть змінюватися, залежно від конкретних обставин. Загалом тактичне і стратегічне управління зовнішнім державним боргом України, перш за все, повинне бути спрямоване на досягнення боргової стійкості.

Наявність загроз для збереження боргової стійкості України у середньостроковій перспективі вимагає від уряду проведення зваженої політики державних запозичень, утримання помірною дефіциту бюджету, недопущення карколомної девальвації національної валюти, оздоровлення банківської системи та вжиття структурних заходів для відновлення економічного зростання.

### **3.2. Формування боргової стратегії України в контексті пріоритетних векторів макроекономічного розвитку**

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

інструментів на вирішення довгострокових завдань.

Під борговою стратегією розумітимемо перспективний план дій щодо регулювання обсягу та структури державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів зовнішнього державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу; даний перспективний план має розроблятися для досягнення довгострокових цілей боргової політики держави з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку національної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, закономірностей розвитку системи державного кредиту у світовому масштабі.

Теоретична побудова боргової стратегії як перспективного плану дій передбачає формування таких структурних розділів:

### **1. Основні причини виникнення проблем у сфері державного боргу (зовнішнього державного боргу зокрема) та обґрунтування необхідності їх розв'язання.**

Відсутність чітких цілей управління державним боргом і слабкість механізму управління державним боргом визначали політичну обумовленість і короткозорість окремих рішень боргової політики держави. Так, намагання зменшити витрати на обслуговування зовнішнього боргу в короткостроковій перспективі оберталися суттєвим зростанням ризиків боргового портфеля уряду, що призвело до суттєвого зростання витрат на погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу після девальвації національної валюти та неможливості рефінансувати боргові виплати після втрати доступу до міжнародного ринку капіталів.

Станом на 31.12.2010 р. зовнішній державний борг України становив 276,7 млрд. грн. або 34,7 млрд. дол. США, у тому числі: прямий зовнішній борг – 22,8 млрд. дол. США, гарантований зовнішній борг – 11,9 млрд. дол. США [153]. Ігнорування валютних ризиків у процесі управління державним боргом України, а також брак розуміння стратегічної ролі внутрішнього ринку капіталів і національних інвесторів у позичковому фінансуванні бюджету

негативно позначалися на структурі державного боргу України за видами валют. У розвинутих країнах світу впродовж 1990–2004 рр. частка боргу, деномінованого у національній валюті, у структурі державного боргу коливалася від 84 до 93%, у країнах з ринками, що формуються, Азійського регіону – від 52 до 63%, у країнах Латинської Америки – від 42 до 58% [201]. А в Україні протягом останніх років частка гривневих зобов'язань у структурі державного боргу України не перевищувала 20%.

Досвід країн Південно-Східної Азії та реалії України у перші роки накопичення зовнішнього корпоративного боргу засвідчили неспроможність корпоративного сектору правильно оцінити ризики зовнішнього кредитування і встановити межі безпечних запозичень. Однак, уряд і Національний банк України не вживали належних заходів для регулювання обсягів і структури зовнішнього приватного, не гарантованого, державою боргу. В результаті зовнішній сукупний борг України станом на 01.01.2010 р. досяг величини 104 млрд. дол. США, що складає 88,9 % ВВП за 2009 р. [7].

Позичкові операції держави слабко пов'язані з інвестиційним процесом: запозичені кошти спрямовуються переважно на фінансування поточних бюджетних видатків і обслуговування раніше накопичених боргів, у результаті чого зовнішні запозичення не мають реального впливу на темпи та якість економічного зростання в Україні. Вчені Є. Новицький і О. Плотников справедливо вказують на те, що в Україні не спрацьовує основна логіка інтеграції до світової фінансово-кредитної системи: мобілізація закордонних заощаджень – інвестиції до національної економіки і соціальної сфери – динамічний розвиток виробничого сектору і людського капіталу, що забезпечують рівень прибутковості, достатній для виплати відсотків за кредитами і безболісного погашення зовнішніх боргів [107, с. 22].

Відсутність системи комунікації посадових осіб, відповідальних за управління державним боргом, з внутрішніми і зовнішніми інвесторами для донесення до них середньострокових цілей боргової політики держави, з'ясування потреб і побажань інвесторів обертаються скороченням попиту на

боргові зобов'язання Уряду України, зниженням кредитних рейтингів держави, зростанням вартості обслуговування державного боргу України.

Враховуючи вищевикладені чинники, розробка науково обґрунтованої стратегії управління зовнішнім державним боргом України набуває особливого значення.

## **2. Мета і завдання боргової стратегії України.**

Основна мета управління зовнішнім державним боргом України полягає у забезпеченні потреб уряду в фінансових ресурсах та виконання наявних боргових зобов'язань при найменш можливих витратах у середньо- і довгостроковому періодах.

Цілі управління зовнішнім державним боргом полягають у:

- досягненні стану боргової стійкості та підтриманні розміру зовнішнього державного боргу України на економічно безпечному рівні;
- оптимізації структури державного боргу України за видами валют, відсоткових ставок, строковістю боргових зобов'язань і утриманні ризиків боргового фінансування на прийнятному рівні;
- мінімізації витрат на обслуговування зовнішнього державного боргу у середньо- і довгостроковому періодах, забезпеченні повного і безумовного виконання боргових зобов'язань урядом;
- посиленні інвестиційної спрямованості зовнішніх державних позик, підвищенні їх ролі у процесах внутрішнього нагромадження капіталу;
- гармонізації боргової політики з фінансовою і бюджетною стратегією держави, органічному поєднанні, несуперечливості і взаємодоповнюваності цілей боргової, монетарної і фіскальної політики.

Для досягнення визначених цілей необхідно вирішити такі завдання:

По-перше, утримання економічно безпечного рівня державного боргу, забезпечення боргової стійкості, обґрунтованості рівня і темпів зростання державного боргу економічними можливостями держави його обслуговувати.

Утримання розміру зовнішнього державного боргу в межах можливостей уряду з його погашення і обслуговування вимагає врахування міжнародного

досвіду та реалій фінансової системи України.

Експерти МВФ, провівши широкомасштабне емпіричне дослідження для країн з ринками, що формуються, на основі історичних даних за останні 30 років дійшли такого висновку: у 35% випадків дефолти оголошують уряди з рівнем державного боргу менше 40% ВВП, а у 55% випадків уряди виявлялися неплатоспроможними при рівні державного боргу менше 60% ВВП [198].

З використанням економіко-математичних методів у середовищі країн з низьким і середнім рівнем доходів Т. П. Вахненко виявила таку закономірність: в умовах боргового навантаження на рівні 60% ВВП, ймовірність повного і своєчасного виконання державою своїх боргових зобов'язань становить 70%, а при зниженні боргового навантаження до 35% ВВП, така ймовірність підвищується до 85%. Зокрема, встановлено: якщо величина державного боргу складає 75–95% ВВП, то ймовірність невиконання державою своїх боргових зобов'язань дорівнює 50%; якщо рівень державного боргу знижується до 68–78% ВВП, то ймовірність реструктуризації боргу чи дефолту зменшується до 40%; якщо ж обсяги непогашеного боргу перебувають на рівні 58–64% ВВП, то така ймовірність складає 30% [26, с. 472].

Зважаючи на вищевикладені обґрунтування, максимально допустима сума державного боргу України не перевищує 40% ВВП. Проведення боргової політики уряду з орієнтацією на даний граничний рівень перешкоджатиме виникненню кризи платіжного балансу України, позитивно впливатиме на рівень відсоткових ставок у економіці і динаміку приватного інвестування, створюватиме надійні підвалини для зниження темпів інфляції та збалансованості державних фінансів України.

По-друге, забезпечення оптимізації структури державного боргу України та зниження фінансових ризиків, властивих борговому портфелю уряду. Структура зовнішнього державного боргу відображає цілі бюджетно-податкової політики, якість управління державним боргом, схильність до прийняття певних ризиків урядом та наявні зовнішні обмеження.

Для зниження валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу уряд має



домагатися скорочення частки зовнішніх позик у структурі позичкового фінансування дефіциту бюджету та перейти до нетто-погашення зовнішнього державного боргу (за рахунок перевищення сум погашення над сумами зовнішніх запозичень).

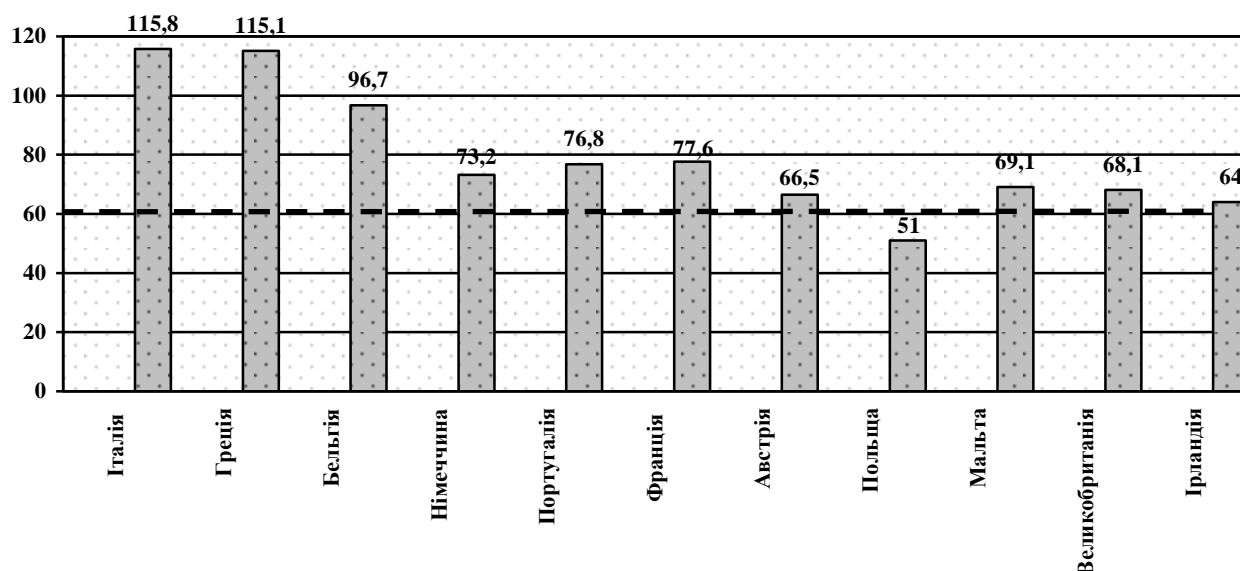
В контексті мінімізації валютного ризику доцільно звернутися до досвіду європейських країн, зокрема Республіки Польща, яка є подібною до України історично і ментально. Попри те, що жодна країна світу не уникнула наслідків впливу глобальної фінансової кризи, польська економіка зуміла стримати дію міжнародних ефектів зараження. За даними Європейської Комісії приріст ВВП у 2009 р. становив 1,2 %, тоді як у 19 країнах членах ЄС в останньому кварталі 2008 р. був зафіксований економічний спад.

Головним завданням боргової політики Республіки Польща є подальша активізація внутрішніх запозичень. Так, у відповідності до головної стратегії управління державним боргом потреби у запозиченнях повинні бути реалізовані максимально на внутрішньому ринку. Обсяг ресурсів залучених на міжнародному ринку не повинен перевищувати суми зовнішнього боргу, погашення якого припадає на поточний бюджетний рік. Разом з тим, допускається залучення додаткових ресурсів на міжнародному ринку виключно для дострокового погашення боргових зобов'язань в іноземній валюті. Крім того, доходи від приватизації в іноземній валюті спрямовуються на обслуговування і погашення зовнішнього боргу.

Таким чином, уряд Республіки Польща проводить активну політику щодо мінімізації валютних ризиків аби уникнути додаткових витрат з бюджету у майбутньому. В Україні, МФУ досить кваліфіковано управляв відсотковими ризиками, однак залишив поза увагою валютні ризики. Так, унаслідок реалізація валютного ризику у 2009 р. збільшення державного боргу за рахунок курсових різниць становило близько 3,0 млрд. грн. або 3% зростання державного боргу [137].

В 2009 р. борг сектору публічних фінансів у Республіці Польща становив 684, 4 млрд. злотих, або 51 % ВВП, що на 83, 5 млрд. злотих більше ніж за 2008

р. [114]. Разом з тим, порівняно з іншими країнами Євросоюзу, показник співвідношення державного боргу до ВВП у Польщі знаходиться нижче середнього значення у 73,6% ВВП. Зокрема, в Італії цей показник сягає 115,8%, а в Греції – 115,1% ВВП (рис. 3.1).



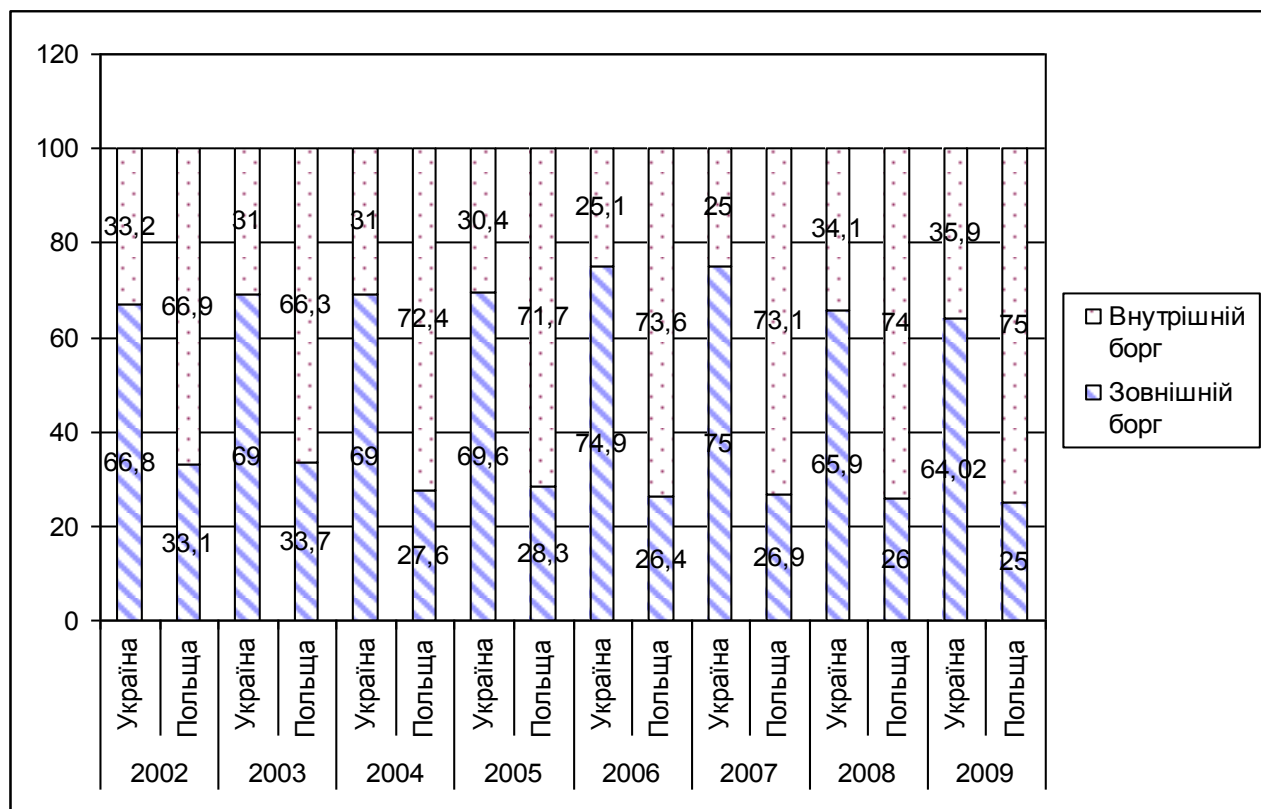
**Рис. 3.1. Співвідношення державного боргу до ВВП у Республіці Польща порівняно з іншими країнами Євросоюзу у 2009 р.\***

Стрімко зростаючий рівень бюджетного дефіциту не був єдиною причиною зростання боргу. У зв'язку з потребою обслуговувати зовнішній борг, уряд Польщі активно нагромаджував внутрішні позики, які мобілізував із внутрішнього фінансового ринку. Таким чином, в структурі державного боргу 74% – становить внутрішній борг.

В Україні структура державного боргу кардинально відрізняється від структури боргу в Польщі. Так, станом на 31.12.2009 р. внутрішній борг займав 35,9 %, а зовнішній – 64,02 % (рис. 3.2).

Якщо в Польщі структура боргу протягом останніх років практично не змінювалась, то в Україні зрушення в бік збільшення питомої ваги внутрішнього боргу відбулися (у кінці 2004 р. частка внутрішнього боргу в загальній сумі державного та гарантованого державою боргу становила 25%).

\* Побудовано автором самостійно на основі даних [114]



**Рис. 3.2. Структура державного публічного боргу Республіки Польща та державного боргу України в розрізі внутрішньої і зовнішньої складових (%)\***

Безумовно, і теоретично і практично, процеси активізації внутрішнього ринку державних цінних паперів є позитивним явищем. Однак в Україні, на відміну від Польської Республіки, відбулася значна акумуляція внутрішнього боргу за дуже короткий часовий лаг, що може призвести до зростання ризиків пов'язаних з державним боргом, зокрема ризиком рефінансування боргу.

З метою зниження ризиків рефінансування зовнішнього державного боргу слід зменшити обсяги запозичень на міжнародних ринках капіталу (які характеризуються високим ступенем волатильності) і повною мірою використовувати потенціал залучення ресурсів МФО (які мають довгостроковий характер і не підлягають циклічним коливанням). Зниженню ризиків рефінансування боргу сприятиме також підвищення строковості зовнішньоборгових зобов'язань уряду та забезпечення рівномірного розподілу

\* Складено автором самостійно на основі даних [42; 150].

навантаження боргових виплат у часовому вимірі.

Для мінімізації відсоткового ризику зовнішнього державного боргу України уряду доцільно збільшувати частку інструментів з фіксованою ставкою у складі зовнішніх запозичень до бюджету.

Враховуючи міжнародний досвід управління структурою зовнішнього державного боргу, особливості боргової ситуації в Україні, а також перспективи розвитку зовнішнього позичкового фінансування за видами джерел та інструментів, вважаємо за доцільне встановити такі контрольні показники структури портфеля боргових зобов'язань України:

- частка боргу в іноземній валюті повинна становити не більше 60% загальної суми державного боргу України;
- погашення не більше 15% загальної суми зовнішнього боргу повинно припадати на 1 фінансовий рік;
- частка зобов'язань з фіксованою відсотковою ставкою повинна становити, щонайменше, 70% загальної суми державного боргу України.<sup>11</sup>

Такі стратегічні стандарти (цільові показники валютного, відсоткового ризику і ризику рефінансування боргу) є наближенням до оптимальної структури зовнішнього державного боргу з точки зору співвідношення ризику й вартості обслуговування боргу в середньо- та довгостроковій перспективах та виконуватимуть роль лімітів для прийняття ризиків у процесі нових запозичень, слугуватимуть орієнтирами для переструктурування накопиченого державного боргу.

Зниження частки зовнішнього боргу в загальній сумі державного боргу України і зменшення таким чином обсягу закордонних заощаджень, які мобілізуються урядом, не вплине істотним чином на процес нагромадження основного капіталу в Україні. Це зумовлено тим, що за результатами численних

---

<sup>11</sup> Для прикладу: Борговий комітет Колумбії встановив наступні критерії для показників зовнішнього державного боргу: погашення не більше 15% загальної суми зовнішнього боргу може припадати на 1 фінансовий рік; заборгованість у дол. США має становити 83% зовнішнього боргу, у євро – 13% і в японських єнах – 4%; зобов'язання із фіксованою ставкою не можуть бути меншими 70% зовнішнього боргу [143].

емпіричних досліджень, збільшення припливу іноземного капіталу до країн з ринками, що формуються, зазвичай супроводжується збільшенням відпливу капіталу, не впливаючи істотним чином на процес внутрішнього капіталоутворення. Д. Айзенман, Б. Пінто і А. Радзівіл показали, що інтеграція країн з ринками, що формуються, до міжнародних ринків капіталу сприяє диверсифікації активів і зобов'язань суб'єктів їх економік, але не створює підґрунтя для кардинального розширення запасу основного капіталу в цих країнах. Тому країни, які більшою мірою покладаються на внутрішні джерела фінансування інвестицій, зазвичай зростають швидше, ніж країни з високою часткою зовнішніх джерел [180].

По-третє, уряд має прагнути до мінімізації вартості обслуговування зовнішнього державного боргу (з врахуванням наявних ризиків) шляхом прийняття економічно обґрунтованих рішень у сфері управління державним боргом і проведення зовнішніх запозичень, підвищення довіри інвесторів до фінансової і боргової політики уряду, диверсифікації інструментів запозичення, вчасного обслуговування боргових зобов'язань, підвищення кредитних рейтингів держави.

### **3. Фінансові важелі та інструменти досягнення визначених цілей**

Досягнення визначених цілей боргової стратегії держави та виконання завдань, окреслених вище, передбачає вжиття наступних заходів:

1. Запровадження ефективного механізму регулювання зовнішнього корпоративного боргу та надання підтримки вітчизняним позичальникам, які мають заборгованість перед зовнішніми кредиторами.

В контексті реалізації даного заходу доцільно реалізувати аналог російської системи рефінансування зовнішніх позик національних підприємств і банків, основним суб'єктом якої виступатиме ВАТ “Укрексімбанк” як кредитор вітчизняних підприємств і банків, які мають значні суми зовнішніх зобов'язань, і стикаються із труднощами їх обслуговування. Джерелом для надання кредитів вітчизняним позичальникам мають стати кошти НБУ обсягом до 10 млрд. дол. США, покладені на депозит в “Укрексімбанку” [29].

Кредити “Укресімбанку” для рефінансування зовнішніх зобов’язань можуть надаватися вітчизняним підприємствам і банкам при виконанні ними таких умов:

– поточний і прогностичний фінансовий стан позичальника засвідчує його спроможність вчасно і в повному обсязі виконувати зобов’язання перед “Укресімбанком”;

– позичальник без використання кредитних ресурсів “Укресімбанку” самостійно погашає не менш 25% суми кредиту (позики), що підлягає рефінансуванню;

– рефінансуванню підлягають кредити і позики, відмова від погашення (обслуговування) яких приведе до банкрутства позичальника, втрати суттєвої частини його активів та загрожуватиме економічній безпеці України;

– позичальник не має простроченої податкової заборгованості перед бюджетом;

– позичальник надає “Укресімбанку” заставу, яка надавалася іноземним банкам у рамках рефінансованих зобов’язань, або іншу прийнятну для банку заставу;

– розмір зобов’язань, що рефінансуються, перевищує 50 млн. дол. США (або еквівалент у іншій валюті);

– протягом терміну дії кредитної угоди “Укресімбанку” з позичальником можливість залучення нових кредитів і позик в обов’язковому порядку погоджуватиметься з ВАТ “Укресімбанк” [29].

Дана схема передбачає рівний доступ суб’єктів господарювання і банків до фінансових ресурсів держави, ґрунтується на використанні реальних фінансових джерел і ринкових критеріїв оцінки платоспроможності позичальників “Укресімбанком”, а також включає елементи відповідальності позичальника за виконання власних зобов’язань перед зовнішніми кредиторами.

2. Запобігання різкому збільшенню умовних зобов’язань держави; інтеграція системи моніторингу і управління умовними зобов’язаннями уряду

до системи управління борговими ризиками;

3. Розвиток системи оцінки і аналізу ризиків, властивих структурі державного боргу, застосування свопових операцій для відсоткових ставок та валюти деномінації боргових зобов'язань у середньостроковій перспективі;

4. Оптимальне структурування зовнішніх боргових зобов'язань в розрізі валют, термінів запозичення і відсоткових ставок; скорочення зовнішньої заборгованості та активізація державних позик на внутрішньому ринку; залучення зовнішніх позик за плаваючими відсотковими ставками у 2009 р. і перехід до позик з фіксованими ставками у наступні роки; підвищення середньої строковості боргових зобов'язань Уряду та забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат у часовому вимірі;

5. Відновлення доступу до міжнародного ринку капіталу після стабілізації ситуації на світових ринках та залучення виключно позик офіційних кредиторів, що мають помірну вартість, довгостроковий характер і не підлягають циклічним коливанням;

6. Вибір адекватних інструментів єврооблігаційних позик з метою зменшення вартості державного запозичення, зниження ризиковості боргового портфеля уряду, вирівнювання профілю боргових виплат та оптимізації валютної структури зовнішнього боргу;

7. Продовження співробітництва з МФО і зміщення його акценту на залучення інвестиційних позик з метою розвитку муніципальної і транспортної інфраструктури, телекомунікацій, виробництва транспортного обладнання, модернізації АПК, атомної і теплової енергетики, розвитку малого і середнього бізнесу, охорони навколишнього середовища;

8. Підвищення прозорості управління державним боргом та покращення іміджу уряду України як емітента боргових зобов'язань шляхом періодичного оприлюднення інформації про цілі та інструменти поточної боргової політики, програми майбутніх запозичень, основні параметри портфелю боргових зобов'язань уряду, плановані заходи щодо підвищення ефективності боргових операцій уряду.

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

Як справедливо зазначають учені В. М. Федосов і О. А. Колот, спокуса швидкого “латання” бюджетних дірок і здійснення, на перший погляд, незначного за вартістю державного запозичення без оцінки його наслідків у середньо- і довгостроковому періодах, із точки зору можливостей бюджету сплачувати майбутні боргові зобов’язання, та без оцінки масштабів потенційно можливих змін вартісних характеристик узятих зобов’язань унаслідок коливань ринкової кон’юнктури досить часто закінчувалася надмірним прийняттям ризику та сильною залежністю боргової сфери від зовнішніх і внутрішніх чинників; така практика підтверджує, що коли управління боргом підпорядковане фіскальній політиці, виникає бажання мінімізувати поточні витрати, ігноруючи іншу мету – мінімізацію ризику [165, с. 15].

Розвиток внутрішнього ринку державних облігацій та ефективне функціонування довгострокових фінансових інструментів зробить структуру державного боргу України менш ризиковою. Політика заміщення зовнішніх державних позик внутрішніми зменшуватиме залежність державних фінансів України від стрімких переливів міжнародних капіталів та валютних флуктацій.

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

Для зваженого управління відсотковими ризиками зовнішньоборгових зобов’язань уряду слід враховувати таке. Як уже було зазначено вище,



наприкінці березня 2009 р. величина спреду EMBI+ Україна досягла безпрецедентно високого рівня – 3379 б.п. В таких умовах залучення зовнішніх комерційних позик є проблематичним, а при залученні зовнішніх позик від офіційних кредиторів у 2011 р., уряду слід надавати перевагу інструментам з плаваючими відсотковими ставками; у наступні роки доцільно перейти до випуску зобов'язань з фіксованими відсотковими ставками.

Поряд із модифікацією структури державного боргу України на користь внутрішнього боргу, уряду доцільно забезпечити ефективне управління валютною структурою зовнішнього державного боргу. При виборі валюти деномінації зовнішніх зобов'язань уряду доречно приймати до уваги структуру валютних надходжень до економіки України, валютний склад офіційних резервів та технологію валютно-курсової політики держави (дане питання детально розглянуто у підрозділі 3.3).

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

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

При цьому для визначення обсягу коштів, що залучатимуться державою,

мають враховуватися такі базові критерії: рівень потреб держави у позичкових ресурсах для фінансування бюджетних програм та витрат на обслуговування боргу; можливості планомірного обслуговування накопиченого обсягу боргових зобов'язань без створення загроз для фінансової стабільності; потенціал ефективного використання запозичених коштів.

Управління державним боргом повинне бути орієнтоване на обслуговування стратегічних інвестиційних проектів, а держава у рамках погодженої стратегії економічного зростання, з одного боку, – виступати координатором виробничих інвестицій приватних суб'єктів, а з іншого боку, – опікуватися створенням адекватної фізичної і соціальної інфраструктури. Інвестиції держави в інфраструктуру створюватимуть належні умови для роботи бізнесу, визначатимуть підвищення якості людського капіталу і сприятимуть підвищенню темпів економічного зростання у довгостроковому періоді.

Для безперешкодного обслуговування зовнішніх боргів уряд має забезпечити продуктивну віддачу від капіталу, що використовується в економічному кругообігу. При продуктивному використанні запозичених коштів темпи зростання національного виробництва і, відповідно, можливості погашати накопичені борги зростатимуть більш швидкими темпами, ніж темпи приросту зовнішньої заборгованості.

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

промисловості, внаслідок реалізації яких зростає рівень економічної активності і збільшується доходна частина бюджету, що дозволяє погашати борги, пов'язані із реалізацією таких програм.

Тобто у рамках інвестиційно-боргового циклу увагу слід надавати не лише прямій окупності інвестиційних проектів (комерційній або фінансовій), а й непрямій окупності, що визначає досягнення економічних і соціальних цілей.

Існує точка зору, згідно з якою спрямовувати обмежені державні ресурси на інвестиції у комерційну діяльність доцільно лише у перехідний період; такі інвестиції слугуватимуть цілям проведення суспільної реструктуризації на приватних ринках і залучення на них достатнього обсягу приватних інвестицій. Загалом же держава не повинна заміщувати приватні інвестиції у комерційну діяльність, які мають вищий ступінь ефективності [55].

Національна економіка зможе стабільно і динамічно розвиватися лише при наявності адекватної фізичної і соціальної інфраструктури. Суттєве розширення і модернізація галузей інфраструктури об'єктивно потребуватиме масштабних капіталовкладень держави, оскільки для приватних інвесторів дані галузі є недостатньо привабливими. У зв'язку із тривалими термінами окупності вкладень, високою капіталомісткістю проектів, непередбачуваністю державного регулювання цін, технічних стандартів, умов допуску до мереж, ін. приватний капітал не зацікавлений у фінансуванні розвитку економічної інфраструктури.

Таким чином, в середньостроковій перспективі при визначенні галузевої спрямованості інвестицій, фінансованих із боргових джерел, пріоритет повинен надаватися інвестиціям в інфраструктуру: будівництво і ремонт автомобільних доріг, магістральних трубопроводів, мостів і тунелів, морських, річкових і повітряних портів, розвиток систем водо- і газопостачання, забезпечення теплом і електроенергією.

Я. А. Жаліло вважає, що для забезпечення спрямованості боргової політики України на вирішення завдань економічного розвитку необхідне інституційне розмежування запозичень, отримуваних з метою погашення і

обслуговування боргу, та запозичень на цілі розвитку шляхом виведення бюджетних видатків розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого перебуватиме в компетенції Державного банку реконструкції і розвитку [113, с. 37]. А нові запозичення повинні витратитися в першу чергу на структурну перебудову економіки, інноваційні технології, розвиток сучасної ринкової інфраструктури.

При спрямуванні запозичених коштів на фінансування конкретних інвестиційних проектів, оцінка їх ефективності має здійснюватися із використанням таких показників: чистої дисконтованої вартості грошових потоків, терміну окупності вкладень, внутрішньої норми безбитковості проекту. У разі спрямування позичкових коштів на погашення і обслуговування державного боргу чи поповнення міжнародних резервів України оцінка ефективності їх використання є економічно некоректною, оскільки відсутня продуктивна основа для проведення такої оцінки.

Високий зовнішній борг приватних позичальників відігравав ключову роль у фінансових кризах наприкінці ХХ – на початку ХХІ ст. Досвід фінансових криз у країнах з ринками, що формуються, продемонстрував, що, по-перше, очікування самообмеження і саморегулювання приватного сектору не завжди є обґрунтованими, а, по-друге, у випадку кризи всі очікують від уряду підтримки національної фінансової системи, а органи грошово-кредитного регулювання розглядаються суб'єктами ринку як кредитори останньої інстанції.

З огляду на те, що у системі світових фінансів центр нестабільності перемістився до корпоративного сектору економіки, та зважаючи на структуру зовнішнього сукупного боргу України (у складі якого понад 80% припадає на корпоративний борг) необхідність включення стримуючих механізмів для зовнішніх запозичень національних підприємств і банків є незаперечною. Таким чином, зовнішньоборгова стратегія України повинна включати окремі важелі регулювання зовнішніх боргів підприємств і банків, найбільш дієвими серед яких є встановлення максимально можливої суми зовнішньоборгових

зобов'язань банківських установ відносно розміру їх капіталу (мультиплікатора банківського капіталу) та підвищення нормативів обов'язкового резервування зовнішніх зобов'язань банків (відносно нормативів резервування внутрішніх зобов'язань).

Вагомим інструментом досягнення цілей боргової стратегії України є координація управління зовнішнім державним боргом з управлінням очевидними умовними зобов'язаннями держави. Експерти МВФ і МБРР вказують на те, що така координація є принципово важливою, оскільки у багатьох країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою умовні зобов'язання відігравали значну роль у формуванні загального тягара державного боргу [143, с. 47].

Аби нівелювати вплив політичних чинників на рішення уряду і проблеми “морального ризику” у поведінці реципієнтів державних гарантій необхідно забезпечити належний розподіл ризиків між сторонами кредитної угоди. Зменшенню гостроти проблем морального ризику і негативного відбору позичальників сприяють часткові гарантії уряду. На наш погляд, доцільним виглядає встановлення верхньої межі відповідальності уряду при настанні гарантійного випадку – 70% залучених за кредитною угодою коштів.<sup>12</sup>

Таким чином, гарантія уряду має покривати лише частину зобов'язань боржника. Дане обмеження зберігатиме стимули ефективно управляти ризиками для підприємств-позичальників і їх кредиторів, а для держави зменшуватиме тягар фінансових витрат, пов'язаних із функціонуванням системи державних гарантій.

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

---

<sup>12</sup> Згідно із ст. 17, п. 4 нової редакції Бюджетного кодексу України державні гарантії не надаються в забезпечення боргових зобов'язань суб'єктів господарювання, якщо джерелом повернення понад 50 відсотків їх обсягу передбачаються кошти державного (місцевого) бюджету.

боргу, так і на суму нових гарантій, що надаються у певний період часу. Доцільно встановлювати граничний обсяг надання державних гарантій на кожен бюджетний період. Даний граничний обсяг не повинен підлягати кон'юнктурним змінам, а тому має бути відображений у Бюджетному кодексі України. Враховуючи значний обсяг потенційно небезпечних умовних зобов'язань уряду, граничний обсяг надання державних гарантій, згідно з нашими оцінками, не повинен перевищувати 0,8% ВВП.

Для нівелювання загроз дестабілізації державних фінансів з боку гарантованого боргу слід також забезпечити більш ретельний відбір інвестиційних проектів, які претендують на отримання державних гарантій, і становлення чітких пріоритетів у сфері державних гарантій (детальніше у підрозділі 3.3).

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

Таким чином, необхідно підвищувати ступінь транспарентності і підзвітності державних органів у сфері управління зовнішнім державним боргом, забезпечувати вільний доступ громадськості до інформаційних джерел щодо стану державного боргу України та політики управління державним боргом. За даними МВФ і МБРР річні звіти щодо управління державним боргом готуються у 83% країн, в яких проводилося обстеження [143, с. 21].

Слід забезпечити повне і регулярне інформування громадськості про ситуацію у сфері державних фінансів, про цілі і методи управління державним боргом. Міністерству фінансів доцільно періодично готувати доповіді та друкувати інформаційні повідомлення у засобах масової інформації про основні досягнення політики управління зовнішнім державним боргом, майбутні плани

та пріоритети на наступний бюджетний рік.

У міжнародній практиці такий підхід є досить поширеним з огляду на той факт, що ефективність функціонування фінансових ринків підвищується, а витрати на обслуговування боргу зменшуються у тих випадках, коли невизначеність щодо стану державних фінансів, цільової спрямованості боргової політики і практики управління державним боргом є мінімальною.

Наприклад, на Ямайці на початку бюджетного року Міністерство фінансів подає до Парламенту стратегію управління державним боргом, яка широко розповсюджується серед громадськості і розміщується на веб-сторінці Міністерства.

В Марокко на щорічній прес-конференції міністрів економіки і фінансів доповідаються основні результати політики управління державним боргом та надаються статистичні дані щодо боргу за минулий рік; обговорюються також заходи, які уряд має намір реалізувати у поточному році [143]

Офіційна інформація про найбільш актуальні аспекти боргової політики і операції з управління державним боргом має бути доступною для потенційних інвесторів. Для цього у практику діяльності Міністерства фінансів України слід запровадити щоквартальне оприлюднення інформації щодо цілей та інструментів поточної боргової політики, програм майбутніх запозичень, основних параметрів портфелю боргових зобов'язань уряду, планованих заходів щодо підвищення ефективності боргових операцій уряду.

#### **4. Очікувані результати реалізації стратегії**

Проведення вищенаведених заходів сприятиме:

– утриманню помірного зовнішньоборгового навантаження на економіку і державні фінанси України та забезпеченню постійного доступу уряду та суб'єктів господарювання України до міжнародного ринку капіталів;

– задоволенню потреб держави у позичкових коштах з найменш можливими витратами та залученню нових позик на умовах, які є найкращими за даної кон'юнктури ринку позичкових капіталів;

– досягненню оптимального складу зовнішньоборгового портфеля за

видами валют і відсоткових ставок з урахуванням необхідності мінімізації валютних і відсоткових ризиків;

– утриманню збалансованої структури зовнішньоборгових зобов'язань за термінами погашення та зменшенню впливу волатильності світових фінансових ринків на стабільність фінансового стану уряду;

– посиленню гнучкості боргової політики держави та підвищенню ефективності управління зовнішнім державним боргом України через використання активних операцій з борговими зобов'язаннями уряду;

– мінімізації ризиків боргового фінансування, що попереджуватиме дефолт уряду за власними зобов'язаннями і дозволить уникнути економічних і фінансових втрат, пов'язаних з неплатоспроможністю уряду;

– зростанню ролі внутрішнього ринку позичкових капіталів, підвищенню ефективності грошово-кредитного регулювання та посиленню стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України;

– збільшенню частки інвестиційних ресурсів у загальній сумі державних позик та створенню фінансової і економічної бази для погашення накопичених зовнішніх боргів;

– посиленню ролі зовнішніх державних позик у вирішенні завдань інвестиційно-інноваційного розвитку національної економіки, забезпеченню більш повного використання матеріальних, кадрових та інтелектуальних ресурсів України;

– підвищенню міжнародного кредитного рейтингу уряду України, зниженню спредів за суверенними борговими зобов'язаннями, зменшенню вартості зовнішнього позичкового фінансування для підприємств та уряду.

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

## **5. Загальні положення**

Боргову стратегію доцільно розробляти Міністерством фінансів на термін



3–5 років і затверджувати Постановою Кабінету Міністрів України. Боргова стратегія повинна слугувати основою для вироблення політики в сфері управління зовнішнім державним боргом і розробки програми державних запозичень на наступний рік. Боргова стратегія має стати одним із основоположних документів, які використовуються при розробці щорічних законів про державний бюджет: у частині регулювання боргових операцій уряду і місцевих органів влади, встановлення граничного розміру державного боргу України і граничних обсягів надання державних гарантій, визначення параметрів політики державних запозичень, планування видатків бюджету на погашення і обслуговування державного боргу.

В рамках боргової стратегії доцільно розробляти щорічні програми управління державним боргом, які мають бути інтегровані у процес бюджетного планування і включати детальний перелік заходів щодо регулювання обсягу та структури зовнішнього державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу.

Крім окреслених вище інструментів управління державним боргом, досягнення цілей боргової стратегії України та створення довгострокових засад стабільного і збалансованого розвитку національної фінансової системи передбачає використання арсеналу методів бюджетної, грошово-кредитної і валютної політики, вагоме місце серед яких посідають:

– стабілізація валютного курсу на рівноважному рівні, приборкання паніки на валютному ринку і створення перешкод для нелегальної втечі капіталу, запобігання різким коливанням обмінного курсу гривні у середньостроковому періоді;

– недопущення критичного зниження міжнародних резервів України у кризовий період та накопичення міжнародних резервів до рівня повного покриття короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України і річних виплат в рахунок погашення і обслуговування зовнішнього довгострокового

боргу у наступні роки;

– проведення зваженої бюджетно-податкової політики і утримання дефіциту Державного бюджету на рівні до 2% ВВП, що надасть гарантії безумовного виконання урядом України боргових зобов'язань, позитивно впливатиме на рівень суверенних рейтингів та величину відсоткових ставок за зовнішніми позиками національних емітентів.

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

Стратегічне управління зовнішнім державним боргом України має здійснюватися відповідно до пріоритетів економічного розвитку країни, визначених у програмах соціально-економічного розвитку країни, розрахованих на середньостроковий термін.

Боргова стратегія України інституційно повинна бути інтегрована до бюджетної стратегії або основних засад бюджетної політики, розрахованих на середньостроковий термін. Бюджетна стратегія встановлюватиме середньострокові рамки для проведення бюджетно-податкової політики і окреслюватиме чіткі перспективи розвитку державних фінансів, передбачатиме механізми ефективного використання бюджетних ресурсів, підвищення ступеню фіскальної дисципліни та посилення прозорості і передбачуваності бюджетно-податкової політики.

Положення щорічного закону про бюджет мають узгоджуватися з положеннями бюджетної і боргової стратегії України та включати конкретні заходи для досягнення стратегічних цілей.

### **3.3. Удосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом України**

Визначені у підрозділах 2.2 і 2.3 недоліки і проблемні елементи механізму управління зовнішнім державним боргом України свідчать про

необхідність його вдосконалення з метою створення ефективної і інтегрованої системи, яка забезпечуватиме досягнення цілей і реалізацію пріоритетів соціально-економічного розвитку країни, а також спиратиметься на врахування міжнародного досвіду і особливостей поточної фінансової ситуації у країні.

Управління зовнішнім державним боргом повинно мати системний характер і здійснюватися у рамках цілісного механізму. Явища та процеси, пов'язані з накопиченням і обслуговуванням зовнішнього боргу, а також система заходів, спрямованих на корекцію рівня і структури боргу, мають розглядатися у взаємозв'язку: як внутрішні зв'язки системи (правила та закони взаємодії окремих її елементів) і зовнішні зв'язки (закономірності розвитку міжнародного ринку капіталів, стадія ділового циклу, вимоги кредиторів до позичальників, ін.)

Складові вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом України мають враховувати основні риси і особливості процесу державного управління загалом, що “являє собою організуючий, координуючий та контролюючий вплив, діяння суб'єкта державного управління, спрямовані на його об'єкт” [105].

Подолання короткозорості боргової політики держави, її ситуативного характеру і забезпечення спрямованості на вирішення стратегічних завдань розвитку вимагає запровадження стратегічного і поточного планування у сфері управління зовнішнім державним боргом. Боргове планування повинне стати невід'ємною частиною макроекономічного і бюджетного планування та прогнозування.

Боргове планування і прогнозування має здійснюватися на основі:

- прогнозу розвитку економіки на короткостроковий і середньостроковий термін;
- аналізу фіскальної політики та прогнозу бюджетних показників;
- прогнозу платіжного балансу країни та обсягу її золотовалютних резервів;
- прогнозу динаміки основних світових валют та обмінного курсу

національної грошової одиниці;

– прогнозу кон'юнктури міжнародного ринку капіталів та оцінки спроможності держави залучати ринкові позики;

– прогнозу витрат бюджету на погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу.

Науково обґрунтоване планування і прогнозування у рамках механізму управління зовнішнім державним боргом України потребує розробки і впровадження відповідних методик. Один із методів прогнозування зовнішнього державного боргу України на основі балансових рівностей і макроекономічних тотожностей був представлений у підрозділі 3.1.

Важливою передумовою ефективного управління зовнішнім державним боргом України є достовірний облік боргу і контроль за його станом у режимі реального часу. Інформаційно-аналітичне забезпечення і адекватний облік боргових зобов'язань є основою для вибору найбільш ефективних методів, важелів та інструментів управління зовнішнім державним боргом України та прийняття обґрунтованих рішень у сфері зовнішньоборгової політики держави.

Достовірний облік дозволяє мати реальну картину величини і складу боргових зобов'язань держави, визначити розмір коштів на їх погашення і обслуговування, а також реалізувати дієвий контроль з боку громадськості за станом зовнішнього боргу. На сьогодні, в Україні, завдання забезпечення належного рівня обліку, повноти, об'єктивності та прозорості інформації про обсяг і структуру зовнішнього боргу центрального уряду в цілому вирішене.

Діюча у МФУ інтегрована автоматизована база даних щодо державного боргу дозволяє отримувати інформацію щодо обсягу зобов'язань за кожною угодою, фіксувати розрахунки з погашення і обслуговування боргу, робити оцінки і прогнози витрат на погашення і обслуговування боргу.

У світовій практиці все більша кількість країн усвідомлюють необхідність обліку умовних зобов'язань держави і оцінки їх потенційного впливу на стан державних фінансів. Уряди спрямовують свої зусилля як на зменшення номінальної вартості умовних зобов'язань, так і на зниження

ймовірності виконання урядом таких зобов'язань, а також на зменшення розміру державних витрат у випадку необхідності погашення умовних зобов'язань [199, с.156].

“Керівництво із статистики державних фінансів”, МВФ (2001 р.) і “Система національних рахунків” (1993 р.) вимагають відображення інформації про умовні зобов'язання держави в бюджетних звітах у якості додаткових статей до балансових даних.

Міжнародні організації з метою адекватної оцінки ризиків для стабільності державних фінансів радять урядам консолідувати умовні зобов'язання в єдиний портфель фінансових зобов'язань держави. Вони вказують на те, що урядам слід аналізувати інформацію про кредиторську заборгованість бюджетної сфери, державні гарантії, програми державного страхування, запозичення місцевих органів влади, зобов'язання державних підприємств, ін. На їх думку, узагальнюючі показники фіскальних ризиків, генерованих різними видами фінансових зобов'язань, на відміну від показників державного боргу і дефіциту бюджету, будуть більш доречними для оцінки перспектив збалансованого розвитку державних фінансів [208].

Пропозиції щодо підвищення ефективності державних гарантій, як одного з видів очевидних умовних зобов'язань держави, були викладені у підрозділі 3.2. Тут ми зупинимося детально на проблемах їх обліку і оцінки ризиків, генерованих гарантованими зобов'язаннями.

У міжнародній практиці визнається, що державні гарантії з високим ступенем ризику впливають на боргову стійкість держави так само, як і прямі запозичення до бюджету. Спеціалісти МВФ рекомендують включати державні гарантії в аналіз економічної прийнятності рівня державного боргу.

З метою прийняття обґрунтованих рішень щодо надання державних гарантій та оцінки їх ризиків для стабільності державних фінансів в бюджетній звітності повинна міститися така інформація:

– платежі уряду за індивідуальними гарантіями та програмами державних гарантій, здійснені в останні два роки;

– плановані в бюджеті асигнування на задоволення очікуваних вимог щодо гарантій;

– прогноз і пояснення щодо нових гарантій, які будуть надаватися в наступному бюджетному році [197].

Таким чином, у даний час необхідно ввести моніторинг і оперативний облік повного спектру фінансових зобов'язань держави, як прямих, так і умовних (які потенційно можуть впливати на розмір державного боргу і стабільність державних фінансів України в середньостроковій перспективі). Слід також розробити комплекс заходів, націлених на зменшення ризикових і потенційно небезпечних форм фінансування, які наражають на небезпеку державний бюджет.

Загалом у рамках механізму управління зовнішнім державним боргом Уряд має вжити комплекс заходів для мінімізації фінансових ризиків, пов'язаних із накопиченням умовних зобов'язань держави. Основними серед них мають бути такі – становлення адекватної системи моніторингу і аналізу умовних зобов'язань з метою визначення майбутньої величини видатків бюджету (у випадку виконання умовних зобов'язань), запровадження нормативно-правової бази для посилення відповідальності і прозорості діяльності державних установ. Слід проводити також роботи щодо забезпечення повного охоплення умовних зобов'язань держави та формування дієвої системи ризик-менеджменту у сфері державних фінансів. Умовні зобов'язання уряду мають бути інтегровані до системи управління борговими ризиками.

Ключовою проблемою управління державним боргом є досягнення оптимального співвідношення між витратами на обслуговування боргу і борговими ризиками. У більшості наукових праць визнається, що метою управління державним боргом має бути не мінімізація поточних витрат на обслуговування боргу, а їх мінімізація у довгостроковому періоді з урахуванням наявних ризиків. Досягнення вказаної мети неможливе без моніторингу і оцінки фінансових ризиків, пов'язаних із структурою

зовнішнього державного боргу.

Система аналізу ризиків повинна включати аналіз і моніторинг впливу макроекономічних показників, показників платіжного балансу і державного бюджету на боргову спроможність уряду.

Управління ризиками боргового портфеля держави передбачає вибір методів впливу на ризики з метою мінімізації потенційних негативних ефектів у майбутньому.

Ступінь ризикованості боргового портфеля уряду може коригуватися шляхом зміни складу цінних паперів, що емітуються Міністерством фінансів, або шляхом дострокового викупу цінних паперів і їх заміни новими інструментами, параметри яких відображають уподобання уряду на користь певного співвідношення витрат і ризиків.

У сучасних умовах для мінімізації відсоткових ризиків боргового портфеля уряд має збільшувати частку позик з фіксованими відсотковими ставками у загальній сумі запозичень до Державного бюджету, а для мінімізації ризиків рефінансування боргу слід збільшувати частку довгострокових зобов'язань та спрямовувати зусилля на забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат у часовому вимірі.

У даний час можливості КМУ використовувати похідні фінансові інструменти, зокрема валютні і відсоткові свопи, є обмеженими, оскільки внутрішній ринок капіталу – недостатньо розвинутий, а міжнародний кредитний рейтинг держави належить до спекулятивної категорії (що автоматично відсікає країну від міжнародного ринку похідних фінансових інструментів). Тобто наразі уряд не в змозі коригувати характеристики ризику власного портфеля боргових зобов'язань з використанням похідних фінансових інструментів.

Найбільш дієвим і ефективним методом зменшення залежності державних фінансів України від динаміки обмінного курсу та мінімізації валютних ризиків боргового портфеля є поступове погашення заборгованості за зовнішніми комерційними позиками і збільшення обсягів запозичень у

національній валюті. При цьому перспективи розвитку внутрішнього ринку боргових зобов'язань уряду визначатимуться такими чинниками:

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

Для задоволення потреб уряду у позичкових коштах із внутрішніх джерел необхідне вжиття наступних заходів:

*1. Підвищення ліквідності державних цінних паперів через вдосконалення інституту первинних дилерів:* дилери підтримуватимуть двосторонні котирування державних облігацій на вторинному ринку і забезпечуватимуть постійне джерело ліквідності на первинному ринку, що гарантуватиме повне розміщення урядом своїх боргових зобов'язань на ринку, сприятиме підвищенню ліквідності державних облігацій і надасть можливість інвесторам здійснювати операції купівлі-продажу державних облігацій на організованому ринку за визначеною ціною.

*2. Розширення бази інституційних інвесторів для державних цінних паперів:* пенсійних фондів і страхових компаній, що потребує активізації ринку страхових послуг та недержавного пенсійного забезпечення, а також підвищення інвестиційної привабливості державних зобов'язань (уряд може встановлювати певні нормативи розміщення резервів небанківських фінансових установ у державні облігації, що гарантуватиме збереження коштів застрахованих осіб та сприятиме розширенню ємності ринку ОВДП).

*3. Встановлення ринкових відсоткових ставок за державними облігаціями:* визначення доходності на основі темпів інфляції сприятиме суттєвому зростанню попиту на державні облігації з боку учасників фінансового ринку.



4. *Посилення транспарентності та передбачуваності політики державних запозичень*: випуск Міністерством фінансів спеціальних проспектів емісії державних цінних паперів і календаря аукціонів сприятиме зниженню ступеню непевності для фінансових установ і створюватиме умови для зваженого планування їх інвестиційної діяльності, що, у свою чергу, визначатиме зменшення вартості державних позик.

5. *Скорочення операцій з депозитними сертифікатами НБУ* з їх наступною відміною дозволить подолати сегментацію ринку державних цінних паперів та усунути небажану конкуренцію для боргових зобов'язань уряду.

За результатами імітаційного моделювання валютної структури боргового портфеля уряду України, проведеного В. Федосовим і О. Колот, зменшення чутливості боргових виплат у кожній з валют запозичення до коливань відповідних курсів валют вимагає збільшення частки зобов'язань у гривні з нинішнього рівня 20,5% до 53% [165, с. 30].

Розширення емісії боргових зобов'язань уряду в національній валюті до вказаного співвідношення та їх розміщення на ринкових умовах серед внутрішніх інвесторів дозволить зменшити негативний вплив валютної компоненти ринкових ризиків, властивих борговому портфелю уряду.

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

Збалансування грошових надходжень і виплат за складом валют шляхом наближення валютної структури боргових зобов'язань держави до валютної структури валютних надходжень (експортної виручки, прямих іноземних інвестицій, ін.) дозволяє мінімізувати валютні ризики на макрорівні і забезпечити національну економіку від різких змін обмінних курсів.

Крім того, слід враховувати, що перманентна девальвація долара США на світових валютних ринках (за виключенням періоду вересня–листопада 2008 р.) створює сприятливі умови для знецінення боргових зобов'язань, деномінованих у доларах, у майбутньому така девальвація визначатиме зменшення тягара зовнішніх боргових зобов'язань на Державний бюджет України, порівняно із позиками у інших вільно конвертованих валютах.

Російський вчений М. В. Єршов ще у 2000 р. прогнозував різке знецінення американської валюти у середньостроковій перспективі під дією наступних чинників (більшість з яких зберігають свій вплив і у поточний момент):

– переорієнтація окремих сегментів світової економіки на використання європейської валюти (обслуговування зовнішньоторговельних операцій та утримання золотовалютних резервів центральними банками) вивільняє доларову масу, що за відсутності компенсуючих заходів з її поглинання, послаблює курсову позицію долара;

– масовий приплив доларових ресурсів із-за кордону на ринок фінансових і реальних активів США може дестабілізувати окремі сегменти американського ринку, і (що стосується економіки США в цілому) – призвести до її суттєвого перегріву і стрімкого зростання цін;

– відсутність необхідних офіційних активів у грошової влади США та неадекватний контроль за зростанням доларової кредитної експансії унеможливають захист курсової позиції долара у випадку його кризового падіння [47].

В Україні активне управління державним боргом здійснюється у незначних обсягах, за обмеженим переліком операцій і лише з внутрішньо борговими зобов'язаннями уряду.

Експерти МВФ і МБРР вказують на те, що серед країн, які досліджувалися ними, лише Ірландія, Нова Зеландія, Португалія і Швеція, здійснюють активне управління своїми портфелями боргових зобов'язань для отримання прибутків від очікуваної динаміки відсоткових ставок і обмінних

курсів. У Новій Зеландії фахівці з управління державним боргом вказували на те, що іноді мають місце тимчасові відхилення відсоткових ставок і валютних курсів від оптимальних цін, що створює умови для генерування прибутків від тактичних трейдингових операцій [143, с. 46].

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

Крім того, експерти МВФ і МБРР підкреслюють той факт, що боргові менеджери, які намагаються активно управляти портфелем боргових зобов'язань з метою отримання прибутку, виходячи з власних очікувань майбутньої динаміки відсоткових ставок і валютних курсів, що відрізняються від тих, які закладені у поточних ринкових цінах, повинні враховувати пов'язані з цим ризики і нести відповідальність за свої дії [143, с. 444].

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

Для забезпечення збалансованості і скоординованості всіх аспектів фінансової політики держави зовнішні державні позики повинні розглядатися не лише як засіб фінансування дефіциту бюджету, а й вхідний параметр макроекономічних програм уряду. Обсяг зовнішніх позик має визначатися з урахуванням прогнозного дефіциту поточного рахунку, планованих платежів у

рахунок погашення зовнішнього боргу, оцінок імпорту фінансового капіталу корпоративним сектором економіки і бажаною сумою приросту (чи можливою сумою вилучення) зовнішніх резервних активів. Тому цільові показники щодо приросту офіційних золотовалютних резервів мають узгоджуватися із планами уряду щодо залучення зовнішніх позик чи нетто-погашення зовнішнього боргу.

Загально визнано, що зосередження функцій з управління державним боргом у рамках Міністерства фінансів сприяє становленню належного ступеню взаємодії бюджетно-податкової і боргової політики держави. Проте завдання координації боргової політики уряду з грошово-кредитною і валютною політикою НБУ тривалий час залишається невирішеним.

Для його вирішення, перш за все, необхідно законодавчо чітко визначити процедури і механізми взаємодії, координації і пов'язану з ними відповідальність, а також обмін інформацією між органами, до повноважень яких належить проведення боргової, валютної, грошово-кредитної і бюджетної політики.

Основними засобами посилення взаємодії МФУ і НБУ мають стати проведення регулярних консультацій і спільних нарад та здійснення погоджених дій на ринках. Наприклад, на Ямайці для забезпечення належного ступеня координації, проводяться регулярні наради керівництва Міністерства фінансів, Центрального банку, Інститутів планування і статистики для узгодження всіх аспектів і напрямів фінансово-економічної програми Уряду. В оперативному порядку проводяться також щотижневі засідання представників вказаних установ для обміну інформацією про потреби органів державної влади у позичкових коштах, поточні тенденції на фінансових ринках, а також обговорюються плани щодо залучення позичкових коштів [143, с. 28].

Періодичні наради і взаємні консультації відповідальних представників НБУ, Державного казначейства і Департаменту державного боргу МФУ мають бути присвячені обговоренню поточних проблем із надходженням і витрачанням бюджетних коштів, балансу єдиного казначейського рахунку, ситуації на фінансових ринках з метою розробки планів залучення державних

позик, вироблення адекватних заходів із регулювання грошово-кредитної сфери і динаміки обмінного курсу національної валюти. Головна мета таких нарад має полягати у виробленні плану спільних дій та забезпечення узгодженості бюджетної, боргової політики КМУ та грошово-кредитної і валютної політики НБУ. Такі міжвідомчі зустрічі (наради, консультації, засідання, ін.) мають проводитися з визначеною періодичністю і на регулярній основі.

Для підвищення ступеня скоординованості дій у сфері управління зовнішнім державним боргом і регулювання кредитного і валютного ринку НБУ вагоме значення має використання єдиних цільових показників інфляції, обмінного курсу і відсоткових ставок у програмах соціально-економічного розвитку України, документації, що готується до проекту Державного бюджету України, та основних засадах грошово-кредитної політики України [1].

Визначення повноважень, функціональних обов'язків, процедур і механізмів координації боргової і бюджетної політики з грошово-кредитною і валютною політикою, а також налагодження процесу обміну інформацією між МФУ і НБУ, проведення регулярних спільних нарад і погоджених дій на ринках забезпечуватиме ефективну координацію політики державних запозичень із політикою регулювання грошово-кредитної сфери і валютної системи Національним банком, що визначатиме посилення збалансованості макроекономічної політики держави та її спрямованості на досягнення стратегічних завдань розвитку.

Зважене управління зовнішнім державним боргом, а також обачна бюджетно-податкова, грошово-кредитна і валютна політика за належного ступеня координації спричинятимуть взаємний позитивний вплив і матимуть своїм наслідком зниження ризикових премій, зменшення витрат на обслуговування боргу, пожвавлення внутрішнього ринку капіталів та забезпечення довгострокової стійкості платіжного балансу країни.

Одним із основних важелів механізму управління зовнішнім державним боргом України є облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП) України.

Організація зовнішніх запозичень має розпочинатися з оцінки потреб

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

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

Обсяг емісії єврооблігацій, з одного боку, повинен бути достатньо вагомим для забезпечення їх ліквідності на вторинному ринку. Аби домогтися включення даного випуску облігацій до ринкового індексу його сума повинна складати, щонайменше, 500 млн. дол. США. Включення єврооблігацій до ринкового індексу (наприклад ЕМВІ+) підвищує їх привабливість для інвесторів, оскільки гарантує високу ліквідність, і позитивно впливає на розмір відсоткових ставок за позикою.

З іншого боку, обсяг емісії не повинен створювати загроз для боргової стійкості держави (див. підрозділ 3.1), а регулярні суми виплат в рахунок обслуговування зовнішнього боргу – не породжувати бюджетних труднощів. Масштабні запозичення підвищують їх ризиковість і можуть негативно впливати на вартість позики. У випадку звичайних облігацій з одноразовим погашенням великий обсяг емісії підвищує ймовірність дефолту Уряду при його неспроможності рефінансувати суму боргових виплат у період погашення боргу.

У процесі прийняття рішення про випуск єврооблігацій необхідно також оцінювати потенціал попиту на дані облігації; періоди високої волатильності міжнародних фінансових ринків і падіння котирувань цінних паперів емітентів

країн з ринками, що формуються, є найбільш несприятливими для розміщення єврооблігацій.

Таким чином планований обсяг емісії єврооблігацій має виступати результатом комбінованого впливу факторів ліквідності і факторів забезпечення боргової стійкості. Виходячи з наведених обґрунтувань, оптимальною сумою випуску облігацій зовнішньої позики для певного фінансового року є сума на рівні 500 млн. дол. США.

Строковість єврооблігацій може становити від 2 до 40 років. Для досягнення помірної вартості запозичення термін обігу облігацій не повинен перевищувати 10 років. У міжнародній практиці стандартними вважаються випуски єврооблігацій на 5, 7 і 10 років. За строками погашення основної суми боргу найбільш поширеними є звичайні облігації з одноразовим погашенням суми боргу і амортизаційні облігації, погашення яких розтягнуто у часі відповідно до затвердженого графіка.

Звичайні облігації з одноразовим погашенням створюють "піки" боргових виплат для емітента і підвищують ризик рефінансування боргу. В Україні упродовж 2009–2020 рр. на кожен рік, крім 2014 р., припадає погашення одного чи двох видів єврооблігацій минулих випусків. Тому створення одномоментно високого навантаження внаслідок погашення звичайних облігацій, які випускатимуться у найближчі роки, може породжувати небезпеку для стабільності державних фінансів України.

З іншого боку, випуск і розміщення амортизаційних облігацій (які до цього часу Міністерством фінансів не випускалися) визначатимуть згладжування профілю боргових виплат і зменшуватимуть гостроту проблеми асиметричності інформації між позичальником і кредиторами. Регулярні виплати основної суми боргу дозволяють інвесторам відслідковувати ситуацію і утримувати її під контролем. З огляду на це, періодичні виплати в рахунок погашення зовнішнього боргу обумовлюють зниження ризикової премії, що позначається на вартості запозичення.

Облігації з опціоном на покупку (правом дострокового погашення

облігацій для емітента в наперед визначені терміни) чи облігації з опціоном на продаж (правом дострокового пред'явлення облігацій до погашення інвесторами в наперед визначені терміни) мають нижчу ліквідність, вищі відсоткові ставки і породжують додаткові ризики для уряду-позичальника. Так, у 2009 р. реалізація опціону на продаж за облігаціями зовнішньої позики 2006 р. призвела до необхідності виплати з бюджету понад 600 млн. дол. США додатково до 500 млн. дол. США погашення основної суми боргу за облігаціями, випущеними у 2004 р.

Таким чином, з огляду на вищевикладені обґрунтування, у найближчі роки Міністерству фінансів доцільно перейти до випуску амортизаційних облігацій зовнішньої позики строковістю 5, 7, 10 і 15 р. Можливою є також одноразова емісія звичайних облігацій з погашенням у 2014 р.

На світових ринках більша частина єврооблігацій представлена інструментами з фіксованими відсотковими ставками. Такі облігації генерують менші відсоткові ризики для уряду-позичальника, а тому повинні й надалі залишатися основним інструментом зовнішніх комерційних запозичень. Однак, у період стискання глобальної ліквідності і високої волатильності фінансових ринків, коли відсоткові ставки за позиками емітентів з низькими кредитними рейтингами є високими, можливе застосування плаваючих відсоткових ставок, прив'язаних до ставки LIBOR. У такому випадку, стадія стабілізації міжнародних ринків відзначатиметься зниженням відсоткових ставок як за новими позиками, так і за минулими випусками облігацій з плаваючими відсотковими ставками.

Отже, у наступні роки оптимальними параметрами для облігацій зовнішньої державної позики України є наступні: 5-ти, 7-ми, 10-ти і 15-річні амортизаційні облігації з рівномірним погашенням основної суми боргу і фіксованими відсотковими ставками, сума емісії – 500 млн. дол. США, валюта позики – долар США.

При визначенні цільової спрямованості державних гарантій пріоритет повинен надаватися інвестиціям в інфраструктуру, особливо в транспортний



сектор, мережі водо- і газопостачання, забезпечення теплом і електроенергією. Підвищення якості об'єктів транспортної інфраструктури та розширення сітьових галузей сприятимуть зниженню витрат на ведення підприємницької діяльності в Україні та визначатимуть підвищення темпів зростання економіки України у довгостроковому періоді.

Підвищення результативності співробітництва з МФО та ефективності використання кредитів міжнародних організацій вимагає проведення таких заходів:

- узгодження стратегій МФО щодо кредитування України і програм соціально-економічного розвитку України, концентрації позичкових коштів та консультаційних послуг МФО на пріоритетних напрямках реформування і забезпечення сталого розвитку національної економіки;

- посилення координації діяльності Міністерства економіки – координатора співробітництва з МФО, органів державної влади – відповідальних виконавців проектів, МФУ – фінансового агента Уряду та установ – бенефіціарів ресурсів МФО;

- більш повного використання потенціалу БАГІ, МФК, МАР, ЧБТР і ЄІВ з метою вирішення актуальних проблем інституційного характеру та фінансового забезпечення перспективних інвестиційних проектів у рамках приватного сектору економіки;

- посилення ролі України у процесах підготовки кредитних проектів та грантових проектів і активізації участі державних органів на стадії ініціювання проектів;

- підвищення рівня кваліфікації посадових осіб груп управління проектами та посилення їх відповідальності за результати реалізації проектів;

- посилення контролю з боку відповідальних виконавців проектів та Міністерства фінансів за діяльністю консультантів, які залучені до їх реалізації.

Довгострокові інвестиційні ресурси МФО слід зосередити у таких сферах: розвитку муніципальної і транспортної інфраструктури, телекомунікацій, виробництва транспортного обладнання, модернізації АПК,

атомної і теплової енергетики, розвитку малого і середнього бізнесу, охорони навколишнього середовища.

Концентрація програм МФО на розширенні і модернізації об'єктів інфраструктури та розвитку національної виробничої бази сприятиме підвищенню конкурентоспроможності товарів і послуг на світових ринках і визначатиме більш ефективне спрямування запозичених коштів. У цьому контексті актуальними завданнями економічної і фінансової політики в Україні є переструктурування кредитного портфелю МБРР в Україні у напрямі підвищення частки самоокупних інвестиційних проектів і зменшення частки системних та інституційних проектів, які являють собою додаткове джерело фінансування для органів державної влади і зазвичай не досягають очікуваних результатів.

Поряд із розглянутими вище, іншими методами механізму управління зовнішнім державним боргом України, які забезпечуватимуть підвищення його ефективності, є:

- своєчасне і безумовне погашення зовнішнього державного боргу, неухильне дотримання первісного графіка платежів;
- утримання розміру державного боргу та витрат на його обслуговування в економічно безпечних межах;
- забезпечення можливостей для гнучкого реагування політики державних запозичень на мінливі умови зовнішнього і внутрішнього ринку капіталів і використання найбільш прийнятних на поточний момент джерел, форм та інструментів запозичень.

Проведене дослідження засвідчило необхідність запровадження цілісного і ефективного механізму управління зовнішнім державним боргом, який би охоплював всезагальну і уніфіковану систему планування, обліку, моніторингу і контролю утворення зовнішнього державного боргу, його погашення і використання запозичених коштів, а також вироблення і реалізацію єдиної стратегії управління зовнішнім державним боргом. Даний механізм повинен забезпечувати досягнення визначених державою цілей, прийняття ефективних і

скоординованих рішень.

У законодавчих і нормативно-правових актах України слід чітко визначити цілі управління зовнішнім державним боргом, механізми його координації з бюджетною і грошово-кредитною політикою, окреслити загальні рамки системи управління ризиками, детально визначити процедури і механізми взаємодії, координації і відповідальності державних органів, до сфери компетенції яких належить проведення бюджетної, боргової, валютної і грошово-кредитної політики.

Вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом на сучасному етапі соціально-економічного розвитку України вимагає:

- формування інтегрованої і уніфікованої системи стратегічного планування політики державних запозичень та управління зовнішнім боргом, а також оцінки ефективності заходів, які реалізуються у цій сфері;

- створення єдиної системи обліку державного боргу (з врахуванням заборгованості всіх рівнів влади) і уніфікованої бази даних щодо зовнішнього боргу державного сектору економіки;

- введення моніторингу і оперативного обліку повного спектру очевидних і неочевидних умовних зобов'язань держави та розробки комплексу заходів, націлених на зменшення потенційно небезпечних форм фінансування; інтеграції умовних зобов'язань до системи управління борговими ризиками, що має знаходитися у сфері відповідальності МФУ;

- створення системи аналізу ризиків, властивих структурі державного боргу України, і вироблення на її основі заходів з оптимізації боргового портфеля уряду;

- переорієнтації позичкової активності уряду із зовнішнього ринку капіталів на внутрішній із використанням інструментів підвищення інвестиційної привабливості ОВДП та вдосконалення організаційно-фінансової бази функціонування первинного та вторинного ринків державних цінних паперів;

- збільшення запозичень з фіксованими ставками, тривалими термінами

погашення боргу і рівномірним розподілом боргових платежів у часі для зменшення відсоткових ризиків і ризиків рефінансування боргу, властивих структурі боргового портфеля уряду;

– створення цілісної системи управління зовнішнім державним боргом, грошово-кредитною системою України і золотовалютними резервами, налагодження механізмів міжвідомчої координації МФУ і НБУ, посилення взаємодії механізму управління державним боргом із системою управління грошовими потоками бюджету;

– вжиття комплексу організаційних, адміністративних і фінансових заходів для підвищення результативності співробітництва України з МФО та ефективності використання кредитів міжнародних організацій;

– забезпечення цільової спрямованості державних гарантій на інвестиції в інфраструктуру, особливо в транспортний сектор, мережі водо- і газопостачання, забезпечення теплом і електроенергією, що сприятимуть зниженню витрат на ведення підприємницької діяльності в Україні та визначатимуть підвищення темпів зростання національної економіки;

– при виборі інструментів запозичення з ринкових джерел надання пріоритету єврооблігаціям, номінованих у доларах США, з термінами погашення 5, 7, 10 або 15 років, з фіксованими відсотковими ставками і рівномірним погашенням основної суми боргу, обсягом емісії 500 млн. дол. США.

Для забезпечення збалансованого розвитку фінансової системи України і запобігання борговим кризам вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом має поєднуватися із зваженою макроекономічною політикою, складовими якої виступають ефективна бюджетно-податкова політика, надійна грошово-кредитна політика, упереджувальна система пруденційного регулювання діяльності банків, адекватний режим обмінного курсу та утримання стійкої валютно-фінансової позиції країни. Раціональний механізм управління державним боргом і проведення надійної макрофінансової політики створять умови для зменшення вразливості економіки країни до дії

глобальних чинників і сприятимуть динамічному зростанню національного виробництва у довгостроковому періоді.

### **Висновки до розділу 3**

На основі проведеного у третьому розділі дослідження стратегічного і тактичного управління зовнішнім державним боргом можна зробити наступні висновки щодо вдосконалення механізму управління зовнішнім державним боргом.

По-перше, тактичне і стратегічне управління зовнішнім державним боргом України повинне бути спрямоване на досягнення боргової стійкості як такого стану обсягу і структури заборгованості, який дозволяє країні-позичальниці виконувати поточні і майбутні зобов'язання щодо її обслуговування, і виключає необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації заборгованості.

По-друге, з метою оцінки боргової стійкості на основі імітаційного моделювання боргових індикаторів, а також проведених прогнозних розрахунків динаміки державного боргу України та витрат на його обслуговування з врахуванням впливу зовнішніх та внутрішніх економічних факторів (дефіциту державного бюджету, рівня відсоткових ставок за позиками, накопиченого обсягу боргових зобов'язань, можливостей залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел, перебігу інфляційних процесів і обмінного курсу, темпів зростання реального ВВП) виявлено, що тенденція до зростання відносних показників державного боргу України, починаючи з кінця 2008 р., особливо за наявності значного обсягу високоризикових умовних зобов'язань уряду, погіршує перспективи боргової стійкості України. Актуалізація проблематики умовних зобов'язань уряду пов'язана, в основному, з надмірними нерегульованими запозиченнями корпоративного сектора економіки.

По-третє, наявність загроз для збереження боргової стійкості України у середньостроковій перспективі вимагає проведення зваженої політики

державних запозичень, утримання помірному дефіциту бюджету, недопущення стрімкої девальвації національної валюти, оздоровлення банківської системи та вжиття структурних заходів для відновлення економічного зростання.

По-п'яте, оцінка боргової стійкості держави створює підґрунтя для вироблення обґрунтованих пропозицій щодо регулювання розміру і структури зовнішнього боргу та є вихідним пунктом для розробки боргової стратегії країни. Аргументовано, що боргова стратегія має являти собою перспективний план дій щодо регулювання обсягу та структури державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів зовнішнього державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу.

По-шосте, з використанням результатів емпіричних досліджень обґрунтовано: максимально допустима сума державного боргу України не перевищує 40% ВВП. Проведення боргової політики уряду з орієнтацією на даний граничний рівень перешкоджатиме виникненню кризи платіжного балансу України, позитивно впливатиме на рівень відсоткових ставок у економіці і динаміку приватного інвестування, створюватиме надійні підвалини для зниження темпів інфляції та збалансованості державних фінансів України.

По-сьоме, стратегічне управління зовнішнім державним боргом України має здійснюватися відповідно до пріоритетів економічного розвитку країни, визначених у програмах соціально-економічного розвитку, розрахованих на середньостроковий термін. Боргову стратегію України, в інституційному аспекті, доцільно інтегрувати до бюджетної стратегії або основних засад бюджетної політики, які розробляються на середньострокову перспективу.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях автора [59; 60; 61; 68; 71; 76; 78]

## ВИСНОВКИ

На основі проведеного дослідження концептуальних засад, сучасних теорій та наукових підходів до проблеми зовнішнього державного боргу, а також виявлених особливостей механізму управління зовнішнім державним боргом України у дисертації запропоновано науково обґрунтовану стратегію боргової політики держави, а також шляхи створення цілісного і ефективного механізму управління зовнішнім державним боргом України, що мають забезпечити збалансований розвиток національної фінансової системи і убезпечити економіку від боргових криз.

Проведене дисертаційне дослідження дозволило зробити такі висновки, які мають теоретичну і практичну цінність:

1. Наявність зовнішнього державного боргу за нинішніх обставин, як для країн з перехідною економікою, так і для розвинених країн є об'єктивно обумовленим явищем. Причому, зовнішня заборгованість, будучи багатоплановим явищем, відображає як позитивні ефекти для зростання національної економіки, так і негативні, які проявляються в середньо- та довгостроковому періодах. З'ясовано і доведено, що негативний вплив боргових процесів на економічне зростання посилюється при надмірній акумуляції зовнішнього боргу в короткостроковому періоді, що загострює макроекономічну нестабільність і підвищує вразливість фінансової системи до дії зовнішніх шоків. Встановлено, що застосування фіскальних стимулів при надмірних темпах акумуляції зовнішніх запозичень і досягненні зовнішнім боргом граничного рівня може мати для економіки дестабілізуючі наслідки.

2. Виявлено, що в періоди ескалації фінансової кризи та необхідності втручання держави у діяльність банківської системи та корпоративного сектору економіки для уникнення масових банкрутств особлива увага зосереджується на ймовірності реалізації ризиків умовних зобов'язань держави. Обґрунтовано, що умовні зобов'язання можуть бути як очевидними (державні гарантії за несuverенними зобов'язаннями (у т.ч. державних банків, державних і

приватних підприємств)), так і неочевидними (страхування банківських депозитів у зв'язку з нововведеннями, майнове страхування від надзвичайних подій). Науковий пошук дав можливість довести, що умовні зобов'язання є важливою складовою сукупних боргових зобов'язань держави. Їх оцінка у поєднанні з іншими видами боргових зобов'язань держави є необхідною умовою на шляху до стабілізації державних фінансів.

3. Аргументовано, що для зростання інвестиційної і кредитної привабливості та фінансової стабільності важливим завданням боргової політики України є необхідність запровадження ефективного механізму управління зовнішнім державним боргом, що дозволить повною мірою реалізувати цілі, визначені борговою стратегією та завдання тактичного характеру, а, відтак, сприятиме забезпеченню стабілізації соціально-економічної ситуації та важливим чинником досягнення економічного зростання в державі.

Основні висновки та результати практичного характеру:

1. У результаті дослідження особливостей політики зовнішніх державних запозичень у контексті розвитку фінансової системи України у період (2001–2007 рр.) було визначено, що залучення зовнішніх позик мало переважно позитивний вплив на розвиток економіки: мобілізація закордонних заощаджень розширювала фінансовий потенціал уряду і створювала умови для фінансування додаткових споживчих витрат та інвестиційних вкладень. Накопичення зовнішнього боргу суб'єктами господарювання України викликало окремі позитивні ефекти у національній грошово-кредитній сфері: зниження вартості позичкового капіталу на внутрішньому ринку; розвиток національної фінансової системи; залучення довгострокових ресурсів до економічного обороту; підвищення ліквідності боргових інструментів. Проте в умовах розгортання світової фінансової кризи надмірний рівень боргового навантаження став серйозним чинником фінансової дестабілізації і уповільнення економічного розвитку. Відсутність дієвого контролю за станом зовнішнього корпоративного боргу та неефективне управління зовнішнім



державним боргом сприяли ескалації наслідків виникнення валютної і банківської кризи в Україні у 2008–2009 рр .

2. За результатами дослідження макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень у економіці України із використанням економіко-математичних методів було аргументовано, що надходження довгострокового іноземного капіталу справляє позитивний вплив на динаміку реального ВВП на етапі нетто-залучення позик і викликає спад виробництва на етапі нетто-погашення боргу; залучення зовнішніх позик справляє підвищувальний тиск на курс національної валюти, а нетто-погашення боргу стає чинником девальвації гривні; отримання зовнішніх кредитних ресурсів суб'єктами господарювання України впливає на грошові агрегати безпосередньо при викупі Національним банком мобілізованої валюти на ринку та опосередковано при розширенні кредитної активності банків.

3. Розкрито особливості механізму управління зовнішнім державним боргом України на основі чого встановлено, що окремі елементи механізму функціонують автономно, не забезпечується їх гармонійне поєднання для досягнення стратегічних цілей розвитку. Зокрема, відсутні стратегічні орієнтири розміру і структури державного боргу, на яких повинна базуватися політика державних запозичень і процес управління державним боргом; операції активного управління боргом законодавчо не визначені, не встановлено механізм та процедури проведення таких операцій, їх види та критерії оцінки результативності; не встановлено граничні обсяги та механізми надання державних гарантій, відсутні чіткі пріоритети у цій сфері, не регламентовано порядок надання гарантій і використання запозичених коштів бенефіціарами.

4. З'ясовано, що Міністерство фінансів України зосереджується переважно на вирішенні оперативних завдань, пов'язаних із залученням позичкових коштів і обслуговуванням накопичених боргів. Профільні Департаменти МФУ в основному виконують функції бек-офісу і міддл-офісу, пов'язані з проведенням розрахунків, веденням обліку боргових зобов'язань,

підготовкою планів запозичень і аналітичної звітності. Важливі функції міддл-офісу, такі як управління ризиками, аналіз структури боргового портфеля та моделювання боргових ситуацій, а також функції стратегічного управління державним боргом, які традиційно є прерогативою фронт-офісу, не виконуються. У зв'язку з цим встановлено, що політика формування і обслуговування державного боргу скеровується головним чином на задоволення поточних потреб держави.

5. У результаті імітаційного моделювання боргових процесів в Україні та прогнозування динаміки державного боргу України і витрат на його обслуговування за чотирма сценаріями визначено, що тенденція до зростання відносних показників державного боргу України, починаючи з кінця 2008 р., погіршує перспективи боргової стійкості України (актуалізація проблематики умовних зобов'язань уряду пов'язана, в основному, з надмірними нерегульованими запозиченнями корпоративного сектора економіки). З використанням результатів емпіричних досліджень обґрунтовано: максимально допустима сума державного боргу України не повинна перевищувати 40% ВВП. Проведення урядом боргової політики з орієнтацією на даний граничний рівень перешкоджатиме виникненню кризи платіжного балансу України, позитивно впливатиме на рівень відсоткових ставок у економіці і динаміку приватного інвестування, створюватиме надійні підвалини для зниження темпів інфляції та збалансованості державних фінансів України.

8. За результатами проведеного дослідження досягнення визначених цілей боргової стратегії держави має спиратися на проведення таких заходів:

8.1. Запобігання різкому збільшенню умовних зобов'язань держави; інтеграція системи моніторингу і управління умовними зобов'язаннями уряду до системи управління борговими ризиками;

8.2. Оптимальне структурування зовнішніх боргових зобов'язань в розрізі валют, термінів запозичення і відсоткових ставок; зміна пропорцій між внутрішнім і зовнішнім державним боргом на користь внутрішнього; збільшення запозичень з фіксованими відсотковими ставками; підвищення

середньої строковості боргових зобов'язань уряду та забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат у часовому вимірі;

8.3. Відновлення доступу до міжнародного ринку капіталу після стабілізації ситуації на світових ринках та залучення виключно позик офіційних кредиторів, що мають помірну вартість, довгостроковий характер і не підлягають циклічним коливанням, у кризовий період;

8.4. Підвищення прозорості управління державним боргом та покращення іміджу уряду України як емітента боргових зобов'язань шляхом періодичного оприлюднення інформації про цілі та інструменти поточної боргової політики, програми майбутніх запозичень, основні параметри портфелю боргових зобов'язань уряду.

8.5. Встановлено, що стратегічне управління зовнішнім державним боргом України доцільно здійснювати відповідно до пріоритетів економічного розвитку країни, визначених у програмах соціально-економічного розвитку, розрахованих на середньостроковий термін. Боргову стратегію України доцільно консолідувати з бюджетною стратегією або основними засадами бюджетної політики, які розробляються на середньострокову перспективу.

9. Доведено, що при виборі економіко-організаційних, фінансових форм, методів і важелів механізму управління зовнішнім державним боргом для забезпечення ефективного використання залучених ресурсів і здійснення своєчасного і в повному обсязі обслуговування державного боргу особливу увагу приділено необхідності:

9.1. Формування інтегрованої та уніфікованої системи стратегічного планування політики державних запозичень та управління зовнішнім боргом, а також оцінки ефективності заходів, які застосовуються у цій сфері;

9.2. Створення єдиної системи обліку державного боргу (з врахуванням заборгованості всіх рівнів влади) і уніфікованої бази даних щодо зовнішнього боргу державного сектору економіки;

9.3. Запровадження інтегрованої аналітичної системи обліку зовнішніх боргів банків і нефінансових підприємств всіх форм власності, введення

моніторингу і оперативного обліку повного спектру очевидних і неочевидних умовних зобов'язань держави;

9.4. Переорієнтації позичкової активності уряду із зовнішнього ринку капіталів на внутрішній із використанням інструментів підвищення інвестиційної привабливості ОВДП та вдосконалення організаційно-фінансової бази функціонування ринку державних цінних паперів;

9.5. Формування цілісної системи управління зовнішнім державним боргом, грошово-кредитною системою України і золотовалютними резервами, налагодження механізмів міжвідомчої координації МФУ і НБУ, посилення взаємодії механізму управління державним боргом із системою управління грошовими потоками бюджету;

9.6. Введення щорічного ліміту на надання державних гарантій, обмеження їх обсягу лише частиною зобов'язань боржника перед кредиторами та забезпечення цільової спрямованості державних гарантій на інвестиції в інфраструктуру (транспортний сектор, мережі водо- і газопостачання, забезпечення теплом і електроенергією тощо).

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаров М. Я. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. – Т. 1: Пріоритети бюджетної політики та економічне зростання в Україні / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, В. М. Геєць та ін. // – К.: НДФІ. – 2004. – С. 628–633.
2. Амирханова Ф. С. Финансовые методы управления внешним долгом России: автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н.:08.00.10 / Ф. С. Амирханова. – М., 1998. – 24 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації: <http://librarynew.gpntb.ru/>.
3. Аналитическая записка по вопросу формирования и использования показателей, характеризующих состояние государственного внешнего долга Российской Федерации // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. – 2008. – №1 (121) – С. 43–52.
4. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку”, за березень 2009–2011 рр. / Національний банк України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/analytical.htm>
5. Аналітична записка щодо ситуації на валютному ринку у 2008–2010 рр. / [Електронний ресурс]. Режим доступу <http://me.kmu.gov.ua/control/publish/article/main?art>
6. Аналітичний звіт: “Дії Національного банку в період загострення світової фінансової кризи”, / Національний банк України – Київ, 2009. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/publication/econom/>
7. Аналітичні матеріали щодо зовнішнього бору України за 2004–2009 рр. / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/>
8. Аналітичний огляд: “Оцінка стану платіжного балансу України в 2008–2010 рр.” [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/index>.
9. Аналітичні матеріали щодо державного боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу до інформації <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>
10. Аналітично-статистичні матеріали про стан платіжного балансу та

зовнішнього боргу України за 2001–2008 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan.htm](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.htm).

11. Андриевская И. К. Стресс-тестирование: обзор методологий / И.К. Андриевская // Управление в кредитной организации – 2007. – №5. – С. 33–44.
12. Барановський О. І. Фінансова безпека / О. І. Барановський – К.: Фенікс, 1999. – 338 с.
13. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізм забезпечення): [моногр.] / О. І. Барановський – Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2004. – 735 с.
14. Башко В. Й. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозицій щодо структури / В. Й. Башко // Економіка і прогнозування. – 2007. – №2. – С. 75–87.
15. Безцільне боргове плавання Мінфіну / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.achambers.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main>
16. Бондарук Т. Зовнішній державний борг України та механізм його обслуговування / Т. Бондарук // Фінанси України. – 1999. – №5. – С. 94–102.
17. Бюджетні ризики: Бюджет – 2010, збалансованість бюджету Пенсійного фонду, державний борг / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.achambers.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main>.
18. Бюджетний кодекс України: закон України від 08.07.2010 р. №2456 – VI // Голос України, 4 серпня 2010 р.
19. Бюлетень Національного банку України №2 2010 (203) – К.: Національний банк України, 2010. – 166 с.
20. Вавилов А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления [Текст] / А. Вавилов – М.: Городец-издат, 2001. – 304 с.
21. Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики / А. Вавилов, Е. Ковалишин // Вопросы экономики – 2001. – № 8 (август) – С. 46–64.
22. Вавилов Ю. Государственный долг: Учебное пособие для вузов. – Изд. 3-

- е, перераб. и дополн. – М.: Перспектива, 2007. – 256 с.
23. Василик О. Теорія фінансів: Підручник. / О. Василик – К.: НІОС. – 2003. – 416 с.
  24. Вахненко Т. П. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками / Т. П. Вахненко // Світ фінансів. – №1 (14), березень 2008. – С.10–28.
  25. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.
  26. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин: [моногр.] / Т. П. Вахненко – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
  27. Вахненко Т. П. Зовнішні корпоративні позики і ризики для фінансової стабільності / Т. П. Вахненко // Дзеркало тижня. – 2008. – №6 (686). – С. 9.
  28. Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – №6. – С. 17–25.
  29. Вахненко Т. П. На новому витку спіралі / Т. П. Вахненко // Дзеркало тижня. – 2008. – №48 (727).
  30. Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 14–29.
  31. Вахненко Т. П. Розвиток ринку державних облігацій в Україні / Т.2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. / Т. П. Вахненко – К.: Фенікс, 2008. – 442 с. / Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т. / За ред. А. І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008.
  32. Вахненко Т. П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізми дії, заходи подолання / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2008. – №10. – С. 3–21.
  33. Великий тлумачний словник сучасної української мови [Текст] / уклад. і гол. ред. В. Т. Бусел. – К.; Ірпінь: ВТФ “Перун” 2007. – 173 с.
  34. Висновки щодо виконання Державного бюджету за 2009 рік / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації:

- <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/>
35. Відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП / Міністерство фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: [http://www.minfin.gov.ua/document/248487/borg-vvp\\_2010.pdf.pdf](http://www.minfin.gov.ua/document/248487/borg-vvp_2010.pdf.pdf)
  36. Гаврилюк О. В. Стратегії мінімізації негативних наслідків кризи / О. В. Гаврилюк // Регіональна економіка. – 2009. – №2 – С. 7–13.
  37. Гальчинський А. С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / А.С. Гальчинський // Вісник Національного банку України. – 2004. – №8. – С. 7–8.
  38. Годовой отчет МВФ: преодоление глобального кризиса. Глава 3 Восстановление глобальной стабильности / Международный валютный фонд. – 2009 г. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2009>.
  39. Дазэкинг К. Какой уровень долга можно считать слишком высоким? / К. Дазэкинг. // Финансы и развитие. – 2002. – №12. – С. 12–14.
  40. Данилов Ю. А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика / Ю. А. Данилов – М.: ГУВШЭ, 2002. – 432 с.
  41. Демченко С. К. Эволюция теорий экономического роста: монография / С. К. Демченко. – Красноярск, 2006 – 149 с.
  42. Державний та гарантований державою борг України станом на 31.12.2009 р. та за перше півріччя 2010 року / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/file/link/196053/file/>
  43. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу у 2004–2009 рр. / Міністерство фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish>
  44. Дойль П. Маркетинг – менеджмент и стратегии [Текст] / П. Дойль: Пер. с англ. – С. – Пб.: Питер, 2002. – 544 с.
  45. Доходність державних цінних паперів України / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/>
  46. Економічні проблеми ХХІ століття: міжнародний та український виміри /



- За ред. С. І. Юрія, Є. В. Савельєва [Текст] – К.: Знання, 2007. – 595 с.
47. Ершов В. М. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). [Текст] / В. М. Ершов – М.: ОАО «НПО Издательство “Экономика”, 2000. – 319 с.
48. Жаліло Я. А. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи [Текст] / Я. А. Жаліло, Я. В. Белінська, С. В. Брус та ін. – К.: НІСД – 2009 – 52 с.
49. Заверуха І. Б. Зміст управління державним боргом: правові аспекти / І. Б. Заверуха // Університетські наукові записки. – 2006, № 3–4 (19–20) – С. 312–317.
50. Зражевська Н. В. Зовнішній державний борг у фінансовій системі України: автореф. дис. На здобуття наук. степеня канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Зражевська Н. В. – Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.– 2006. – 20 с.
51. Іваненко Ю. До питання розкриття інформації про державний борг / Ю. Іваненко, Мамишев А. // Вісник Національного банку України. – 2007. – №3. – С. 22–26.
52. Іваненко Ю., Мамишев А. Агентство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії / Ю. Іваненко, А. Мамишев // Вісник Національного банку України. – 2008. – №3. – С. 22–26.
53. Илларионов А. Критерии экономической безопасности / А. Илларионов // Вопросы экономики. – 1994. – №10. – С. 35–38.
54. Имитационное моделирование [Электронный ресурс] [http://ru.wikipedia.org/wiki/Имитационное\\_моделирование](http://ru.wikipedia.org/wiki/Имитационное_моделирование)
55. Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. Як підвищити ефективність суспільних інвестицій в Україні? Консультативна робота Т 22. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ier.kiev.ua>.
56. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 31.12.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.minfin.gov.ua/file/link>
57. Інформація про стан платіжного балансу України у 2006–2009 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації:

<http://www.bank.gov.ua/Balance/PB/2008/pdf>

58. Калитчук В.М. Критерії доцільності зворотнього викупу державних облігацій як методу управління ризиками / В.М. Калитчук [Електронний ресурс]. – Режим доступу [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Tiru/2009\\_27/7.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Tiru/2009_27/7.pdf)
59. Карапетян О. М. Боргова стійкість держави в контексті управління зовнішнім державним боргом / О. М. Карапетян // Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постабілізаційний період: матеріали науково-практичної конференції професорсько-викладацького складу, (м. Тернопіль, 13 квіт. 2006 р.) / гол. ред. Юрій С. І. – Тернопіль: ТДЕУ, 2006. – С. 61–65.
60. Карапетян О. М. Боргова стратегія України як умова стабільного розвитку національної фінансової системи / О. М. Карапетян // Регіональний збірник наукових праць з економіки “Прометей”, МОН України; (Інститут економіко-правових досліджень НАН України) – Донецьк: ТОВ “Юго-Восток ЛТД”, 2009. – С. 46–50.
61. Карапетян О. М. Вдосконалення боргової політики України в контексті управління державним зовнішнім боргом / О. М. Карапетян // Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть: VI Міжнародна науково-практична конференція студентів, аспірантів і молодих вчених, 16 квітня – Тернопіль, 2008. – С. 193–195.
62. Карапетян О. М. Вплив державного боргу на макроекономічний розвиток: концептуальні підходи / О. М. Карапетян // Світ фінансів. – 2005. – Випуск 3–4 (4–5) – С. 87–95.
63. Карапетян О. М. Вплив світової фінансової кризи на боргову стійкість суверенних позичальників / О. М. Карапетян // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: V міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених – Тернопіль.: Економічна думка, 2009. – С. 88–90.
64. Карапетян О. М. Державні гарантії як інструмент забезпечення сталого розвитку фінансової системи України / О. М. Карапетян // Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів / Матеріали III Міжнародної науково-

- практичної конференції 17–21 лютого 2010 р.: Частина 1. – Ірпінь: Національний університет ДПС України (Ірпінь – Львів – Ритро – Суха Струга – Краків – Львів). – 2010. – С. 288–292.
65. Карапетян О. М. Державний борг України: оцінка ризиків та оптимізація управління в умовах глобальної фінансової кризи / О. М. Карапетян // Науковий вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту КНЕУ. – 2010. – № 1. – С. 182–189.
66. Карапетян О. М. Зовнішній борг у світовій валютно-фінансовій системі: ретроспектива розвитку та сучасні тенденції / О. М. Карапетян // Світ фінансів. – ТНЕУ, 2008. – Випуск 1(14). – С. 49–59.
67. Карапетян О. М. Інституційні аспекти управління державним зовнішнім боргом: світовий досвід / О. М. Карапетян // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: III міжнародна науково-практична конференція молодих вчених. Ч. 2. / відп. за випуск Монастирський Г. Л. – Тернопіль: Економічна думка, 2006 р. – С. 123–125.
68. Карапетян О. М. Кредитний рейтинг як індикатор боргової стійкості України / О. М. Карапетян // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: IV міжнародна науково-практична конференція молодих вчених 22–23 лютого 2007 р. Ч2.: збірник тез допов. – Тернопіль.: Економічна думка, 2007. – С. 141–143.
69. Карапетян О. М. Макроекономічні ефекти зовнішніх запозичень: теоретичні засади та практичні аспекти / О. М. Карапетян // Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в умовах економічної нестабільності / Матеріали наукової конференції професорсько-викладацького складу – Тернопіль, 2010. – С. 56–62.
70. Карапетян О. М. Організаційно-правове забезпечення механізму управління зовнішнім державним боргом / О. М. Карапетян // Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в умовах світової економічної кризи науково-практична конференція професорсько-викладацького складу: зб. матеріалів – Тернопіль, 2009. – С. 35–40.
71. Карапетян О. М. Проблеми врегулювання державних боргових

- зобов'язань України в контексті досвіду європейських країн / О.М. Карапетян // Фінансова система України: збірник наукових праць, серія "Економіка". – Випуск 16, 2011. – С.43–50.
72. Карапетян О. М. Сутнісно-теоретичні засади механізму управління державним зовнішнім боргом / О. М. Карапетян // Наука й економіка: науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету – Випуск 1 (9), 2008 – С. 48–55.
73. Карапетян О.М. Сучасні методи управління зовнішнім державним боргом: імплементація світового досвіду до вітчизняних реалій / О.М. Карапетян // Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постабілізаційний період: матеріали науково-практичної конференції професорсько-викладацького складу, (м. Тернопіль, 16 квітня 2007р.) / гол. ред. Юрій С. І. – Тернопіль, 2007. – С. 72–74.
74. Карапетян О. М. Сучасні тенденції зовнішньої заборгованості України / О. М. Карапетян // Збірник наукових праць ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ", "Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України". – Суми, ДВНЗ "УАБС НБУ". – Випуск 27 – 2009. – С. 132–138.
75. Карапетян О. М. Теоретико-методологічні аспекти умовних зобов'язань держави / О.М. Карапетян // Стратегії розвитку України у глобальному середовищі: III міжнародна науково-практична конф., 13–15 листопада 2009 р.: тези допов. – Сімферополь-Ялта, 2009. – С.34–36.
76. Карапетян О. М. Управління державним боргом України: проблеми та шляхи вдосконалення / О. М. Карапетян // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки: матеріалами міжнародної науково-практичної конференції – Тернопіль, 2007. – С. 79–81.
77. Карапетян О. М. Управління державним зовнішнім боргом: дискусійні питання визначення суті / О. М. Карапетян // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: V ювілейна міжнародна науково-практична конференція молодих вчених. – Тернопіль.: Економічна думка, 2008. – С. 101–103.

78. Карапетян О. М. Управління державним зовнішнім боргом: методологія оцінки боргової стійкості / О. М. Карапетян // Наука молода: збірник наукових праць молодих вчених – ТНЕУ, Економічна думка – Випуск 10, 2008. – С. 101–110.
79. Карапетян О. М. Управління позиками міжнародних фінансових організацій / О. М. Карапетян // Світ фінансів. – ТНЕУ, 2009. – Випуск 1. – С. 80–90.
80. Карапетян О. М. Управління ризиками державного боргу: ідентифікація та систематизація ризиків / О. М. Карапетян // Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи: Всеукраїнської науково-практична конференція аспірантів та молодих вчених, 23–24 жовтня. – Львів, 2008. – С. 56–58.
81. Картер Н. Внутренние и внешние аспекты планов и процесса экономического развития. / Н. Картер // Конференция по долгосрочному планированию и прогнозированию Москва. – 1972. Декабрь.
82. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. / Дж. М. Кейнс – М.: Прогресс, 1978. – 494 с.
83. Киреев А. П. Международная экономика: Учебное пособие: В 2-х ч. Ч. II: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. / А. П. Киреев – М.: Международные отношения. – 2001. – 488 с.
84. Кириченко А. А., Кудрицький В. Д. Сучасні теорії управління зовнішньою заборгованістю / А. А. Кириченко, В. Д. Кудрицький // Актуальні проблеми економіки. – №7 – 2009. – С15–27.
85. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) / О. М Ковалюк. Монографія. – Львів: Видавничий центр Лівськ. національного університету ім. І. Франка – 2002. – 396 с.
86. Козюк В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. / В.В. Козюк. Монографія. – Тернопіль.: Карт-бланш, 2002. – 238 с.
87. Конституція України. Прийнята на п'ятій сесії Верховної Ради України 28.06.1996 р. № 254/96 ВР (зі змінами і доповненнями ). – К.: Видавництво Право. – 1996. – 38 с.

88. Кравчук Н. Я. Механізм управління державним боргом: у чому полягає суть і значення? / Н. Я. Кравчук // Збірник тез доповідей П'ятої ювілейної міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті» част. 2 Тернопіль. – Економічна думка, 2008. – С. 116–119.
89. Кузьменко О. А. Правове забезпечення управління державним боргом України як дієвий важіль у боротьбі з організованою злочинністю / О.А. Кузьменко // Боротьба з організованою злочинністю і корупцією (теорія і практика): науково-практичний журнал – 2004. – №10. – С. 164–168.
90. Кучер Г. В. Управління державним боргом / Г. В. Кучер: Підручник. – К.: Київ. нац. торгівельно-економ. ун-т. – 2002. – 342 с.
91. Кучуков Р. Некоторые особенности процессов глобализации / Р. Кучуков, А. Савка // Экономист. – 2003. – 684 с.
92. Лидлейн Н. А. Буржуазные теории экономического развития (критический анализ). / Н. А. Лидлейн – М., Мисль. – 1978. – 227 с.
93. Лісовенко В. В. Зовнішній державний борг України: оптимізація формування та управління: автореферат на здобуття наук. ступеня. канд. екон. наук: 08.04.01 / Лісовенко В. В. Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2001. – 19 с.
94. Макаренко М. І. Сутнісно-структурна визначеність механізму регулювання державного боргу. / М. І. Макаренко, В. Ю. Дудченко // Вісник СумДУ, №7 (91) – 2006. – С. 68–71.
95. Мамишев А. В. Стратегія на грошах або про аудит ефективності управління державним боргом / А.В. Мамишев // Фінансовий контроль, №5 – 2007. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації: <http://www.dkrs.gov.ua/kru/uk/publish/article/44714>.
96. Масгрейв Ричард А. Государственные финансы: теория и практика: пер. с англ. / Ричард Масгрейв, Пегги Б. Масгрейв – 5-е изд. – М.: Бизнес Атлас. – 2009 – 716 с.
97. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України (додаток 1) від 02.03.2007 р. № 60 / Міністерство економіки України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/control/uk/publish>
98. Мировой долг и мировая экономика. Долговые стратегии стран

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg4.html>
99. Місячний макроекономічний огляд // Місячний огляд – 2009. – № 10 (47) – с.1–9.
  100. Модель управління державним боргом Данії [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)
  101. Мозиас П. Прямые иностранные инвестиции: современные тенденции / П. Мозиас // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 65–72.
  102. Монтес М. “Азиатский вирус”, или “Голландская болезнь”. Теория и история валютных кризисов в России и других странах. / М. Монтес, В. Попов – М.: Дело, 1999. – 136 с.
  103. Мочерний С. В. Економічна Енциклопедія: у 3 т. / [редкол.: ...С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін.]. – К.: Видавничий центр “Академія”, 2002 – Т.3. – 952 с.
  104. Неджельський А. Відкритість і прозорість бюджету держави у Польщі – законодавство і практика / Відкритість і прозорість державних фінансів Польщі у світлі міжнародних стандартів / А. Неджельський // Закон і практика – Київ, 2003. – С. 11. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ibngr.edu.pl>
  105. Нижник Н. Р. Системний підхід в організації державного управління. / Н. Р. Нижник, О. А. Машков – К.: Вид-во УАДУ, 1998. – 160 с.
  106. Новая основа долговой устойчивости / Світовий банк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://wbln0018.worldbank.org>
  107. Новицький В. Є. Динаміка зовнішніх боргових зобов'язань України. / В. Є. Новицький, О. В. Плотников – К.: Політична думка. – 2000. – 330 с.
  108. Нуреев Р. Теория развития: кейнсианские модели становления рыночной экономики / Р. Нуреев // Вопросы экономики. – 2000. – №– 4. – С.137–156.
  109. Омельчук С. Забезпечення безпеки державних запозичень / С. Омельчук // Економіст. – 2007. – №11. – С. 30–33.
  110. Операции РЕПО и кредитование ценными бумагами / Російський совет РЕПО (РСР) // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reporus.ru/?page=biblio>

111. Организационная структура управление государственным долгом Агенции Франс Трезор [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.aft.gouv.fr/plan.php3?lang=en>
112. Основні макроекономічні показники за 2001–2009 рр. / Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
113. Особливості та пріоритети боргової політики України : [аналіт. доп.] / Гальчинський А. С., Варналій З. С., Майстришин В. Я. та ін. — К. : НІСД, 2004. – 104 с.
114. Офіційний сайт Євростату: [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics)
115. Перелік спільних з МФО проектів, які набули чинності у 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.proanalysis.info/news.php?id=553>
116. Перспективы развития мировой экономики. Кризис и подъем. / Международный валютный фонд. Апрель 2009. – [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2009/>
117. Позичали – на реформи, витратили – на ремонт / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua/achamber/control/uk/publish/article/main>
118. Показники виконання Державного бюджету України за 2004–2009 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=77643](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77643)
119. Про бюджетну класифікацію та її запровадження: наказ Міністерства фінансів України від 27.12.2001 р. №604 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://www.legal.com.ua/doment/kodeks/>
120. Постанова Кабінету Міністрів України “Про випуск процентних облігацій внутрішньої державної позики 2000 року” від 22.09.2000 р. № 1455 // Офіційний вісник України. – 2000. – №39.
121. Про Державний бюджет України на 2007 рік: закон України від



- 19.12.2006 р. № 489–V, зі змінами та доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/> – Назва з титул. екрана.
122. Про Державний бюджет України на 2008 рік та про внесення змін до деяких законодавчих актів України: закон України від 28.12.2007 р. №107–VI, зі змінами та доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/> – Назва з титул. екрана.
123. Про Державний бюджет України на 2009 рік: закон України від 23.12.2008 №835–VI, зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/> — Назва з титул. екрана.
124. Про Державний бюджет України на 2010 рік: закон України від 27.04.2010 №835–VI, зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>. – Назва з титул. екрана.
125. Про Державне казначейство України: указ Президента України зі змінами від 15 лютого 1999 р. № 173/99 // “Урядовий кур’єр” – 11 травня 1995 р.
126. Про державний борг України: проект Закону України від 20.05.2005. реєстр. №1229. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://gska2.rada.gov.ua/pls/>
127. Про затвердження Положення про управління ризиками, пов’язаними з державним боргом: наказ Міністерства фінансів від 16.06.2010. №461 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>
128. Про затвердження Порядку та відбору первинних дилерів: наказ Міністерства фінансів України від 10.06.2009. №757 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article>
129. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів: постанова Кабінету Міністрів України від 14 квітня 2009 р. №363 // Урядовий кур’єр – 2009. – № 77 (29) квітень. – С. 10.
130. Про затвердження Порядку купівлі у 2009 році облігацій внутрішньої державної позики: постанова Кабінету Міністрів України від 10.06.09 № 568 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://www.kmu.gov.ua/kmu/control/uk/cardnpd>.

131. Про затвердження стратегії співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2006–2008 рр.: постанова Кабінету Міністрів України від 20.06.2006 р. №844 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документа: <http://uapravo.net/data/base07/ukr07981.htm>.
132. Про заходи щодо залучення державою або під державні гарантії іноземних кредитів і надання державних гарантій: постанова Кабінету Міністрів України від 11 липня 2001 р. № 787 [Електронний ресурс]. – Ресурс доступу: <http://www.uapravo.net/data2008/base54/ukr54848.htm>.
133. Про заходи щодо організації забезпечення реалізації завдань, які впливають із послання Президента України до Верховної Ради “Європейський вибір. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002–2011 роки”,; розпорядження Президента України від 12.06.2002 р. №188/2002-рп // ОВУ. – 2002. – №24. – С. 1157.
134. Про порядок затвердження Порядку відображення операцій, пов’язаних з державним боргом, при плануванні та використанні державного бюджету: наказ Міністерства фінансів України від 28.01.2004 р. № 42 // Офіційний вісник України. – 2004. – № 8. – С. 510.
135. Про Рахункову палату Верховної Ради України: закон України від 11.07.1996 р. № 315/96 – ВР // Відомості ВРУ. – 1996. – №43.
136. Про результати аналізу ефективності заходів, передбачених Законом України “Про Державний бюджет України на 2003 рік”, щодо управління державним боргом (Підготовлено департаментом контролю державного боргу та діяльності банківських установ) – К.: Рахункова палата України, 2004. – Випуск 11.
137. Про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу за 2009 рік та аналізу тенденцій у 2010 р. / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ac-rada.gov.ua/img/files/Bullet\\_Garant\\_derg\\_borg.pdf](http://www.ac-rada.gov.ua/img/files/Bullet_Garant_derg_borg.pdf)
138. Прострочена заборгованість підприємств перед державою станом на початок 2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art\\_id=112048&cat\\_id=112045](http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=112048&cat_id=112045)

139. Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 рр. [Текст]: розпорядження від 25 березня 2009 р. №316-р / Україна. Кабінет Міністрів // Урядовий кур'єр: газета центральних органів виконавчої влади України. – 2009. – № 69 (16 Квітень). – С. 10.
140. Рикардо Д. Начала политической экономики и налогового обложения. Избранное / Д. Рикардо [пер. с англ.; предисл. П. Н. Клюкина]. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).
141. Ринок ОВДП у 2009 році // Цінні папери України – №5 (559) 11 лютого 2010.
142. Романенко О. Р. Фінанси: Підручник / О. Р. Романенко – К.: Центр Навчальної Літератури, 2003. – 312 с.
143. Руководящие принципы управления государственным долгом. Сопроводительный документ. / Международный валютный фонд, Всемирный банк. – Ноябрь 2002 года.
144. Рут Ф. Р. Міжнародна торгівля та інвестиції / Ф. Р. Рут, А. Філіпенко Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 743 с.
145. Рязанова Н. С. Сучасні тенденції зовнішньої заборгованості / Н. С. Рязанова // Фінанси України. – 2005. – № 7. – С. 26–38.
146. Самодурова Н. В. Всемирный банк: кредитование экономики / Н. В. Самодурова (под ред. проф. Л. Н. Красавиной). – М.: Финансы и статистика. – 2003. – 144 с.
147. Саркисянц А. Система международных долгов. / А. Саркисянц М.: Дека, 1999. – 499 с.
148. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [Текст] / Смит А. Пер.з англ. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.
149. Становлення доктрини фінансової системи України: Монографія / За ред. Юрія С. І., Десятнюк О. М. – Тернопіль: економічна думка, 2008. – 192 с.
150. Статистична інформація що державного публічного боргу Республіки Польща / Міністерство фінансів Республіки Польща. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mf.gov.pl/index.php?const=5#n>
151. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України у 2001–2004 рр. / Міністерство фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим

- доступу: [http://minfin.kmu.gov.ua/document/46848/DBorg\\_30\\_09\\_2004.pdf](http://minfin.kmu.gov.ua/document/46848/DBorg_30_09_2004.pdf)
152. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України у 2004–2008рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/>.
  153. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України за 2008–2009 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>
  154. Статистичний щорічник України за 2006 рік / [за ред. О. Г. Осауленка] ; Держкомстат України. – К. : Консультант, 2007. – 552 с.
  155. Статистичний щорічник України за 2007 рік / Державний комітет статистики; під ред. О.Г. Осауленка. – К.: Українська енциклопедія, 2008. – 624 с.
  156. Стігліц Дж. Економіка державного сектора / Дж. Стігліц – К.: Основи, 1998. – 864 с.
  157. Стратегія фінансової політики держави у перехідній економіці / За ред. д.е.н. І. О. Луніної – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2004. – 116 с.
  158. Страшек С. Фінансові кризи: як упоратись з ними? / С. Страшек, Т. Ягріч, Н. Шпес, В. Ягріч // Журнал Європейської економіки. – 2007. – Том 6 (№1). – С. 78–92.
  159. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост / пер. с англ. В. Е. Маневича – М.: ЛИБРОКОМ, 2010. – 267 с.
  160. Томашевський В. М. Імітаційне моделювання систем і процесів: навч. посібник / В. М. Томашевський – К.: ІСДО, 1994. – 124 с.
  161. Україна – кредитний рейтинг / Standard&Poors [Електронний ресурс]. – Режим доступу: – <http://www.standard-andpoors.ru/article.php>.
  162. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні / Висоцький В. Калитчук В., Драчук Ю. Котович Т. // Світ фінансів. – 2008. – №1. – С. 41–48.
  163. Федосов В., Гладченко Л. Бюджетний дефіцит у контексті західної фінансової теорії і практики / В. Федосов, Л. Гладченко // Финансовые риски. – 2009. – № 3. – С. 19–32.
  164. Федосов В. М. Государственные финансы / В. М. Федосов, С. Я

- Огородник, В. М. Сутормина – К.: Лыбидь, 1991. – 226с.
165. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик – менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. – 2008. – №3. – С. 3–33.
166. Федосов В. М. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія [Текст] / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін // За наук. ред. В. Федосова. К.: КНЕУ, 2002. – 432 с.
167. Федякина Л. Н. Международные финансы. / Л. Н. Федякина – СПб.: Питер, 2005. – 560 с.
168. Функції стратегічного та оперативного управління державним боргом Новозеландської боргової агенції [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nzdmo.govt.nz/aboutnzdmo/>
169. Функції структурних підрозділів / Міністерство фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/>
170. Хейфец Б. Решение долговых проблем. Мировой опыт и российская действительность. / Б. Хейфец // М.: ИКЦ “Академкнига”,. 2002 – 211 с.
171. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс – М.: УМЗ. – 1993. – 488с.
172. Царук О. В. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави / О. В. Царук // Світ фінансів. – 2007 – № 1 – С. 46 – 50.
173. Царук О. В. Макроекономічні ефекти державного боргу як об’єкт статистичного вивчення / О. В. Царук // Статистика України. – 2006. – №2. – С. 21–25.
174. Чуба Н. Польський досвід управління державним боргом / Н. Чуба // Вісник Львів. УН-ТУ, Серія економіка. – 2008, Вип. 40 – С. 354–359.
175. Шевчук В. О. Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України / В. О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2009. – №2 (11) – С. 159–165.
176. Шмагун О. В. Теорія і практика проведення державних запозичень в Україні / О. В. Шмагун // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – №11. – С. 59–63
177. Юрій С. І. Фінанси: Підручник. / За ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К.:

Знання, 2008. – 611 с.

178. Юрій С. І. Казначейська система: підручник / С. І. Юрій, В. І. Стоян, О. С. Даневич – 2-ге вид. змін. і доп. – Тернопіль: Карт-бланш, 2006. – 818 с.
179. Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. І. Юрій // Журнал європейської економіки – березень 2007 – Том 6 (№1) – С. 6–27.
180. Aizenman J. Sources for Financing Domestic Capital – is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries? / J. Aizenman, B. Pinto, A. Radziwill // NBER Working Paper. – 2004. – N10624.
181. Blancard O. The Sustainability of Fiscal policy: New Answers to an Old Question. OECD Economic Studies / O. Blancard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann, N. Sartor. 1990. – №15.
182. Bolle M. The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises / M. Bolle, B. Rother, I. Hakobyan // IMF Working Paper. – 2006. – N186. – P. 6.
183. Budina N. Fiscal Policies in Eastern Europe. / N. Budina, S. Wijnbegen // Oxford Review of Economic Policy, vol. 13, – №2.
184. Buitter W. Principles of Budgetary and Financial Policy. / W. Buitter // – Cambridge: The MIT Press, 1990.
185. Buchanan J. Public finance of democratic process / J. Buchanan [Електронний ресурс]. – Ресурс доступу: // <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv4Contents.html>
186. Cassard M., Folkerts-landan D. Sovereign Debt Managing the Risks. 1997. [Електронний ресурс]. – Ресурс доступу: <http://www.worldbank.org>.
187. Cohen D. Growth and External Debt under risk of Debt Repudiation / D. Cohen, J. Sachs // European Economic Review. – 1996.– Vol. 30. P. 528–550.
188. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications / Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>
189. De Melo. Fiscal Adjustment in High-Debt Countries / De Melo // Ricerche Economiche. 1990. – n. 2–3, – P. 251–272.
190. Developing Government Bond Markets: A Handbook. The World Bank. The International monetary Fund. – Washington: Rock Greek Publishing Group,

2002. – 413 p.
191. Ellsworth P.T The international economy. / P. T Ellsworth. London – 1969.
  192. External Debt Management. Intermediate Course. World Bank. Washington. – 1994.
  193. Global Financial Stability Report. / International Monetary Fund. – 2006. – №1 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org>.
  194. Hamilton J. On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing. [Text] / J. Hamilton, M. Flavin // The American Economic Review, Septembr. – 1986, Vol. 76, – №4.
  195. International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications. – February 3, 2004. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>
  196. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. – 2006. – №1 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org>.
  197. International Monetary Fund. Government Guarantees and Fiscal Risk. April 1, 2005 [Электронный ресурс] – Режим доступа: – <http://www.imf.org>
  198. International Monetary Fund. Public Debt in Emerging Markets / World Economic Outlook. – 2003. – №3. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.imf.org>. – P. 89–92.
  199. International Monetary Fund. The World Bank. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document. / November. – 2002. – 366 p .
  200. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org>
  201. Jeanne O. Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set / O. Jeanne, A. Guscina // IMF Working Paper. – 2006. – N98. – 14 p.
  202. Jones M., Stress Testing Financial Systems: What to Do when the Governor Calls. / M. Jones, P. Hilbers, G. Slack – Washington DC: International Monetary Fund, 2004. –IMF Working Paper. –No 04/127.

203. Krugman P. Saving Asia: It's Time to Get Radical // *Fortune*. – 1998. – 138. September 7. P. 74–80.
204. Magnusson T. The Institutional and Legal base for Effective debt Management. / T. Magnusson // Paper prepared for the Third Inter-regional Debt Management Conference in Geneva 3–5 December. – 2001, arranged by UNCTAD
205. Management, accountability and audit of public debt / Basic paper for XIX INTOSAI Congress Mexico 2007. – Bonn: Bundesrechnungshof, – 2006. – May.
206. Milbradt, Debt Management / Nowotr, Eward (Hrsg.). *Offentliche Vershuldung* Stuitgardt – New York. Gustav Fischer Verlag, – 1979, P. 75–86.
207. Nurkse R. Problems of Capital Formation in Under-developed Countries. / R. Nurkse // Oxford, 1955; Idem. *Equilibring and Growth in the World Economy*. Cambridge, – 1961.
208. Polackova H. Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org>.
209. Presbitero A. The Debt-Growth Nexus: a Dynamic Panel Data Estimation [Text] / A. Presbitero, Q. Ricerca // *Universita Politecnica Delle Marche Working Paper*. – 2005. – 34p.
210. Ruiz-Arranz M., Zavadjil M. Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? / M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil // *IMF Working Paper*. – August 2008. – 35 p.
211. Savings Bonds Rates & Terms. [Electronic resource]. Mode of access: [http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/ibonds/res\\_ibonds\\_iratesandterms.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/ibonds/res_ibonds_iratesandterms.htm). – Title from the screen.
212. Spaventa L. The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules and Monetary Rules. / L. Slavetna // *Staff Papers*, Vol. 34, – 1987.
213. United Kingdom Debt Management Office. // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.dmo.uk>.
214. Velandia, A. Measuring and Managing Refinancing Risk / A. Velandia //



Designing Government Debt Management Strategies: Data of International Conference, 2008, June 1. – May 28. – Paris: World Bank Paris Conference Center, 2008. – 30 p.

