

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

**Кафедра фінансів ім. С. І. Юрія**

**КУРСОВА РОБОТА**

**на тему:**

**«Удосконалення управління державним боргом на основі  
ризик-менеджменту»**

Студентки 5 курсу групи ФУПОм-12  
спеціальності «Фінанси, банківська  
справа та страхування»,  
магістерська програма «УПРАВЛІННЯ  
ПУБЛІЧНИМИ ТА ОСОБИСТИМИ  
ФІНАНСАМИ»

Федінчук Марії Василівни

Керівник: доцент кафедри фінансів  
ім. С. І. Юрія, доцент, д.е.н. Тулай О. І.

Національна шкала \_\_\_\_\_

Кількість балів: \_\_\_\_\_ Оцінка: ECTS \_\_\_\_\_

Члени комісії

\_\_\_\_\_  
(підпис) (прізвище та ініціали)

\_\_\_\_\_  
(підпис) (прізвище та ініціали)

\_\_\_\_\_  
(підпис) (прізвище та ініціали)

**м. Тернопіль – 2017**

## **План**

### **ВСТУП**

1. Сутність і класифікація ризиків державного боргу
2. Практика управління ризиками боргового портфеля держави
3. Оптимізація управління ризиками державного боргу в Україні

### **ВИСНОВКИ**

### **СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

## ЗМІСТ

### ВСТУП

1. Сутність і класифікація ризиків державного боргу.....	6
2. Практика управління ризиками боргового портфеля держави.....	14
3. Оптимізація управління ризиками державного боргу в Україні.....	21
ВИСНОВКИ.....	26
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	28

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Зростання дефіциту державного бюджету протягом останніх років, пов'язане з економічним спадом та необхідністю фінансування оборони країни, а також неефективним менеджментом державних фінансів, обумовило рекордне збільшення державного боргу в Україні. Водночас чергові транші МВФ не стимулюють відновлення економіки та підвищення добробуту населення, створюючи загрози політичній самостійності та залежності від кон'юнктури світового ринку, підвищуючи соціальну напруженість в країні. Зростання державного боргу становить загрозу фінансово-економічній безпеці країни та ускладнює завдання уряду щодо стабілізації економіки в середньостроковій перспективі. Із стимулятора борг може перетворитись на дестабілізатор економічного розвитку та фактор соціального зубожіння, якщо не створює джерел його погашення та передумов зменшення фіскальних розривів. Водночас на стан розвитку економіки впливає не лише обсяг, а й структура боргу, від оптимізації якої залежить платоспроможність держави. Тому, удосконалення управління державним боргом займає одну з першочергових позицій для вжиття оптимізаційних заходів які зможуть покращити сучасний стан.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є оцінка структурних ризиків державного боргу в Україні та обґрунтування напрямів підвищення боргової стійкості держави з метою запобігання дефолту та забезпечення макроекономічної стабільності.

Для досягнення вказаної мети був визначений такий напрямок як аналіз проблематики на основі ризик-менеджменту.

Для удосконалення управління державним боргом в Україні необхідно виконати такі завдання:

- законодавчо обмежити розміри державного боргу;
- оптимізувати структуру боргового портфелю уряду;
- запровадити ефективну систему ризик-менеджменту.

*Об'єкт дослідження* – державний борг України.

*Предмет дослідження* – теоретичні та практичні засади управління державним боргом на основі ризик-менеджменту.

*Методи дослідження.* У процесі дослідження використано загальні методи наукового пізнання; системний підхід до вивчення державного боргу, історичний метод при дослідженні змін обсягів запозичень на різних етапах розвитку економічних формацій. Також застосовувались методи: діалектичний, індукції, дедукції, аналогії, порівняння, аналізу та синтезу при визначенні низки тенденцій та закономірностей.

**Теоретичну та методологічну основу дослідження** становлять висновки та узагальнення українських (З. Варналія, Т. Ковальчука, В. Козюка, В. Лагутіна, С. Лондара, О. Прутської, В. Шевчука) та зарубіжних (Е. Абеля, Б. Бернанке, Г. Манківа) вчених, що містяться у монографічній, спеціальній та періодичній літературі; нормативно-правові документи з досліджуваного питання, щодо проблематики екстерналій державного боргу, боргової безпеки та особливостей управління державними запозиченнями на основі ризик-менеджменту.

**Інформаційною базою** дослідження є наукові праці вітчизняних та зарубіжних авторів; статті з економічних та фінансових періодичних видань; інформація з інтернет-порталів тощо .

**Структура курсової роботи.** Курсова робота складається із вступу, основної частини, висновків, списку використаної літератури. Список використаних джерел налічує 21 позицію.

У першому параграфі курсової роботи розглянуто сутність та класифікація ризиків державного боргу. Другий параграф описує практику управління ризиками державного боргу в Україні. Третій розділ присвячено напрямкам, застосування яких необхідне для оптимізації сучасного боргового стану в Україні.

## 1. СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ РИЗИКІВ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

Державний борг є складовою економічної системи, що здійснює прямий і непрямий вплив на усі її основні елементи, зокрема, на державний бюджет, грошово-кредитну і валютну системи, рівень інфляції, внутрішні заощадження, іноземні інвестиції. Тому управління державним боргом є невід'ємним елементом макроекономічної політики держави, оскільки використання механізму державного боргу може стати потужним чинником економічного зростання, згладжувати нерівномірність надходження платежів до бюджету, а також механізм державного боргу активно використовується з метою регулювання грошового обігу і рівня ділової активності в країні [2, с.43].

Зростання державного боргу стало характерною тенденцією розвитку світової економіки. Його обсяг в окремих розвинутих країн давно перетнув гранично допустимі значення не спричиняючи потрясінь економіці, в той час як, для інших – це гостра проблема та постійна загроза дефолту, що пов'язано зі структурою боргового портфеля та особливостями боргової політики національних урядів.

Державний борг – це сукупність боргових зобов'язань держави, які охоплюють прямий і гарантований державою борг, витрати на обслуговування. Залежно від класифікації він є внутрішнім та зовнішнім, коротко- та довгостроковим, у національній та іноземній валюті тощо (табл. 1.1). Від оптимізації структури боргового портфеля залежить рівень ризиків державного боргу, які визначають можливість виконання державою боргових зобов'язань [9, с.21].

Ризики державного боргу варто розглядати з позицій макроекономічного підходу (зв'язок боргу із макроекономічними тенденціями розвитку) та з позиції структури державного боргу.

Таблиця 1.1

## Класифікація державного боргу\*

Критерії класифікації	Види державного боргу	Особливості
За типом боргового зобов'язання (резидентністю кредитора)	Внутрішній	Боргові зобов'язання держави перед резидентами країни в національній або іноземній валюті
	Зовнішній	Боргові зобов'язання держави перед нерезидентами країнами в іноземній валюті
За типом кредитора	Внутрішній	Перед бюджетами різних рівнів та державними фондами, органами управління, банками й іншими фінансовими установами, заборгованість за випущеними цінними паперами; заборгованість, не віднесена до інших категорій
	Зовнішній	Перед міжнародними фінансовими організаціями, іноземними органами управління, комерційними банками та фінансовими установами, заборгованість за випущеними цінними паперами, заборгованість, не віднесена до інших категорій
За строком залучення	Короткостроковий	Менше 1 року
	Середньостроковий	1–5 років
	Довгостроковий	Від 5 років
За терміном погашення	Поточний	Боргові зобов'язання, які потрібно погасити у звітному році
	Капітальний	Усі боргові зобов'язання держави на певну дату
Залежно від одержувача позики	Прямий	Обсяг позик, що надійшов у розпорядження уряду
	Гарантований	Обсяг позик, що надійшов у розпорядження господарюючих суб'єктів (резидентів) під гарантію уряду
За валютою погашення	В національній	Внутрішній борг уряду
	В іноземній	Зовнішній та внутрішній
За методом встановлення доходності	З фіксованою	Доходність залежить від фіксованої відсоткової ставки
	З плаваючою	Доходність залежить від динаміки відсоткової ставки
	З індексованою	Доходність залежить від інфляції
Залежно від позиції уряду держави щодо накопичення державного боргу	Активний	Мета – інвестування та стимулювання економічного зростання
	Пасивний	Спрямування коштів на поточне споживання, зокрема покриття дефіциту державного бюджету та платіжного балансу, обслуговування зовнішнього боргу
	«Мертвий»	Використовується для фінансування поточних витрат і не забезпечений реальними активами (утворений під час війни)

*Продовження табл. 1*

Критерії класифікації	Види державного боргу	Особливості
Залежно від оформлення боргу	Облігаційний	Здійснюється за допомогою впуску і продажу облігацій
	Необлігаційний	Оформлюється угодою

\*Складено автором за даними [19, с.14-16]

Ризики державного боргу – це відхилення фактичних значень показників від планових, що ускладнює виконання боргових зобов'язань державою та призводить до зростання бюджетних витрат внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування боргу [10, с.68]. Збільшення ризиків боргового портфеля загрожує дефолтом, тобто невиконанням або порушенням умов договору позики. Ситуація дефолту передбачає закриття зовнішніх кредитних ринків, арешт закордонних активів, скорочення інвестицій, «заморожування» соціальних виплат, економічний спад тощо. Тому розробляється система контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом (рис.1.1), що передбачає досягнення економії бюджетних коштів на обслуговування державного боргу.

Ризики управління державним боргом бувають:

1. Ризик, пов'язаний із управлінням державним боргом, — це відхилення ймовірного характеру від планових показників, виражене у відносних або абсолютних величинах, що призводить до погіршення можливостей вчасного й у повному обсязі виконання боргових зобов'язань держави перед кредиторами, фінансування інших статей державного бюджету за рахунок залучення боргових зобов'язань, а також до зростання витрат державного бюджету внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування боргу.

Негативні явища, для нівелювання котрих здійснюється управління борговими ризиками, є взаємопов'язаними. Зокрема, зростання витрат на погашення й обслуговування державного боргу, а також виникнення потреби у фінансуванні бюджету за іншими статтями підвищує ризик невиконання



боргових зобов'язань загалом. У свою чергу, погіршення показників боргової стійкості, а отже, можливостей вчасного й у повному обсязі виконання боргових зобов'язань держави перед кредиторами, призводить до збільшення вартості обслуговування боргу, зниження попиту на державні боргові зобов'язання, що випускаються для фінансування інших статей бюджету.

2. Ризик рефінансування — це ризик зростання обсягів погашення й обслуговування боргу понад прийнятний чи запланований рівень у результаті цілеспрямованих операцій із державним боргом у попередніх періодах та/або недооцінки ринкових ризиків у минулому, а також погіршення умов запозичень (процентних ставок, валюти, у якій номіновано або щодо котрої індексуються боргові зобов'язання, строку до погашення), що здійснюватимуться в майбутньому з метою виконання зобов'язань за чинними угодами. Враховуючи те, що платежі за користування кредитними ресурсами в загальній сумі виконання зобов'язань перед кредиторами становлять близько третини, а також те, що вчасне обслуговування державного боргу є обов'язковим для його наступного рефінансування, при оцінці цього ризику доцільно враховувати й можливу зміну процентів за користування коштами. До ринкових належать валютний, процентний ризику та ризик зменшення строків обігу (рис. 1.1).

3. Валютний ризик — це ризик зростання витрат на погашення й обслуговування державного боргу понад очікувану величину в результаті зміни вартості національної валюти відносно іноземних валют, у яких номіновано або щодо котрих індексується ставка за борговими зобов'язаннями. Рівень валютних ризиків залежить від структури державного боргу, зокрема його обсягу в іноземній валюті, та від коливань валютних курсів. Для оцінки зміни валютного курсу доцільно враховувати фактори, що впливають на нього в короткостроковій (умови зовнішньої торгівлі, кон'юнктуру на зовнішніх фінансових ринках, обсяги золотовалютних

резервів) та в довгостроковій перспективі (рівень цін за паритетом купівельної спроможності).

4. Процентний ризик — це ризик зростання витрат на обслуговування боргових зобов'язань понад очікувану величину в результаті підвищення плаваючих і фіксованих процентних ставок, передбачених умовами існуючих і майбутніх боргових зобов'язань.

Збільшення фіксованих процентних ставок може відбутися, зокрема, внаслідок підвищення рівня державних запозичень та/або рівня витрат на погашення й обслуговування боргу, що сприймається фінансовим ринком як свідчення погіршення фінансового стану позичальника. Ще однією причиною є погіршення кон'юнктури на фінансових ринках та зменшення їхньої ємності. При прогнозуванні можливої зміни фіксованих процентних ставок доцільно враховувати рівень переоцінки активів на фондових ринках, на ринку нерухомості, прогноз руху капіталів та умов зовнішньої торгівлі, перспективи економічного розвитку. Важливим фактором зміни плаваючої процентної ставки, яка періодично переглядається виходячи зі значень базових ставок, є рівень інфляції в Україні та в інших країнах.

5. Ризик зменшення строків обігу запланованих державних зобов'язань - пов'язаний зі зростанням витрат на погашення державного боргу понад очікуваний рівень в умовах погіршення стану фінансових ринків та зменшення середньозваженого строку до погашення державного боргу.

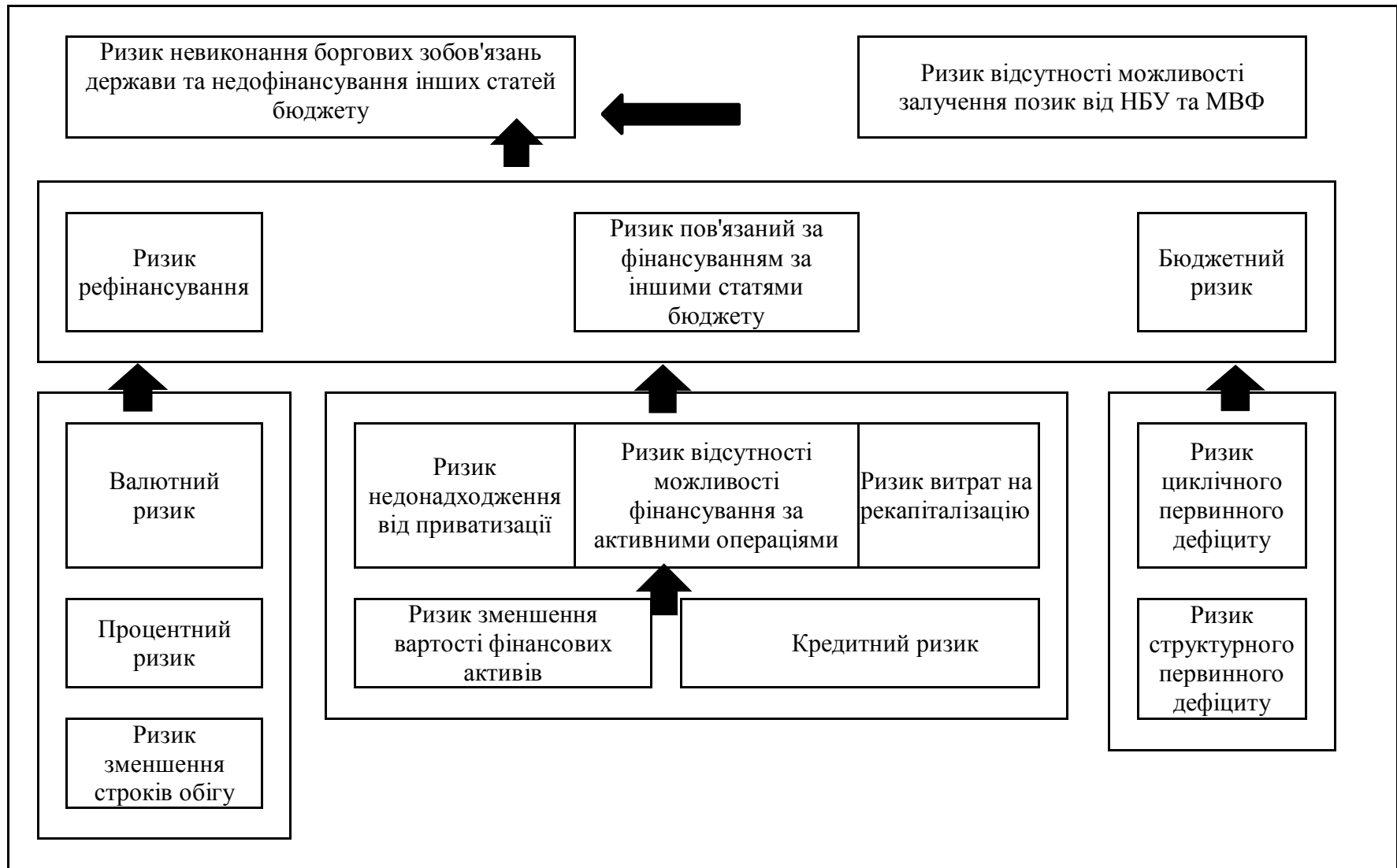
6. Бюджетний ризик - пов'язаний зі збільшенням первинних видатків і кредитування з державного бюджету та/або зниженням доходів бюджету, наслідком чого може бути підвищення рівня первинного дефіциту бюджету та зростання державних запозичень понад запланований або прийнятний рівень. Первинний дефіцит бюджету має структурну й циклічну складові. Циклічна складова пов'язана зі зміною макроекономічної кон'юнктури та визначається на основі оцінки рівня ВВП-розриву (співвідношення фактичного й потенційного обсягів ВВП), а також

еластичності окремих статей доходів і видатків бюджету до ВВП-розриву. Структурний первинний дефіцит бюджету зумовлений дискреційними заходами держави (зміна ставок оподаткування, зростання видатків напередодні виборів, старіння населення), які безпосередньо не пов'язані з коливаннями економічної кон'юнктури.

7. Ризик необхідності фінансування бюджету за іншими статтями - є результатом можливого недовиконання плану надходжень за цими статтями, унаслідок чого виникає потреба в збільшенні державних запозичень. Складовими цього ризику є ризик недонадходжень від приватизації, ризик потреби фінансування за активними операціями та ризик появи або збільшення витрат на рекапіталізацію підприємств. У свою чергу, ризик фінансування за активними операціями обумовлюється кредитним ризиком (невиконання контрагентами зобов'язань перед державою) та ризиком зменшення вартості ліквідних фінансових активів, надходження від реалізації яких були заплановані в бюджеті.

8. Окремо варто розглядати також «ризик ліквідності», як наслідок раптового зменшення ліквідних активів унаслідок виникнення непередбачених витрат із державного бюджету та/або тимчасових проблем із фінансуванням бюджету в короткостроковому періоді. Зменшення ризику ліквідності можна досягти за рахунок формування рівномірнішого графіка платежів із погашення й обслуговування державного боргу.

9. Ризик відсутності можливості прямого чи опосередкованого залучення позик від Національного банку України та Міжнародного валютного фонду - пов'язаний із системою взаємовідносин уряду й зазначених організацій. Участь у наданні позик як НБУ, так і МВФ, котрі виконують роль останнього кредитора, є винятковою подією. На законодавчому рівні в багатьох країнах світу емісійні кошти заборонено прямо чи опосередковано залучати для фінансування бюджету [16, с.56].



**Рис.1.1. Систематизація ризиків, пов'язаних із державним боргом\***

\*Складено автором на основі [10]

Оцінка рівня боргових ризиків за неможливості здійснення запозичень на фінансових ринках, потрібних для вчасного й повного виконання зобов'язань перед кредиторами або фінансування інших статей, повинна здійснюватися з урахуванням імовірності вжиття виняткових заходів щодо операцій із державним боргом і запозиченнями. Виняткові заходи — це залучення позик від НБУ й МВФ чи реструктуризація державного боргу на не вигідних для кредиторів умовах. При перевищенні певного рівня державних запозичень ринкові кредитори бюджету сприйматимуть це як інформацію про істотне погіршення фінансового стану й платоспроможності уряду, а тому не заохочуть надавати йому додаткові обсяги позик або реструктуризувати існуючі боргові зобов'язання на не вигідних для них умовах у сумі, яка перевищує безпечний рівень державних запозичень. Як наслідок, уряд звертається по допомогу до кредиторів останньої інстанції (НБУ чи МВФ) [20, с.36]. У разі відсутності підтримки з їхнього боку йому доведеться зменшити інші статті фінансування бюджету за рахунок державних запозичень або оголосити про неможливість виконання боргових зобов'язань перед кредиторами, змусивши останніх погодитися на реструктуризацію, що, як правило, передбачає погіршення умов запозичень порівняно з умовами за існуючими борговими зобов'язаннями.

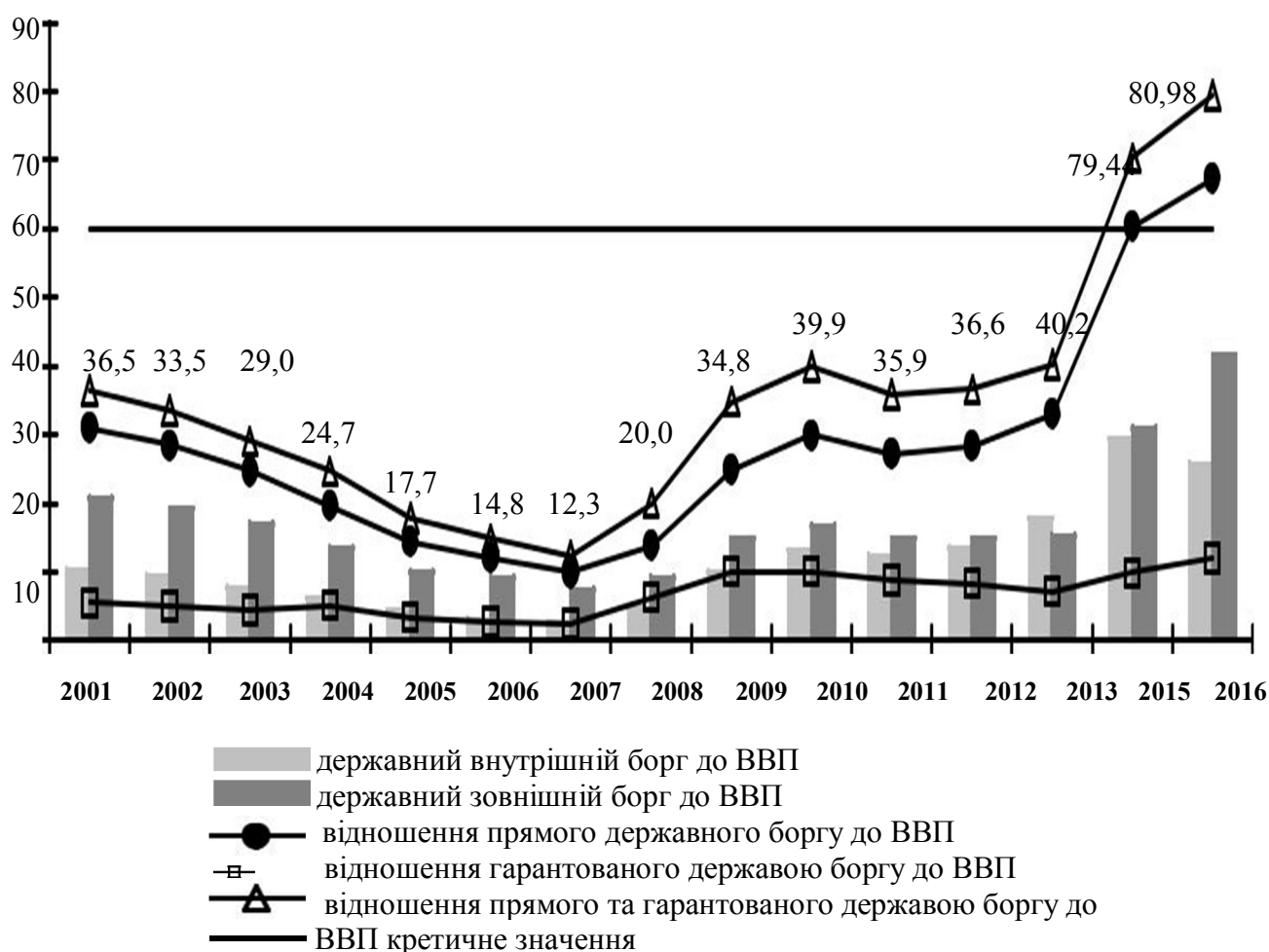
## 2. ПРАКТИКА УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ БОРГОВОГО ПОРТФЕЛЯ ДЕРЖАВИ

Для оцінки структурних ризиків державного боргу використовують такі показники: частка зовнішнього боргу та боргу в іноземній валюті, що свідчать про валютні ризики; частка гарантованого боргу, середній термін боргових зобов'язань, що характеризують ризик рефінансування; частка боргу із плаваючою та фіксованою ставкою, що обумовлює відсоткові ризики.

Важливу роль у політиці оптимізації боргового портфеля держави відіграє дотримання граничних меж показників боргової безпеки. Однак динаміка співвідношення державного боргу та ВВП демонструє зростання залежності української економіки від світової кон'юнктури та зростання ризику спроможності держави виконувати боргові зобов'язання. На кінець 2016 р. частка сукупного державного боргу у ВВП склала 80,98%, прямого державного боргу у ВВП – 69,28%, що вище гранично допустимого рівня (рис.2.1).

Різне зростання частки державного боргу у відношенні до ВВП у 2008–2010 та 2013–2016 рр. обумовлено скороченням ВВП, зростанням запозичень і курсовою переоцінкою боргу. Причинами зростання боргу стали кризові явища в економіці, необхідність фінансування оборони, обслуговування боргу, збалансування платіжного балансу та поповнення валютних резервів країни.

Критичний рівень державного боргу негативно впливає на інвестиційні очікування, що пов'язано з можливим зростанням інфляції, відсоткових ставок, податкового тиску, загрозою дефолту. Країна все глибше входить у «боргову пастку», а вчені розглядають борг як зашморг на ший економіки України, що визначає долю держави [7, с.30].



**Рис. 2.1. Динаміка співвідношення обсягу державного боргу та ВВП в Україні протягом 2001–2016 років, %\***

\*Складено автором за даними [12], [14], [15]

Зростання зовнішнього державного боргу відбулося як за рахунок прямого, так і гарантованого, який у 2016 р. склав 16,6% у загальній структурі (табл. 2.1). Якщо у 2016 р. темпи зростання прямого боргу склали 123,8% порівняно з попереднім роком, то гарантованого – 117,7%.

Державні гарантії виступають інструментом акумулювання фінансових ресурсів задля розвитку певних сегментів економіки без використання безпосередньо бюджетних коштів. Однак, як показує практика, вони виступають альтернативною формою фінансування бюджетних витрат, адже із самого початку умовно збільшують боргові зобов'язання держави, формуючи ризики, пов'язані з невиконанням зобов'язань позичальником.

А тому більш ефективним є розподіл відповідальності за гарантійними зобов'язаннями між державою, комерційними банками та безпосередньо позичальником. Це дозволяє уникнути проблем несприятливого вибору (неповернення позики) та морального ризику (діяльність, яка робить малоімовірним повернення позики) [11, с.214]. Необхідно чітко визначити умови отримання державних боргових гарантій та механізм обслуговування гарантованого боргу. У цьому контексті пропонується процедура оформлення переходу прав власності на майно позичальника на користь держави у випадку простроченої заборгованості перед державним бюджетом понад три роки [3, с.246].

Таблиця 2.1

## Динаміка державного боргу за 2006-2016 р.р.\*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>Державний борг, млрд. грн</b>										
<b>Внутрішній борг</b>	6,6	7,8	4,7	1	41,6	62	90	57	61	08	71
<b>Зовнішній борг</b>	9,5	3,5	6	35,9	81,8	99	09	23	86	26	80
<b>Гарантований борг</b>	4,4	7,4	8,7	9,8	08,7	15,8	16,3	04,1	53,7	37	79
<b>ВВП млрд. грн</b>	44,2	20,7	48,1	13,3	083	317	409	455	567	979	383
	<b>Обсяг внутрішнього державного боргу до ВВП %</b>										
<b>Критичне значення &lt;30%</b>	,05	,47	,71	,96	3,09	2,26	3,51	7,66	9,42	5,67	8,14
	<b>Обсяг зовнішнього державного боргу до ВВП %</b>										
<b>Критичне значення &lt;20%</b>	,10	,42	,07	4,88	6,79	4,87	4,83	5,33	1,02	1,75	1,13
	<b>Обсяг державного боргу до ВВП %</b>										
<b>Критичне значення &lt;60%</b>	4,79	2,31	9,98	4,68	9,92	5,93	6,59	0,15	0,25	9,44	0,98

\*Складено автором за даними [12], [13], [14], [15]

У структурі сукупного державного боргу залежно від резидентності кредитора переважає зовнішній борг, частка якого протягом 2014–2016 рр. зростає і склала 69,28% (табл. 2.1), що створює передумови



вразливості української економіки до дій негативних екстерналій розвитку. Для порівняння, у розвинутих країнах цей показник в середньому складає близько 25% [21].

У 2008–2013 рр. темпи зростання внутрішнього державного боргу перевищували аналогічний показник зовнішнього, що пов'язано із закритістю світового фінансового ринку під час криз. Основними покупцями ОВДП є НБУ і банки. Така політика центрального банку значною мірою вплинула на динаміку цін та обмінного курсу в 2014–2016 рр. В останні роки темпи зростання зовнішнього боргу суттєво перевищують темпи зростання внутрішнього, що пов'язано із недовірою українського інвестора та непривабливістю вкладання коштів у державні боргові цінні папери через постійні флуктуації на валютному ринку, високі темпи інфляції, економічну кризу та загрозу дефолту.

З одного боку, на зовнішньому ринку можна залучити фінансові ресурси під нижчі відсотки та довший термін погашення, що є додатковим джерелом сукупних витрат у національній економіці. Натомість внутрішні позики обумовлюють ефект витіснення приватних інвестицій, і, якщо вони спрямовуються на поточні державні видатки, скорочується обсяг національних інвестицій в країні, що мультиплікативно зменшує ВВП.

З іншого боку, зовнішній борг чинить тиск на обмінний курс, і в умовах девальвації національної валюти збільшується борговий тягар на державний бюджет. Зовнішній борг обумовлює втрату частини ВВП у зв'язку із витратами на його обслуговування, обтяжує платіжний баланс, стримує розвиток фондового ринку країни, погіршує інвестиційний клімат, обумовлює залежність від зовнішньої політики і кон'юнктури ринку. Натомість внутрішній борг є менш загрозливим, він перерозподіляє фінансові ресурси у часі, адже витрати на його обслуговування залишаються в країні і виступають стимулюючим фактором економічного зростання. Внутрішній борг в умовах стабільності цін зменшує валютні ризики, сприяє

розвитку ринку цінних паперів та є альтернативою іноземній валюті для збереження заощаджень суб'єктів.

Аналіз державного боргу в розрізі валют погашення демонструє його зменшення в національній валюті в 2014–2016 рр. (якщо у 2014 р. частка боргу в національній валюті склала 38,3%, то у 2015 – 29,8%), що також свідчить про зростання валютних ризиків держави, рівня залежності економічного розвитку від країни-емітента валюти запозичень та стану платіжного балансу. Станом на 28.02.2017 р. частка сукупного державного боргу в доларах США займала 43,82%, в євро – 5,58%, канадських доларах – 0,42%, СПЗ – 18,35%, японській єні – 0,8%, гривні – 31,02% [14].

Ключову роль у виборі між зовнішніми та внутрішніми позиками відіграє їхня вартість. На кінець 2015 р. середня вартість сукупного боргу держави складала 6,7%, натомість у національній валюті – 12,7%, в іноземній – 2,1%. Проте у 2016 р. середня вартість позик в іноземній валюті зросла і склала 4,2%. Якщо у 2014 р. боргові інструменти з фіксованою ставкою склали 82,7, з плаваючою – 17,3%, у т. ч. за ставками МВФ – 11,1, LIBOR – 6,2%, то станом на 31.12.2016 р. боргові інструменти з фіксованою ставкою склали 67,9, з плаваючою – 32,1%, у т. ч. за ставками МВФ – 18,7, LIBOR – 13,3% [14]. Вважається, що чим вищі відсоткові ставки за боргом, тим вищий рівень дефолту країни, при цьому критичною вважається ставка, вища за 7% [1]. Таким чином, ми спостерігаємо погіршення кредитних умов України, зростання ризиків боргового портфеля держави, а отже, дефолту.

Оптимальність структури державного боргу залежить також від термінів його погашення та уникнення піків платежів. У зв'язку з проведеною реструктуризацією державного боргу у 2015 р. терміни його погашення перенесено на 2019–2027 рр., а також списано 20% державного боргу. Натомість зросла середньозважена вартість боргу, а уряд зобов'язався випустити цінні папери, прив'язані до показників зростання

ВВП. Державні запозичення необхідно розглядати як тимчасовий захід вирішення проблеми дефіциту бюджету. Структура державного боргу є результатом боргової політики уряду. Як засвідчує аналіз, в останні роки зростають ризики державного боргу, що зменшує боргову стійкість та потребує стратегічного підходу до управління державними позиками (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**SWOT-аналіз структури та системи управління державними борговими зобов'язаннями в Україні\***

Переваги (Strengths)	Недоліки (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> <li>– планування бюджету та обсягу державних запозичень;</li> <li>– використання у борговій політиці європейських вимог щодо дотримання параметрів боргової стійкості держави;</li> <li>– переважання у борговому портфелі довгострокових та з фіксованою ставкою боргових інструментів;</li> <li>– списання 20% державного боргу та відтермінування його погашення на 2019–2027 рр. завдяки проведеній реструктуризації у 2015 р.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– відсутність закону про державний борг, довгострокової стратегії управління боргом;</li> <li>– законодавча неврегульованість гарантійних боргових зобов'язань держави;</li> <li>– використання позик на споживчі витрати та виконання попередніх боргових зобов'язань;</li> <li>– відсутність прозорості боргової політики;</li> <li>– недостатність досвіду роботи на міжнародному ринку капіталу;</li> <li>– зростання диспропорцій структури боргового портфеля</li> </ul>
Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> <li>– реструктуризація та сек'юритизація боргу;</li> <li>– стабілізація економіки, розвиток вітчизняного виробництва і джерел доходів державного бюджету;</li> <li>– забезпечення можливостей доступу усіх резидентів країни до ринку державних боргових цінних паперів;</li> <li>– заходи консолідації державних фінансів;</li> <li>– розвиток фондового ринку та фінансових інструментів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– високий рівень залежності від зовнішніх позик, політики та кон'юнктури ринку;</li> <li>– зростання боргових ризиків, зниження боргової стійкості держави та загроза дефолту;</li> <li>– прив'язка випуску нових державних боргових цінних паперів до темпів зростання ВВП;</li> <li>– зростання інфляції та девальвація національної валюти;</li> <li>– економічна криза та військові дії на сході країни</li> </ul>

\*Складено автором

З метою підвищення боргової стійкості, запобігання дефолту в Україні та підвищення ефективності управління державними запозиченнями необхідно оптимізувати борговий портфель держави в напрямі мінімізації ризиків боргу [3, с.122]. Для цього необхідно: 1) удосконалити законодавче

поле регулювання державних боргових відносин шляхом прийняття закону про державний борг, схвалення довгострокової стратегії управління державним боргом, які б чітко визначали умови формування та обслуговування державного боргу, оптимальність його обсягу та структури, відповідальність та контроль за витрачанням позик; 2) провести повторну реструктуризацію державного боргу з метою мінімізації боргових ризиків шляхом зменшення вартості позик та скасування її прив'язки до темпів зростання ВВП, частки зовнішнього боргу, конвертувавши його частину у внутрішній завдяки випуску похідних цінних паперів у національній валюті; збільшення середнього терміну погашення боргових зобов'язань; надання пріоритету випуску облігацій із фіксованими відсотковими ставками; 3) здійснити заходи щодо консолідації державних фінансів та втриматися від нових позик або хоча б забезпечити оптимальне співвідношення між темпами зростання державного боргу і ВВП, раціонально використовувати позики задля створення джерел їх повернення; 4) забезпечити економічну та політичну стабільність в країні, стимулювати розвиток фондового ринку.

### **3. ОПТИМІЗАЦІЯ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ**

Державний борг є складовою економічної системи, що здійснює прямий і непрямий вплив на усі її основні елементи, зокрема, на державний бюджет, грошово-кредитну і валютну системи, рівень інфляції, внутрішні заощадження, іноземні інвестиції. Тому управління державним боргом є невід'ємним елементом макроекономічної політики держави, оскільки використання механізму державного боргу може стати потужним чинником економічного зростання, згладжувати нерівномірність надходження платежів до бюджету, а також механізм державного боргу активно використовується з метою регулювання грошового обігу і рівня ділової активності в країні.

У процесі управління державним боргом виконуються такі завдання:

- забезпечення стабільних та порівняно безпечних меж показників боргової безпеки;
- пошук ефективних умов запозичення коштів з погляду мінімізації вартості боргу;
- недопущення різкого коливання котирувань боргових зобов'язань;
- усунення неефективного та нецільового використання запозичених коштів;
- забезпечення своєчасної та повної виплати суми основного боргу та нарахованих відсотків;
- сприяння розвитку процесів інвестування у виробництво за рахунок надання державних гарантій під час здійснення позик;
- створення якісної нормативно-правової бази та ефективної системи обліку та контролю за державним боргом.

Основним моментом під час управління державним боргом у багатьох країнах є акцентування уваги на скороченні вартості боргу (витрат на обслуговування боргу) та збереження прийняттого рівня ризику.

В Україні в останні роки у зв'язку зі зростанням обсягу державних запозичень особливо гостро постало питання удосконалення управління державним боргом. На нашу думку, в процесі удосконалення вітчизняного боргового менеджменту необхідно здійснити такі заходи:

1. Оптимізувати структуру державного боргу у частині співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями.

Управління державним боргом в Україні в умовах капіталодефіцитної економіки має бути спрямоване на підвищення частки внутрішніх запозичень, що є засобами перерозподілу доходів всередині країни. Удосконалення управління внутрішнім державним боргом потрібно здійснювати у контексті підвищення ліквідності вітчизняного ринку боргових цінних паперів шляхом: забезпечення прозорості діяльності держави як емітента боргових зобов'язань та доступність й зрозумілість умов інвестування у такі інструменти; підвищення довіри з боку інвесторів до держави через своєчасне та повне погашення й обслуговування боргів за цінними паперами; підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх боргових зобов'язань держави; розширення потенціалу ринку боргових цінних паперів в результаті збільшення масштабів добровільного пенсійного страхування та введення накопичувального рівня загальнообов'язкового державного пенсійного страхування.

Управління зовнішнім державним боргом ґрунтується на досягненні довгострокової стійкості, що виключає можливість виникнення криз ліквідності або неплатоспроможності, та відповідно на поступовому зниженні залежності держави від ситуації на світових ринках позикового капіталу. Оптимізацію зовнішнього боргу, як вважає А. Попкова, слід здійснювати за такими напрямками: максимізація частки кредитів на преференційних умовах та мінімізація частки фінансування на ринкових умовах; мінімізація платежів з обслуговування державного боргу, що

підлягають виплаті в період до завершення інвестиційних проектів; диверсифікація валютної структури зовнішніх запозичень для мінімізації ризиків, пов'язаних з коливанням валютних курсів [6].

На практиці вирішення питання щодо балансу між зовнішніми та внутрішніми державними запозиченнями залежатиме від кон'юнктури внутрішнього та світового фінансових ринків, ефективності виконання завдань розвитку вітчизняного ринку державних цінних паперів, збереження сприятливої макроекономічної ситуації в Україні, передусім з точки зору підтримки порівняно низького рівня інфляції з урахуванням пріоритету запозичень на внутрішньому ринку.

2. Оптимізувати структуру державного боргу у частині співвідношення між короткостроковими та довгостроковими запозиченнями.

У процесі управління державним боргом пріоритет повинен надаватися середньо- та довго-терміновим зобов'язанням. Це дасть змогу розподілити боргове навантаження у часі між різними групами інвесторів та забезпечить ефективніше управління ним. Проте управління короткостроковими борговими зобов'язаннями також дуже важливий і важкий процес, оскільки терміни виплат по них дуже малі і держава може не зможти їх виплатити. Щоб уникнути проблем, які можуть виникнути під час зростання короткострокових боргів, державі необхідно провести зміни у структурі короткострокових і середньострокових боргів та перевести їх в стан довгострокових або ж вічних боргів, за якими виплачуються лише відсотки.

3. Оптимізувати витрати за державним боргом у частині уникнення піків платежів з обслуговування та погашення боргових зобов'язань.

Важливою під час управління державним боргом є оптимізація термінів сплати платежів за зобов'язаннями держави. Погоджуємося з думкою Л. С. Омельченко та І. В. Суміної, що до необхідних заходів у

цій сфері належать: коригування боргових зобов'язань за термінами користування залежно від етапу економічного розвитку держави; забезпечення єдності планування та обліку усіх операцій щодо залучення, обслуговування та погашення державного боргу; організація планування випуску боргових зобов'язань, враховуючи сезонний чинник наповнення державного бюджету; забезпечення максимальної прозорості та узгодження усіх стадій здійснення запозичень – від розгляду доцільності залучення позик до їх остаточного погашення; посилення контролю за цільовим спрямуванням та обґрунтованістю джерел погашення державних позик [11, с.524].

4. Забезпечити ефективне та прозоре управління умовними(гарантованими) борговими зобов'язаннями держави.

Удосконалення управління державним боргом передбачає низку заходів щодо зниження ризиків, що походять з надання державних гарантій за кредитами третіх осіб. До них належать: забезпечення суворого контролю та чітких правил надання гарантованих державою кредитів; здійснення належного розподілу ризиків між сторонами кредитної угоди; встановлення верхньої межі відповідальності держави за настання гарантійного випадку; забезпечення ретельнішого відбору інвестиційних проектів, що претендують на отримання державних гарантій.

5. Оптимізувати фінансування бюджету в частині співвідношення між борговим та податковим та інфляційним фінансуванням.

Оптимальне управління державним боргом визначається в такий спосіб, щоб у коротко-строковому періоді намагатися фінансувати державні видатки виключно за рахунок позик, що дає можливість певною мірою знизити фіскальне навантаження на національну економіку у разі спрямування додаткових коштів, що залишаються у суб'єктів господарювання, на їхній розвиток. У разі, якщо цього виявиться



недостатньо, органам державної влади потрібно використовувати податки та сеньйораж для фінансування державних потреб.

Підводячи підсумки, необхідно відмітити, що істотним недоліком управління державним боргом є відсутність окремого законодавчого документа з питань державного боргу, що перешкоджає точному визначенню повноважень органів державної влади у цій сфері. У зв'язку з цим було б доцільним пришвидшити процес прийняття Верховною Радою України проекту закону України “Про державний та гарантований державою борг України”, розробленого Підкомітетом з питань державного боргу, позик та інвестицій Комітету з питань бюджету, що деталізує усі аспекти управління державним боргом та визначає повноваження державних органів влади з проведення вищезгаданих операцій [18]. Поза правовим регулюванням залишається механізм координації дій Кабінету Міністрів України, Національного банку України та Міністерства фінансів України під час здійснення поточної боргової, грошово-кредитної і валютної політики. Необхідно також відмітити, що однією з умов ефективного управління державним боргом України є достовірний облік і контроль за його станом, тобто істотну роль в управлінні державним боргом відіграють органи, що здійснюють фінансовий контроль. Поза рамками чинного законодавства залишаються питання взаємодії органів фінансового контролю. Потрібне вирішення цих проблем на законодавчому рівні.

## ВИСНОВКИ

Державний борг є невід'ємною складовою економік більшості країн світу та потужним важелем макроекономічної політики держави. Першочерговими причинами використання боргових джерел фінансування потреб суспільства є менш негативні наслідки державних запозичень для фінансової системи держави порівняно з додатковою емісією грошей та підвищенням рівня оподаткування. Водночас нерациональне нарощування державного боргу, необгрунтоване використання запозичених коштів та відсутність системного підходу до проведення боргової політики здійснюють дестабілізуючий вплив на економіку країни.

На сучасному етапі за умов зростаючого дефіциту Державного бюджету України та платіжного балансу, високих темпів нарощування державного боргу та зростання залежності від зовнішніх кредиторів виникає необхідність пошуку шляхів удосконалення формування державного боргу, розроблення ефективної політики та механізму управління державними запозиченнями.

Для вдосконалення управління державним боргом України пріоритетним має стати визначення концептуальних засад вітчизняної боргової політики та розроблення і законодавче закріплення обгрунтованої стратегії залучення позикових коштів та їх використання.

Основними вихідними положеннями цієї стратегії мають бути:

- розробка законодавчого забезпечення формування державного та гарантованого державою боргу;
- підвищення ролі внутрішніх державних запозичень, зокрема необхідно передбачити можливість залучення коштів фізичних осіб через випуск ощадних облігацій та сприяти розвитку внутрішнього фінансового ринку;
- надання переваги довгостроковому залученню позик задля уникнення пікових навантажень при погашенні державних запозичень;

- законодавче встановлення лімітів на обсяги позик терміном до одного року та позик із плаваючою відсотковою ставкою;
- здійснення планування державної заборгованості на часовому інтервалі у декілька років, що дозволило б приймати рішення стосовно державних запозичень скоординовано і зважено;
- зменшення обсягів гарантованого зовнішнього боргу та здійснення жорсткого контролю цільового використання коштів суб'єктів господарювання, отриманих під державні гарантії;
- переорієнтація державної боргової політики на фінансування розвитку експортних та високотехнологічних галузей національної економіки;
- вживання заходів для підвищення кредитного рейтингу боргових зобов'язань України;
- пошук резервів скорочення дефіциту державного бюджету України та шляхів зростання ефективності здійснення видатків, у першу чергу розробка енергетичної стратегії, яка б дозволила зменшити залежність від імпортних енергоносіїв, а також запровадження системи недержавного пенсійного та медичного страхування, що дозволить скоротити бюджетні видатки.

Перспективним напрямом подальших досліджень є визначення оптимального рівня боргового фінансування суспільних видатків та розробка стратегії боргового менеджменту в Україні.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бондарук Т.Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу // Фінанси України.– 2003.– №4. – С. 14–19.
2. Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими у період фінансової кризи / Т.П. Вахненко. //Фінанси України. –2009. -№6. –С. 14-28.
3. Державне фінансове регулювання економічних перетворень: Монографія / І.Я. Чугунов [та ін.]; за заг. ред. А.А. Мазаракі. – Київ: КНТЕУ, 2015. – 376 с.
4. Державний борг та гарантований державою борг: Аналітичні матеріали щодо державного боргу // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua).
5. Динаміка зовнішнього державного боргу України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.uabanker.net](http://www.uabanker.net).
6. Кириченко О.А., Кудрицький В.Д. Сучасні теорії управління зовнішньою заборгованістю // Актуальні проблеми економіки.– 2009.– №7. – С. 15–28.
7. Ковальчук Т. Актуалітети політики розвитку: Монографія / Т. Ковальчук, В. Черняк, В. Шевчук. – К.: Знання, 2009. – 326 с.
8. Кравчук Н.Я. Зовнішня заборгованість держави: емпіричні гіпотези та концептуальні підходи // Світ фінансів.– 2011.– №2. – С. 25–28.
9. Кучер Г.В. Управління державним боргом: підручник / К.: КНТЕУ, 2009. – 342 с.
10. Лондар С.Л. Підходи до систематизації й контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом в Україні / С.Л. Лондар, В.Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 6. – С. 3–14.
11. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Фредерік С. Мишкін; пер. з англ. С. Панчишин, А. Сташишин, Г. Стеблій. – К.: Основи, 1999. – 963 с.

12. Офіційний сайт Державної казначейської служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua>.
13. Офіційний сайт Інституту бюджету та соціально-економічних досліджень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ibser.org.ua>.
14. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
15. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
16. Програма управління державним боргом на 2016 рік / Наказ МФУ № 27 від 29.01.2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
17. Романенко О.Р. Фінанси: підручник / К.: Центр навчальної літератури, 2010. – 312 с.
18. Семко Т.В. Вплив державного боргу на стійке функціонування національної економіки / Т.В. Семко, М.В. Покутня. // Економіка, фінанси, право. - 2010. - №6. -С. 6-11.
19. Управління державним боргом: навч. посіб. / за загал. ред. О.О. Прутської. – К.: ЦУЛ, 2010. – 216 с.
20. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія / За наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2010. – 432 с.
21. A Service of the U.S. Government Printing Office – Budget of the United States Governmen [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.gpoaccess.gov](http://www.gpoaccess.gov).