

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292.

Ефективна економіка. 2023. № 9.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2023.9.13>

УДК 336.27

В. П. Горин,

д. е. н., професор, професор кафедри фінансів ім. С. І. Юрія,

Західноукраїнський національний університет

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6048-8330>

О. В. Квасниця,

к. е. н., доцент кафедри фінансів ім. С. І. Юрія,

Західноукраїнський національний університет

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3003-7616>

А. А. Романків,

магістр з фінансів, Західноукраїнський національний університет

ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0009-5073-0531>

ТЕНДЕНЦІЇ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ ТА ПРІОРИТЕТИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ

V. Horun,

Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of S. Yuriy Department of

Finance, West Ukrainian National University

O. Kvasnystia,

PhD in Economics, Associate Professor of S. Yuriy Department of Finance,

West Ukrainian National University

A. Romankiv,

Master of Finance, West Ukrainian National University

BUDGET DEFICIT FINANCING TRENDS AND PRIORITIES OF UKRAINE'S DEBT POLICY IN WARTIME CONDITIONS

У статті розкрито вплив бюджетного дефіциту на формування обсягів та структури державного боргу, проаналізовано тенденції фінансування дефіциту Державного бюджету України. Це показало, що пріоритети боргової політики зміщуються на користь зовнішніх запозичень, а також поліпшується строкова структура зовнішніх зобов'язань, підвищується роль позик від міжнародних фінансових організацій у покритті дефіциту бюджету. Сформульовано пріоритети боргової політики держави на короткостроковий період. Вони мають передбачати подальше поліпшення строкової та валютної структури боргових зобов'язань, зменшення частки комерційних кредитів та підвищення ролі пільгового фінансування дефіциту, поглиблення співпраці з міжнародними фінансовими установами. В період війни заходи з підвищення ролі внутрішніх запозичень у структурі боргових зобов'язань держави сприяють консолідації суспільства для протидії викликам державності. Тому управління внутрішніми зобов'язаннями має передбачати забезпечення транспарентності боргових операцій уряду, широку доступність боргових інструментів для населення, зміцнення довіри до держави як позичальника. Визначено, що при проведенні нової реструктуризації зовнішнього боргу перед комерційними кредиторами уряд повинен досягти обґрунтованого рівня дисконту до номіналу облігацій, а також відмовитись від емісії сурогатних боргових цінних паперів типу ВВП-варантів, які передбачають високі потенційні витрати для бюджету.

The article reveals the influence of budget deficit on the state debt volume and structure formation, analyzes the trends of external and internal loans to financing of the State budget of Ukraine deficit. Budget financing trends by type of debt obligation are also analyzed. This showed that the debt policy priorities are shifting in favor of external borrowing, as well as improving the external liabilities term structure, increasing the role of loans from international financial organizations in the budget deficit covering. In the period of significant growth of public debt, the main instrument of domestic state debt formation remains the issue of securities. Almost half of the

external debt is accounted for by loans from international financial organizations. During the war the debt management main goals are to ensure long-term debt stability, avoid the state insolvency risk, and gradually reduce dependence on changes in the conditions of international debt capital markets. The priorities of the state's debt policy for the short-term period were formulated. They should provide for the further improvement of the debt obligations term and currency structure, the reduction of the commercial loan's share and the increase of budget deficit preferential financing role, the deepening of cooperation with international financial institutions. During the war, measures to increase the role of domestic borrowing in the state's debt obligation's structure are contributing of society consolidation to counter the statehood challenges. Therefore, the internal state's debt obligations management policy should provide for the transparency of the government's debt transactions, the wide availability of debt instruments for the population, and the strengthening of trust in the state as a borrower. It was determined that when carrying out a new restructuring of external debt to commercial creditors, the government should achieve a justified level of discount to the face value of bonds, as well as abandon the issue of surrogate debt securities such as GDP warrants, which involve high potential costs for the budget.

Ключові слова: *бюджетний дефіцит, державний борг, державний бюджет, боргова політика, міжнародні фінансові організації, реструктуризація.*

Keywords: *budget deficit, state debt, state budget, debt policy, international financial organizations, restructuring.*

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Економічні потрясіння останніх років, пов'язані із негативним впливом епідемії коронавірусу, нестабільністю сировинних ринків, а з 2022 року – війною з росією, зумовлюють наростання залежності фіскальної сфери від зовнішніх і внутрішніх запозичень. Це змушує експертне середовище все активніше працювати над пошуком шляхів зниження

гостроти боргової проблеми, забезпечення стійкості вітчизняної фінансової системи. Боргова політика уряду має визначити пріоритетами стримування темпів нарощування боргових зобов'язань, утримання боргової ситуації у прийнятних рамках, належне виконання урядом зобов'язань з обслуговування державного боргу.

Накопичення державного боргу в поєднанні із нестабільністю показників розвитку вітчизняної економіки призвели до того, що до кінця 10-х років XXI ст. Україна підійшла із ризиком серйозної боргової кризи в економіці. Масштабна війна із зовнішнім агресором мала катастрофічні наслідки для економіки країни, спричинивши різке зростання державного боргу та погіршення усіх індикаторів боргової безпеки. На сьогодні рівень боргового навантаження на економіку перевищив 100% ВВП, що зважаючи на економічний потенціал нашої держави є свідченням кризи державного боргу в Україні. За цих обставин важливими цілями державної політики є не тільки постійний контроль за динамікою ситуації з державним боргом для своєчасного виявлення загрозливих тенденцій, але й вироблення плану дій із управління борговими зобов'язаннями для уникнення дефолту країни та забезпечення послідовного виконання взятих зобов'язань перед кредиторами.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питання теорії та практики використання боргового фінансування суспільних потреб, реалізації боргової політики держави представники фінансової науки розглядають уже впродовж століть. Ця тематика відображена у наукових працях таких видатних вчених, як А. Сміт, Д. Рікардо, Дж. М. Кейнс, Дж. Б'юкенен та ін. Серед вітчизняних вчених ці питання є предметом наукових пошуків Т. Вахненко, Т. Єфименко, І. Лютого, Н. Кравчук, Г. Кучер, В. Дудченко, В. Козюка, Т. Богдан та інших. Серед публікацій останніх років привертають увагу наукові праці: І. Лютого та А. Софієнко [6], де охарактеризовано вплив зовнішніх державних запозичень на фінансову систему країни, проведено аналіз ефективності їхнього використання; М. Фаріон, М. Красношапки [10], у якій проаналізовано рівень боргової стійкості України та визначено пріоритети боргової політики

реагування на посилення глобальної економічної нестабільності; Н. Синютки, О. Побурко, О. Познякової [9], де проведено емпіричний аналіз зв'язку між зростаючою заборгованістю публічного сектору та первинним балансом бюджету для України, окреслено ризики можливого боргового виснаження на основі аналізу функції фіскальної реакції. Проте, в умовах воєнного стану та післявоєнного відновлення України використання державного кредиту для покриття потреби у ресурсах держави, швидке накопичення державного боргу та невизначеність щодо стратегічного бачення управління ним можуть спричинити проблеми платоспроможності країни, що потребує постійної уваги з боку науковців.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є оцінка тенденцій боргового фінансування дефіциту бюджету в Україні в умовах воєнного стану та окреслення пріоритетів боргової політики держави у контексті забезпечення боргової безпеки країни у коротко- і довгостроковому періоді.

Виклад основного матеріалу дослідження. Найважливішою проблемою, яка супроводжує функціонування системи публічних фінансів впродовж усього періоду незалежності країни є постійний дефіцит бюджетних ресурсів, тобто перевищення його видатків над доходами. Оскільки держава не може відмовитись від повноцінного виконання покладених на неї функцій, органи публічного управління змушені шукати інші способи наповнення державного бюджету, що дадуть можливість збалансувати його дохідну і видаткову частини. Економічною наукою напрацьовано підходи до застосування різних джерел покриття дефіциту бюджету, серед яких у країнах з ринковою економікою провідне місце займають запозичення. Більш того, необхідність збалансування в часі державних видатків і податкових і інших надходжень бюджету стала причиною виникнення державного кредиту.

Причини виникнення бюджетного дефіциту різні, від чого серед науковців немає єдиного бачення того, чи є це явище позитивним або негативним з точки зору впливу на економіку. З одного боку, дефіцит бюджету може зумовлювати невдала соціально-економічна політика уряду, надмірне

нарощування видатків бюджету під впливом популістських настроїв суспільства. З іншого боку, це явище може бути наслідком ведення урядом активної політики стимулювання економіки у кризовий період. Проте, у випадку нашої країни різке зростання обсягів бюджетного дефіциту впродовж останнього часу є наслідком складних проблем збалансування державного бюджету, які особливо чітко виявились у зв'язку із повномасштабним вторгненням росії на суверенну територію України (рис. 1).



Рис. 1. Показники дефіциту Державного бюджету України у 2016-2022 рр.
Джерело: побудовано за [4]

Впродовж 2019-2020 років у проведенні політики збалансування доходів і видатків бюджету переважало використання внутрішніх запозичень, однак з 2021 року траєкторія залучення фінансування змінилась на користь зовнішніх джерел. Особливо помітним це стало у 2022 році, коли за рахунок зовнішнього фінансування було покрито майже 2/3 бюджетного дефіциту, а в I кв. 2023 року виключним джерелом фінансування дефіциту бюджету стали зовнішні джерела, а за внутрішнім фінансуванням повернення коштів переважало їхнє залучення (табл. 1).

Таблиця 1. Динаміка чистого фінансування дефіциту Державного бюджету України за типом кредитора у 2019-2023 рр., млрд грн.

Показники	2019	2020	2021	2022	I кв. 2023
Фінансування, всього	78,05	217,10	197,94	914,70	221,40
Внутрішнє фінансування, в т. ч.:	82,06	122,20	87,39	349,14	-28,84
– за рахунок позик банківських установ	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,03
– інше внутрішнє фінансування за рахунок коштів ЄКР	84,63	149,44	79,20	416,49	114,51
– від випуску цінних паперів	0,00	0,00	12,51	121,39	58,20
– надходження від приватизації державного майна	84,63	149,44	66,70	295,10	56,31
– надходження від приватизації державного майна	0,55	2,25	5,10	1,71	0,90
– фінансування за рахунок залишків коштів на рахунках бюджетних установ	-0,44	-6,52	0,97	-31,29	-7,10
– зміни обсягів депозитів і цінних паперів, що використовуються для управління ліквідністю	9,12	-4,84	-17,73	-30,00	0,00
– коригування	0,00	0,00	0,00	0,00	1,14
– фінансування за рахунок залишків коштів бюджетів	-11,66	-18,00	19,98	-7,64	-138,26
Зовнішнє фінансування, в т. ч.:	-4,01	94,89	110,55	565,42	250,24
– позики, надані міжнародними організаціями економічного розвитку	-24,02	71,13	46,29	455,42	187,53
– позики, надані органами управління іноземних держав	-2,62	-3,73	0,29	116,36	64,51
– позики, надані іноземними комерційними банками	26,48	17,50	-4,88	-3,46	-1,80
– фінансування за рахунок випуску цінних паперів	-3,85	19,00	-4,59	-2,76	0,00
– позики інших категорій	0,00	-9,00	73,43	0,00	0,00

Джерело: побудовано автором за [8]

У внутрішньому фінансуванні бюджетного дефіциту впродовж 2022 – I кв. 2023 рр. провідну роль відігравало залучення ресурсів від випуску військових облігацій та використання коштів єдиного казначейського рахунку, які сукупно забезпечили притік фінансових ресурсів на рівні 416,49 млрд грн у 2022 році та 114,51 млрд грн у першому кварталі 2023 року. Основу зовнішнього фінансування у 2022 – I кв. 2023 рр. становило залучення позик від міжнародних фінансових організацій. На відміну від 2019-2021 рр., значно збільшилась роль позик урядів інших країн, що свідчить про активну підтримку ними України у складний період її існування. Однак, переважаюче

застосування зовнішніх джерел покриття дефіциту бюджету зумовлює наростання боргових ризиків. На думку В. Федосова та О. Колот, «в Україні до ризиків зовнішньоборгового фінансування належать такі: девальвація гривні, погіршення умов торгівлі для суб'єктів економіки, зростання відсоткових ставок за позиками, зменшення попиту нерезидентів на боргові зобов'язання уряду» [11, с. 7].

Динаміка покриття дефіциту державного бюджету за типом боргового зобов'язання свідчить також про домінування операцій за борговими операціями у його структурі. У 2022 році при безпрецедентних обсягах залучення коштів на фінансування дефіциту державного бюджету на рівні 914,7 млрд грн понад 94% цього обсягу було забезпечено за рахунок боргових операцій. Загальний обсяг залучення кредитних ресурсів у 2022 році становив 1,31 трлн грн, погашення раніше взятих зобов'язань склало 448,56 млрд грн. У структурі нових позик переважало взяття внутрішніх зобов'язань, а в поверненні позик внутрішні запозичення вдсятеро переважали зовнішні. Натомість, у I-му кварталі 2023 року спостерігається орієнтація на переважне покриття дефіциту бюджету за рахунок взяття нових зовнішніх зобов'язань.

Основним наслідком кредитного фінансування бюджетного дефіциту є накопичення державного боргу. У зв'язку із безпрецедентним зростанням потреби у бюджетних ресурсах для фінансування потреб оборони і виконання інших зобов'язань в умовах війни, у 2022 році відбулось різке зростання обсягів державного боргу. Всього за рік цей показник зріс в 1,6 рази до 3,72 трлн грн, з яких 1,39 трлн грн припадає на внутрішній борг, 2,33 трлн грн – зовнішні зобов'язання. Основним інструментом формування внутрішнього державного боргу станом на 2022 рік була емісія цінних паперів, натомість у формуванні зовнішнього боргу питома вага цінних паперів складає 1/3, а майже половину зовнішніх зобов'язань припадає на позики міжнародних фінансових організацій (табл. 2).

Таблиця 2. Показники державного боргу України у 2018-2022 рр., млрд грн

Показники	2018	2019	2020	2021	2022
Державний борг, всього, в т.ч.:	1860,29	1761,37	2259,23	2362,72	3715,13
Внутрішній борг	761,09	829,50	1000,71	1062,56	1389,69
Заборгованість за випущеними цінними паперами	758,84	827,38	998,73	1060,71	1387,97
Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	2,25	2,12	1,98	1,85	1,72
Зовнішній борг	1099,20	931,87	1258,52	1300,16	2325,44
Заборгованість за позиками від міжнародних фінансових організацій	370,82	292,20	443,31	463,17	1100,26
Заборгованість за позиками від органів управління іноземних держав	47,93	38,59	43,90	40,75	182,66
Заборгованість за позиками від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	11,08	33,34	61,09	50,74	60,38
Заборгованість за випущеними цінними паперами	622,08	527,53	660,22	625,00	828,54
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	47,29	40,22	50,01	120,50	153,60

Джерело: побудовано за [7]

У структурі внутрішнього боргу у 2022 році помітно збільшилась питома вага довгострокових зобов'язань за облігаціями внутрішньої державної позики з тривалим терміном обігу (понад 20 років) – з 12-13% у 2020-2021 рр. до 28,7%. Натомість, стабільною залишається частка ОВДП з терміном обігу 10-20 років – в середньому 35-37% від сукупної заборгованості держави за емітованими цінними паперами. Така структура внутрішнього державного боргу свідчить про проведення виваженої боргової політики уряду, що знижує рівень строкового боргового ризику.

Структура зовнішнього державного боргу України станом на кінець 2022 року була більш диверсифікованою. У складі заборгованості за позиками від міжнародних фінансових організацій понад 40% складає борг перед фондами Європейського Союзу (452,22 млн дол.), борг перед МВФ становить 234,07 млн дол. Проте, Україна також має інші зобов'язання перед МВФ на суму 153,6 млн дол. Таким чином, загальна заборгованість перед провідною міжнародною фінансовою інституцією складає на кінець 2022 року 388,3 млн дол., або 16,7% від сукупного зовнішнього боргу держави.

Отже, структура боргового фінансування дефіциту Державного бюджету України та обсяги накопиченого державного боргу свідчать про підвищення рівня боргової залежності нашої країни, що підвищує ймовірність розгортання у майбутньому боргової кризи. Для уникнення цих потрясінь важливу роль має зважене управління борговими операціями уряду й дотримання безпечного рівня боргового навантаження.

Об'єктивною реальністю боргового фінансування дефіциту державного бюджету в Україні на сьогодні є значні масштаби використання зовнішнього фінансування. На думку Т. Вахненка, «політика надання переваги зовнішнім комерційним позикам над внутрішніми є складовою макроекономічної моделі екзогенно залежного розвитку, яка відзначається вразливістю економіки до дестабілізуючої дії зовнішніх чинників, невідповідністю внутрішніх механізмів державного регулювання цілям забезпечення сталого зростання, посиленням фінансової залежності уряду від зовнішніх кредиторів та обмеженням свободи вибору при проведенні економічної політики» [3, с. 130].

Орієнтація на зовнішні джерела фінансування дефіциту бюджету в сучасних реаліях є об'єктивною необхідністю, адже сприяє притоку валюти на внутрішній ринок, що має стабілізуючий вплив на курс гривні. Натомість, внутрішні запозичення створюватимуть тиск на вартість кредитних ресурсів, здорожчуючи їх для суб'єктів економіки, які переживають складнощі у зв'язку з економічними шоками перебування країни у стані війни. Проте, у майбутньому варто перейти до поміркованої боргової політики з опорою на внутрішні позики, що буде сприяти зменшенню вразливості економіки до дії зовнішніх шоків, зниженню боргових ризиків та забезпеченню боргової стійкості держави.

В економіці, яка перебуває у стані війни, заходи щодо підвищення ролі внутрішніх запозичень у структурі боргових зобов'язань держави доцільно розглядати як такі, що сприяють консолідації суспільства для протидії викликам державності. Відповідно, політика управління внутрішніми зобов'язаннями має здійснюватись у руслі забезпечення транспарентності

боргових операцій уряду, широкої доступності боргових інструментів для населення, зміцнення довіри до держави як позичальника. У цьому контексті важливо: підвищувати відкритість діяльності держави при емісії боргових цінних паперів; сприяти виробленню простих умов та зрозумілих процедур вкладання коштів у боргові інструменти держави; гарантувати безумовне своєчасне і повне обслуговування й погашення зобов'язань держави за борговими інструментами; розвивати довіру до держави як до позичальника; сприяти привабливості вкладень в боргові інструменти держави.

У напрямку управління зовнішніми борговими зобов'язаннями головні цілі полягають у забезпеченні тривалої боргової стабільності, уникненні ризику неплатоспроможності держави, зниженні залежності від змін кон'юнктури міжнародних ринків боргового капіталу. Ключовими векторами оптимізації зовнішньоборгових зобов'язань держави мають стати: сприяння підвищенню частки зобов'язань, залучених на пільгових умовах; зниження витрат на обслуговування боргових зобов'язань держави; диверсифікація валютної структури зовнішнього державного боргу для зниження ризику, пов'язаного із коливанням обмінного курсу валют, у яких номіновані боргові зобов'язання.

Складним питанням стратегічного управління борговими зобов'язаннями держави є доцільність розмежування позик, які держава залучає для покриття дефіциту бюджету й обслуговування уже накопичених боргів від запозичень, які мають інвестиційне призначення, залучені для фінансування проєктів розвитку. Ці дії, на думку експертного середовища, дадуть можливість досягти наступних переваг: по-перше, покласти фінансування частини видатків розвитку у бюджеті на кредитну основу; по-друге, вирішити проблему нестабільності фінансування довгострокових проєктів розвитку; по-третє, забезпечити ефективний контроль за цільовим використанням інвестиційних ресурсів, отриманих за рахунок позик; забезпечити узгодження та посилити ефективність контролю за виконанням бюджетних програм інвестиційного характеру, які реалізують за рахунок коштів спеціального фонду державного бюджету.

На думку експерта з питань управління боргом Т. Богдан, уряду в борговій політиці доцільно вивчити питання використання досвіду інших країн щодо застосування методу «бенчмарку» при оцінюванні ефективності управлінських рішень. Це дасть можливість забезпечити справедливе та об'єктивне оцінювання результатів управління державним боргом. На її думку, використання цього методу дає можливість реалізувати «активну політику кредитування й торгівлі казначейськими зобов'язаннями із застосуванням стандартних схем і процедур: дострокового викупу, використання деривативів при випуску боргу, хеджування та сек'юритизації боргу» [2, с. 14].

Водночас, одним із завдань боргової політики слід визначити зменшення обсягів державного боргу, залученого від комерційних кредиторів та, відповідно, витрат на його обслуговування. Такі зобов'язання у структурі державного боргу України є наслідком проведення специфічної боргової політики в період значних розбіжностей у баченні пріоритетів розвитку країни між українською владою та міжнародними фінансовими інституціями, коли фінансування з боку МВФ та Світового банку було практично припинене. Причиною розбіжностей стало небажання уряду виконувати рекомендації міжнародних кредиторів стосовно реформування вітчизняної економіки, утвердження демократичних принципів діяльності влади. За цих обставин уряд вдавався до невивідних комерційних позик під високі відсотки, що погіршувало структуру боргових зобов'язань, але давало можливість уникнути вимог до проведення структурних реформ. Тому для нейтралізації наслідків такої політики необхідно проводити активні дії з управління накопиченим державним боргом, залученим у комерційному секторі: проводити операції з дострокового погашення боргових зобов'язань; ввести у боргову практику використання при емісії зобов'язань такого інструмента, як деривативи; активніше задіювати інструментарій сек'юритизації та хеджування боргових зобов'язань. Відповідно до зарубіжної практики, доцільно розглянути можливість залучення до управління «комерційним» боргом держави спеціально уповноваженої установи – банку-агента. За рахунок цього можна

відокремити проблемні боргові зобов'язання від загального масиву державного боргу, що дасть можливість підвищити кредитний рейтинг країни як позичальника.

Натомість, у проведенні політики залучення нових зобов'язань доцільно орієнтуватись найперше на співпрацю з міжнародними фінансовими установами (МВФ, Світовий банк, ЄБРР та ін.), які забезпечують боргове фінансування на незрівнянно більш вигідних умовах, ніж комерційний сектор. У зв'язку із цих, одіозно виглядають рекомендації щодо зменшення питомої ваги кредитів, які залучені від міжнародних фінансових організацій для мінімізації зовнішнього управління країною. Цей наратив про зовнішнє управління був запусканий у вітчизняному інформаційному просторі для виправдання гальмування у проведенні структурних реформ і через небажання вводити демократичні стандарти публічного управління. Але співпраця з міжнародними фінансовими інституціями не має виглядати як безумовне виконання усіх поставлених ними завдань щодо вдосконалення фіскальної політики чи проведення інших реформ, адже як свідчить зарубіжний досвід, іноді держави досягали успіху тільки тоді, коли діяли не за, а всупереч рекомендаціям МВФ. Між тим, більшість реформ, проведення яких вимагають міжнародні фінансові інституції, є корисними для нашої країни, адже сприяють зміцненню ринкової економіки та підвищенню рівня платоспроможності держави.

У процесі реалізації пріоритетів боргового управління необхідно також постійно приділяти увагу такому аспекту, як управління борговими ризиками. Зокрема, від ефективності політики оптимізації валютної структури зобов'язань залежить рівень валютного ризику державного боргу, а реструктуризація боргу у розрізі термінів погашення дає можливість за рахунок згладжування платіжних «піків» знижувати ризик неплатоспроможності. Орієнтація на залучення коштів на умовах фіксованих процентних ставок забезпечує мінімізацію ризику того, що при коливаннях цін на ринку боргових капіталів витрати на обслуговування боргових зобов'язань держави можуть суттєво

зрости. Таким чином, в управлінні ризиками державного боргу необхідним є вироблення цілісної стратегії дій, яка буде визначати цільові орієнтири оптимізації структури зобов'язань у розрізі основних боргових ризиків.

Інституційним орієнтиром боргової політики останніх років є Стратегія управління державним боргом на 2021-2024 рр., розроблена відповідно до норм Бюджетної декларації на 2022-2024 рр. Цим документом визначені перспективні напрями боргової політики України на трирічний період у таких питаннях, як огляд та структурно-динамічний аналіз державного боргу, оцінка вартості та ризиків боргових зобов'язань. Відштовхуючись від цієї інформації, Стратегією визначені основні середньострокові цілі політики управління державним боргом, покликані забезпечити мінімізацію боргових ризиків, знизити рівень боргового навантаження на економіку.

Відповідно до діючої Стратегії управління державним боргом на 2021-2024 роки, впродовж наступних трьох років з часу її прийняття було заплановано досягти таких цілей:

- підвищення питомої ваги боргових зобов'язань держави, номінованих у національній валюті для зниження впливу валютного ризику;
- проведення заходів щодо збільшення середнього строку до погашення боргових зобов'язань, вирівнювання графіку боргових виплат і «згладжування» пікових дат погашення й обслуговування боргових зобов'язань;
- залучення довгострокового боргового фінансування на пільгових умовах;
- зміцнення кредитного рейтингу держави, посилення довіри інвесторів до держави як позичальника, подальше удосконалення методології управління державним боргом.

Реалізація цих пріоритетів відповідно до плану дій боргової політики на 2021-2024 рр. мала б забезпечити досягнення стану боргової стійкості України та зниження рівня боргового навантаження на економіку до показника 47% від ВВП на кінець 2024 року. Це стало б підтвердженням послідовності дій уряду в напрямку стабілізації боргової ситуації в країні, оптимізації структури боргу та

підвищення кредитних рейтингів, започаткованих при реалізації попередньої боргової стратегії держави, виконання якої було започатковане у 2019 році.

Проте, повномасштабна війна проти України практично унеможливила досягнення цільових орієнтирів, поставлених Стратегією управління державним боргом на 2021-2024 роки, адже в умовах воєнного стану, безпрецедентних обсягів витрат на оборону країни на фоні руйнації вітчизняної економіки уряд змушений був вдаватись до активних запозичень, що призвело до високих темпів нарощування державного боргу. Успішні переговори уряду із кредиторами дали можливість відтермінувати строки погашення платежів із зовнішнього боргу, які наступали у 2022-2023 рр., ці виплати були перенесені на кінець 2024 року. Завдяки цьому уряд країни має можливість знизити боргові виплати на майже 6 млрд дол. США. Проте, тільки у 2022 році прогнозні виплати з обслуговування і погашення боргових зобов'язань держави були визначені на рівні 606,1 млрд грн, або понад 15,9 млрд дол. США [5]. В цих умовах актуальною необхідністю є реструктуризація зовнішньої заборгованості перед комерційними кредиторами задля уникнення кризи макроекономічної стабільності та переходу до стійкого відновлення нашої економіки у післявоєнний період. Такі зобов'язання були визначені програмою EFF, укладеною між урядом України з МВФ при узгодженні умов розширеного фінансування.

Відповідно до Меморандуму з МВФ, у царині врегулювання зовнішнього боргу передбачені такі заходи: по-перше, узгодження з власниками боргових зобов'язань України запланованої реструктуризації зовнішнього боргу, що має бути проведене до початку 2024 року; по-друге, зустрічні кроки Паризького клубу кредиторів щодо фінального вирішення питання проблемного боргу у 2026 році, які мають забезпечити відновлення боргової стійкості нашої країни у 2026-2027 рр. На думку Т. Богдан, проведення реструктуризації заборгованості перед комерційними кредиторами уряд України має здійснювати з урахуванням не тільки загальних рекомендацій МВФ, але й власного досвіду реструктуризації боргів та світових тенденцій. Це дасть можливість уникнути

помилки минулого, зокрема безпрецедентно не вигідних умов реструктуризації державного боргу, яка була проведена у 2015 році. За цією угодою, кредитори погоджувались на списання 20% боргу в обмін на підвищення процентної ставки з 7,22% до 7,75% та емісію ВВП-варантів. Умови емісії цих цінних паперів були винятково вигідні для їхніх власників, адже передбачають отримання відсотка приросту ВВП, у разі перевищення темпів економічного зростання понад 3% та 4%, на рівні 15% та 40%, що у кілька разів перевищує умови за аналогічними угодами в інших країнах. За оцінками науковців, «вилучення 40% приросту ВВП – аномалія, що не має прецедентів у світовій практиці» [1].

Таким чином, при проведенні нової реструктуризації зовнішнього боргу перед комерційними кредиторами уряд має орієнтуватись на обґрунтований рівень дисконту до номіналу облігацій та уникати емісії сурогатних боргових цінних паперів, які передбачають високі потенційні витрати для бюджету. При визначенні параметрів дисконту варто орієнтуватись на дані, що в перші місяці війни дисконт по вітчизняних єврооблігаціях сягав 80%, а у світовій практиці рівень дисконту в 50% не є рідкістю. У світовій практиці випадки надання знижок до номінальної вартості боргових цінних паперів держави на рівні 70-80% в останні десятиліття були у кількох державах, зокрема Сербії та Чорногорії, Аргентині, Еквадорі тощо. Більш того, на сьогодні реструктуризацію державного боргу з його частковим списанням активно підтримує світове співтовариство, яке розглядає такі дії як компонент програми післявоєнної реконструкції країни.

Проте, забезпечення стійкого та вагомого зниження боргового тиску на економіку потребує глибокої реструктуризації боргових зобов'язань в поєднанні із реалізацією заходів фіскальної консолідації та структурних реформ, які мають підштовхнути економічне зростання. Вироблення програми реструктуризації державного боргу має передбачати врахування не тільки історичного досвіду та сучасних закономірностей, але й широке застосування

інноваційного прогнозно-аналітичного інструментарію, що дасть можливість сформулювати правильні цілі й параметри реструктуризації.

У цільовому ж ракурсі, ефективна боргова політика України на сучасному етапі, яка забезпечить стійкість боргової ситуації у середньостроковому періоді, має передбачати залучення необхідних обсягів зовнішнього фінансування від міжнародних фінансових інституцій та урядів зарубіжних країн, коригування його структури з досягненням частки безповоротного (грантового) фінансування до 50% від загального обсягу, реструктуризацію зовнішніх зобов'язань перед комерційними кредиторами із застосуванням дисконту до номінальної вартості цінних паперів на рівні не нижче 60%. Такі дії українського уряду дадуть змогу забезпечити відновлення боргової стійкості нашої країни, що підвищить шанси на швидке та успішне після воєнне відновлення економіки України.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі.

Кредитні відносини за участю держави є ваговою складовою державної діяльності. Потреба використання державою кредиту як форми залучення необхідних фінансових ресурсів зумовлює накопичення державного боргу, що вимагає пошуку ефективних підходів до управління ним. Головна мета управління державним боргом полягає у тому, щоб досягти високого ступеня платоспроможності держави у контексті обслуговування її боргових зобов'язань. Проте, у кризових умовах вибір методів управління борговими зобов'язаннями держави звужується через обмеження доступу до міжнародних ринків капіталу, погіршення кон'юнктури на внутрішньому фінансовому ринку, внаслідок чого відбувається посилення ризиковості структури боргового портфеля держави.

Формування обсягів та структури боргових зобов'язань уряду відбувається у складному середовищі, яке об'єднує широке коло чинників різного характеру дії. Впродовж останніх років визначальний вплив на боргову політику держави справляють новітні загрози державності, зокрема епідемія коронавірусу, а з 2022 року – повномасштабна війна з росією. Внаслідок цього

відбулось радикальне зміщення на користь зовнішніх запозичень у політиці фінансування бюджетного дефіциту при абсолютному домінуванні операцій за борговими операціями у структурі його покриття. При безпрецедентному зростанні обсягів державного боргу основним інструментом формування внутрішніх зобов'язань залишається емісія цінних паперів, натомість майже половину зовнішнього боргу припадає на позики міжнародних фінансових організацій.

У напрямку управління борговими зобов'язаннями головні цілі полягають у забезпеченні довгострокової боргової стійкості, уникненні ризику ліквідності та неплатоспроможності держави, поступальному зниженні рівня залежності від мінливості кон'юнктури міжнародних ринків боргового капіталу. Ключовими векторами оптимізації зовнішньоборгових зобов'язань держави мають стати: сприяння підвищенню частки зобов'язань, залучених на пільгових умовах за одночасного зниження питомої ваги комерційних кредитів; зниження витрат на обслуговування боргових зобов'язань; диверсифікація валютної структури зовнішнього державного боргу для зниження ризику, пов'язаного із коливанням обмінного курсу валют, у яких номіновані боргові зобов'язання.

Одним із завдань боргової політики слід визначити зменшення обсягів державного боргу, залученого від комерційних кредиторів та витрат на його обслуговування. При проведенні нової реструктуризації зовнішнього боргу перед комерційними кредиторами уряд має орієнтуватись на обґрунтований рівень дисконту до номіналу облігацій та уникати емісії сурогатних боргових цінних паперів типу ВВП-варантів, які передбачають високі потенційні витрати для бюджету. Забезпечення стійкого та вагомого зниження боргового тиску на економіку потребує глибокої реструктуризації боргових зобов'язань в поєднанні із реалізацією заходів фіскальної консолідації та структурних реформ, які мають підштовхнути економічне зростання.

Література

1. Богдан Т. Реструктуризація зовнішнього державного боргу: необхідні параметри та наслідки. LB.ua. URL: https://lb.ua/economics/2023/05/09/554363_restrukturizatsiya_zovnishnogo.html (дата звернення: 15.08.2023).
2. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу. *Вісник НБУ*. 2011. № 11. С. 10-17.
3. Вахненко Т. П. Вдосконалення управління державним боргом України. *Фінансова система України: Збірник наукових праць Національного університету «Острозька академія»*. 2005. Ч. 2. С. 124-132.
4. Виконання державного бюджету України з 2008 по 2023 рр. Інформаційно-аналітичний портал Minfin.com.ua. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/> (дата звернення: 15.08.2023).
5. Коношук Я. Україна у 2023 році може витратити на погашення боргів понад 700 мільярдів гривень – проєкт бюджету. URL: <https://sud.ua/uk/news/publication/249997-ukraina-v-2023-godu-mozhet-potratit-na-pogashenie-dolgov-bolee-700-milliardov-griven-proekt-byudzheta> (дата звернення: 15.08.2023)
6. Лютий І. О., Софієнко А. П. Зовнішні державні запозичення як інструмент фінансової політики уряду. *Фінанси України*. 2019. № 5. С. 64-78.
7. Показники державного боргу України за типом кредитора і типом боргового зобов'язання за період до 2023 року. *Офіційний веб-портал відкритих даних OpenBudget.gov.ua*. URL: <https://openbudget.gov.ua/debt/state?class=creditors> (дата звернення: 15.08.2023).
8. Показники фінансування Державного бюджету України за період до 2023 року. *Офіційний веб-портал відкритих даних OpenBudget.gov.ua*. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/finance?class=debts> (дата звернення: 15.08.2023).

9. Синютка Н. Г., Побурко О. Я., Познякова О. І. Дивергенція фінансового простору України: ризики боргового виснаження. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики*. 2021. № 4 (35). С. 335–346.

10. Фаріон М., Красношарпа М. Боргова стійкість держави в умовах глобальної фінансової нестабільності. *Галицький економічний вісник*. 2020. № 1 (62). С. 71-83.

11. Федосов В. М., Колот О. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту. *Фінанси України*. 2008. № 3. С. 3-33.

References

1. Bohdan, T. (2023), “External public debt restructuring: necessary parameters and consequences”, *LB.ua*, [Online], available at: https://lb.ua/economics/2023/05/09/554363_restrukturizatsiya_zovnishnogo.html (Accessed 15 August 2023).

2. Bohdan, T. (2011), “Modern approaches to public debt risk management”, *The Visnyk of the National Bank of Ukraine*, vol. 11, pp. 10-17.

3. Vakhnenko, T. P. (2005), “Improving of Ukraine's public debt management”, *Finansova systema Ukrainy: Zbirnyk naukovykh prats' Natsional'noho universytetu “Ostroz'ka akademiia”*, vol. 2, pp. 124-132.

4. Minfin.com.ua (2023), “Execution of the State budget of Ukraine from 2008 to 2023”, available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/> (Accessed 15 August 2023).

5. Konoschuk, Ya. (2023), “In 2023, Ukraine can spend more than 700 billion hryvnias on debt repayment – draft budget”, available at: <https://sud.ua/uk/news/publication/249997-ukraina-v-2023-godu-mozhet-potratit-na-pogashenie-dolgov-bolee-700-milliardov-griven-proekt-byudzheta> (Accessed 15 August 2023).

6. Liutyi, I. O. and Sofiienko, A. P. (2019), “External government loans as an instrument of public financial policy”, *Finansy Ukrainy*, vol. 5, pp. 64-78.

7. The official open data web portal OpenBudget.gov.ua (2023), “Indicators of the State debt of Ukraine by type of creditor and type of debt obligation for the period until 2023”, available at: <https://openbudget.gov.ua/debt/state?class=creditors> (Accessed 15 August 2023).
8. The official open data web portal OpenBudget.gov.ua (2023), “Indicators of financing of the State Budget of Ukraine for the period until 2023”, available at: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/finance?class=debts> (Accessed 15 August 2023).
9. Syniutka, N. H., Poburko, O. Ya. and Pozniakova, O. I. (2021), “Fiscal space divergence of Ukraine: debt fatigue risks”, *Financial and credit activities: problems of theory and practice*, vol. 4 (35), pp. 335-346.
10. Farion, M. and Krasnoshapka, M. (2020), “State debt sustainability under global financial fragility conditions”, *Halys'kyj ekonomichnyj visnyk*, vol. 1 (62), pp. 71-83.
11. Fedosov, V. M. and Kolot, O. M. (2008), “Public debt management in the context of risk management”, *Finansy Ukrainy*, vol. 3, pp. 3-33.

Стаття надійшла до редакції 19.08.2023 р.