

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

**ФЕДОРОВИЧ ІРИНА МИХАЙЛІВНА**

УДК 336.27 (477)

**ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ  
ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація  
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

**Науковий керівник**  
доктор економічних наук, професор  
Дем'янишин Василь Григорович

*Згодом згідно з змістом з'явилася  
примірник дисертації, що  
був позави до рецензії.*

*Вересень 2016 року  
В. Дем'янишин*



**ТЕРНОПІЛЬ 2016**

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b>	3
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ДОМІНАНТИ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ</b>	
1.1. Теоретична концептуалізація державного боргу	11
1.2. Інституційні імперативи забезпечення формування та обслуговування державного боргу	29
1.3. Науково-методичні підходи до оцінювання результатів формування та обслуговування державного боргу	46
Висновки до розділу 1	61
<b>РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ</b>	
2.1. Діагностика формування державного боргу України	63
2.2. Соціально-економічні наслідки обслуговування державного боргу України	79
2.3. Оцінка індикаторів цільових орієнтирів формування та обслуговування державного боргу в контексті боргової безпеки України	96
Висновки до розділу 2	116
<b>РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ</b>	
3.1. Стратегія формування державного боргу в системі гарантування боргової безпеки держави	118
3.2. Модернізація обслуговування державного боргу з урахуванням міжнародних стандартів і норм	141
3.3. Удосконалення прогнозування державного боргу на основі економіко-математичних моделей	162
Висновки до розділу 3	177
<b>ВИСНОВКИ</b>	180
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	186
<b>ДОДАТКИ</b>	217

## ВСТУП

Вагомим фактором впливу на економіку України є зростаюча боргова залежність, яка дестабілізує практично всі сфери розвитку нашої держави. Наслідком неефективної політики державних запозичень, яка полягає в їх надмірності та нераціональному використанні, є обмеження можливостей і темпів соціально-економічного розвитку України. Значне боргове навантаження держави призводить до депресивного впливу на економічний розвиток, зниження інвестиційної привабливості, втрату довіри кредиторів та обмеження доступу до зовнішніх джерел фінансування. У зв'язку з обмеженими джерелами покриття, високою вартістю позикових ресурсів для України боргова залежність є серйозною економічною проблемою.

Проблематика формування та обслуговування державного боргу є особливо важливою з огляду на економічні труднощі, які впродовж останнього періоду виявляються в Україні. Відтак вирішення проблеми державної заборгованості та забезпечення ефективного механізму обслуговування державного боргу, з одного боку, є одним з основних факторів фінансової стабільності держави. З іншого боку, відсутність науково обґрунтованої довгострокової боргової стратегії та нераціональне проведення політики формування державного боргу можуть стати деструктивним фактором для економіки України.

У теоретичному та емпіричному дослідженні проблематики державного боргу важливу роль відіграють праці відомих вчених: Є. Боренштейна, Дж. Б'юкенена, Л. Вальраса, Е. Домара, А. Лернера, Р. Масгрейва, Г. Модільяні, Р. Нурксе, Б. Оліна, П. Самуельсона, А. Сміта, Дж. Стігліца, Дж. Тобіна, А. Фекете, Дж. Хікса. Сутнісні характеристики державного боргу та його вплив на економічний розвиток на сучасному етапі ґрунтовно дослідили Д. Айзенман, Р. Коуз, Д. Кохан, Б. Пінто, А. Пресбітеро, К. Райнхарт, К. Рогофф. Серед російських учених минулого та сучасних представників фінансової науки, які вивчали ці проблеми, варто назвати

Т. Агапову, А. Вавілова, Ю. Данілова, А. Немцова, О. Хайхадаєву, Б. Хейфеца.

Різні аспекти проблематики державного боргу розкриті у дослідженнях вітчизняних науковців: В. Андрущенко, Т. Богдан, В. Дем'янишина, Ю. Іваненка, О. Кириленко, В. Козюка, Г. Кучер, Л. Лисяк, А. Мамишева, В. Мартинюка, В. Опаріна, Є. Павловської, О. Рожка, В. Тропіної, В. Федосова, О. Царука, С. Юрія та інших. Аналіз боргової безпеки висвітлений у працях О. Барановського, М. Єрмошенко, Н. Кравчук, І. Суміни, О. Ходачука. Проблематика реструктуризації державної заборгованості розкрита у роботах українських економістів: О. Василика, Т. Бондарук, В. Дудченко, А. Крисоватого, С. Марченко, О. Олійника, Ю. Руденка та інших.

Незважаючи на велику кількість публікацій у науковій літературі, присвячених питанням формування та обслуговування державного боргу, окремі теоретичні й практичні аспекти залишаються невирішеними. Зокрема, недооцінюються негативні соціально-економічні наслідки зростання видатків на обслуговування державного боргу, відсутня комплексна система підходів щодо його обслуговування, досі не врегульовано теоретичні та практичні підходи до забезпечення раціонального процесу формування державного боргу й довгострокової боргової стратегії. Відсутня також універсальна методологія оцінювання боргової безпеки країни та її боргової позиції. Ці та інші проблеми формування й обслуговування державного боргу України зумовили вибір теми дисертації та її актуальність.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Дисертаційна робота виконана згідно з планом науково-дослідних робіт кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету за комплексними темами: «Фінансова політика інвестиційно-інноваційного розвитку України в умовах глобальних структурних зрушень» (державний реєстраційний номер 0112U000077), «Перспективи розвитку фінансів суб'єктів господарювання та

фінансового ринку в умовах глобальних трансформацій» (державний реєстраційний номер 0112U008451); кафедри фінансів ім. С. І. Юрія Тернопільського національного економічного університету за темою «Формування фінансового механізму сталого розвитку України» (державний реєстраційний номер 0110U008613). У межах виконання цих тем автором розроблено теоретичні підходи до дослідження проблеми формування державного боргу України та запропоновано практичні напрями щодо методів його обслуговування.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є наукове обґрунтування теоретико-методологічних засад формування та обслуговування державного боргу України, розробка пріоритетних напрямів їхнього вдосконалення в умовах економічних трансформацій.

Досягнення мети зумовило необхідність виконання таких завдань:

- узагальнити концептуальні підходи до трактування державного боргу для ідентифікації причин, що зумовлюють його виникнення;
- розглянути сучасні реалії розвитку нормативно-правового забезпечення формування та обслуговування державного боргу з метою виявлення інституційних бар'єрів та їх нівелювання для підвищення ефективності боргової політики країни;
- розкрити науково-методичні підходи до оцінювання результатів формування та обслуговування державного боргу з метою комплексного аналізу стану боргової безпеки країни в умовах посилення кризових явищ в економіці;
- проаналізувати основні етапи та тенденції формування державного боргу України для виявлення проблемних аспектів та розробки пропозицій щодо їх усунення;
- з'ясувати напрями розвитку механізму обслуговування державного боргу України з метою виявлення його впливу на економічні та соціальні процеси в державі;

– здійснити оцінювання індикаторів цільових орієнтирів формування та обслуговування державного боргу України з метою визначення боргової позиції країни;

– обґрунтувати напрями модернізації формування державного боргу України в контексті гарантування боргової безпеки держави;

– проаналізувати зарубіжний досвід обслуговування державного боргу з метою виявлення можливостей його адаптації до вітчизняних реалій;

– визначити шляхи удосконалення довгострокового планування державного боргу з урахуванням окремих факторів на основі економіко-математичного моделювання.

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

**Предметом дослідження** є теоретико-методологічні та прикладні засади формування й обслуговування державного боргу України.

**Методи дослідження.** Для досягнення мети і вирішення поставлених завдань у дисертації використовувалися загальнонаукові та емпіричні методи: аналізу і синтезу, індукції та дедукції – при дослідженні теоретичних засад державного боргу; системно-структурного аналізу, класифікації – для визначення причин формування державного боргу, обґрунтування науково-методичних підходів до оцінювання результатів формування та обслуговування державного боргу. Методи наукового узагальнення, групування, порівняння, фінансового аналізу використовувалися для розробки системи показників оцінювання боргової безпеки держави та дослідження практики формування державного боргу; економіко-статистичні, аналітичні – при аналізі динаміки, структури державного боргу України. У дисертації застосовано методи економіко-математичного моделювання, кореляційного і регресійного аналізу, за допомогою яких здійснено прогнозування державного боргу та досліджено зв’язки з макроекономічними показниками розвитку країни.

Інформаційною основою дисертаційної роботи є фундаментальні положення світової економічної та фінансової наук, праці вітчизняних і зарубіжних учених, конкретизовані в монографічній, періодичній літературі, рекомендації міжнародних та українських експертів з питань боргової політики, аналітичні публікації міжнародних установ та організацій. При написанні роботи використано звітні дані Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Рахункової палати України, Національного банку України.

**Наукова новизна** одержаних результатів полягає у поглибленні теоретико-методичних положень та обґрунтуванні комплексу заходів, спрямованих на практичне вирішення проблеми формування й обслуговування державного боргу України. Найважливішими результатами дослідження, які містять наукову новизну, є такі:

*удосконалено:*

– трактування сутності державного боргу як похідної від економічного поняття державного кредиту з виокремленням сукупності економічних відносин між державою та її кредиторами щодо формування та обслуговування боргових зобов'язань уряду, а також інших зобов'язань за гарантіями, наданими державою відповідно до чинного законодавства і міжнародних договорів. На відміну від існуючих, такий підхід дає змогу врахувати особливості формування економічних відносин між окремими інституціями та структурну збалансованість державного боргу у взаємозв'язку з його системою управління;

– методологічні підходи до оцінювання боргової позиції на основі визначення інтегрального індикативного рівня боргової безпеки за допомогою моделі нормування змінних, що дає змогу комплексно охарактеризувати боргову ситуацію в контексті її впливу на соціально-економічний розвиток;

– систему показників оцінювання державного боргу, адаптованих до специфіки боргової ситуації країни з урахуванням її соціально-економічного стану, які об'єднані в три групи (боргового навантаження, боргової стійкості, боргового потенціалу), що підвищує рівень моніторингу та якість управлінських рішень;

– науково-методичні підходи до модернізації обслуговування державного боргу з урахуванням особливостей і поточних умов розвитку країни, зокрема обґрунтовано доцільність: обміну державного боргу на активи; спрощення податкових режимів для суб'єктів господарювання, які купують облігації внутрішньої державної позики; розробки індивідуальних взаємовигідних механізмів погашення гарантованого державою боргу підприємствами; погашення боргових зобов'язань у формі отримання права на реалізацію товару за встановленою ціною (товарна схема); використання інструментарію розміщення цінних паперів «варант». Їхнє застосування дасть можливість зменшити борговий тягар, покращити соціально-економічну ситуацію в країні;

*набули подальшого розвитку:*

– обґрунтування взаємозв'язку між макроекономічними показниками розвитку країни й обсягом державного боргу із застосуванням кореляційно-регресійного аналізу та приватних коефіцієнтів еластичності з виявленням найбільш значущих факторів впливу, зокрема: зміни обсягів ВВП, надходжень і видатків бюджету, рівня обмінного курсу національної валюти, сальдо платіжного балансу, рівня інвестицій, обсягів промислової продукції. Такий підхід дасть можливість прогнозувати динаміку збільшення або зменшення обсягів державного боргу на перспективу;

– підходи до визначення причин формування державного боргу шляхом виокремлення таких складових, як бюджетна, валютна, інвестиційна, спекулятивна, складова гарантування боргу та компенсації видатків на його обслуговування. Це сприятиме розвитку теорії боргових фінансів і дасть можливість підвищити рівень обґрунтованості боргової політики держави;



– класифікація боргових криз за причинами виникнення (фактичні та фіктивні), що є теоретико-методологічною основою формування диференційованих інструментів їхнього подолання. Обґрунтовано, що для подолання фактичних боргових криз доцільно проводити заходи, спрямовані на усунення дисбалансів бюджетної політики, підвищення конкурентоспроможності економіки, стимулювання інвестицій, а у разі фіктивних криз – підвищення ефективності інституційного механізму фінансової системи країни, зменшення частки короткострокового боргу, посилення контролю за переміщенням міжнародного капіталу.

**Практичне значення одержаних результатів.** Матеріали дослідження мають теоретичне і практичне значення. Пропозиції та рекомендації стосовно методики оцінювання боргової безпеки, що дають можливість зіставляти потреби у залученні позикових коштів із поточними та потенційними можливостями держави обслуговувати акумульовані борги, застосовано у роботі Департаменту боргової та міжнародної фінансової політики Міністерства фінансів України (довідка № 1200-06/816 від 20.11.2015 р.).

Висновки та пропозиції щодо підвищення ефективності управління внутрішнім державним боргом України, оптимізації структури державного боргу, що дасть можливість підвищити якість боргових зобов'язань, використовуються у діяльності Національного банку України при прийнятті рішень з питань грошово-кредитної та боргової політики, зокрема рекомендації (довідка № 56-0005/10792 від 8.02.2016 р.).

Результати дисертаційної роботи щодо визначення тактичних і стратегічних напрямів формування та управління внутрішнім державним боргом України використано у діяльності Тернопільської обласної державної адміністрації при формуванні стратегії соціально-економічного розвитку Тернопільської області на 2015–2017 рр. (довідка № 01-5930/32-20 від 21.12.2015 р.).

Окремі положення дисертаційної роботи впроваджені у навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-31/3868 від 14.12.2015 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Наукові результати, сформульовані висновки, рекомендації та пропозиції одержані самостійно і викладені в опублікованих працях.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дослідження доповідались і обговорювались на таких міжнародних науково-практичних конференціях: «Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України» (м. Ужгород, 2014 р.); «Транснаціоналізація економічних систем: тенденції та перспективи розвитку» (м. Миколаїв, 2014 р.); «Національні моделі економічних систем: формування, управління, трансформації» (м. Херсон, 2014 р.); «Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України» (м. Львів, 2014 р.); «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону» (м. Кременчук, 2014 р.); «Економічний і соціальний розвиток України в XXI ст.: національна візія та виклики глобалізації» (м. Тернопіль, 2015 р.); «Перспективні дослідження науки та техніки» (м. Перемишль, 2014 р.); «Найновіші наукові досягнення» (м. Софія, 2015 р.); «Наука та інновації» (м. Перемишль, 2015 р.).

**Публікації.** За результатами дослідження опубліковано 23 наукові праці загальним обсягом 8,78 д. а. (з яких 8,58 д. а. належать особисто автору), у тому числі 2 публікації у колективних монографіях, 7 статей у наукових фахових виданнях України, 2 статті у наукових періодичних виданнях інших держав (Німеччина, США), 3 статті в інших виданнях, 9 тез доповідей за матеріалами конференцій.

**Обсяг і структура роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 275 найменувань, розміщених на 29 сторінках, і 15 додатків, що займають 19 сторінок. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 235 сторінок і містить 24 таблиці та 27 рисунків.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ДОМІНАНТИ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

### 1.1. Теоретична концептуалізація державного боргу

Теоретичні та практичні питання формування й обслуговування державного боргу пов'язані з дослідженнями економістів різних історичних епох про доцільності впливу держави на економічний процес у суспільстві. Проблема зростання державного боргу на початку ХХІ ст. є предметом суперечок серед зарубіжних і вітчизняних вчених. Відповідно доцільно простежити еволюцію поглядів на причини формування державного боргу в ході формування світової економічної думки. Це дасть змогу визначити рівень впливу різних наукових концепцій на сучасний стан теорії державного боргу.

Перші теоретичні підходи до аналізу причин і передумов формування державного боргу відображено в працях представників класичної школи А. Сміта і Д. Рікардо [171, с. 84]. Вчені розробили теорію абсолютних і порівняльних переваг, яка обґрунтовує доцільність міжнародної міграції капіталу, зумовлену наявністю цих переваг, що підвищує рівень використання факторів виробництва. Дж. Ст. Мілль доповнив зазначену теорію, обґрунтувавши умову рівноваги міжнародної торгівлі, яка характеризується збалансованістю між експортом та імпортом. Згідно з поглядами вищеназваних вчених, формування державного боргу зумовлено розвитком міжнародної торгівлі [107, с. 81].

В кінці ХІХ ст. економіст Л. Вальрас сформулював теорію міжнародної торгівлі («правило Вальраса»), за якою імпорт дорівнює експорту та сальдо міжнародної торгівлі активами [27, с. 37]. Так, диспропорції між обсягами експорту та імпорту вирівнюються завдяки руху

капіталу, що перетворює державний борг у засіб балансування міжнародної торгівлі.

К. Маркс і його послідовники пов'язували причину відпливу капіталу зі зменшенням норми прибутку, яке зумовлено його надлишком. Капітал переміщується в регіони з більшою нормою прибутку, а його надлишок відображає недосконалість капіталістичного способу виробництва, основною дилемою якого є приватний капіталістичний характер і привласнення суспільної праці [100, с. 156]. Таким чином, за марксистською концепцією державний борг – це результат економічної експлуатації країн, що розвиваються розвиненими країнами.

Виникнення державного боргу, на думку кейнсіанців, зумовлено перевищенням внутрішніх заощаджень над інвестиціями, що спричиняє надлишок капіталу на грошовому ринку та є основою для його експорту за кордон. Разом з цим, дефіцит заощаджень приводить до імпорту капіталу. Активний торговельний баланс дає змогу накопичувати іноземні платіжні засоби для оплати імпорту або для експорту капіталу. Відповідно, негативний баланс торгівлі слід компенсувати імпортом капіталу. З огляду на це Ф. Махлуп виокремив стимульований (зумовлений коливаннями платіжного балансу) та автономний рух капіталу (не пов'язаний з платіжним балансом) [262, с. 56].

На думку монетаристів, державний борг зумовлює витіснення приватних інвестицій через збільшення відсоткової ставки на ринку капіталів. Разом з цим, згідно з теорією раціональних очікувань, дієвих довго- і короткострокових ефектів не слід очікувати від використання боргового фінансування у зв'язку з нестабільністю економічної системи.

В другій половині ХХ ст. сформувалася течія інституціоналізму. Її представники розглядали державний борг як інструмент державного управління, що є складовою регулювання ринкових відносин, необхідних для розподілу доходів, стабілізації та розподілу ресурсів.

Вагомий внесок у розвиток неокласичної школи зробили економісти Р. Нурксе, Е. Хекшер і Б. Олін. Вчені основну передумову виникнення державного боргу пов'язували з міжнародними відмінностями граничної продуктивності капіталу, що спричинено неоднаковим забезпеченням факторів виробництва [266, с. 121]. Разом з тим, неокласичний підхід до вирішення проблеми державного боргу полягає в необхідності обмеження застосування кредитних засобів для покриття бюджетного дефіциту. Неокласики вказують, що в умовах стійкого дефіциту бюджету державний борг перестає виконувати роль ефективного інструмента регулювання економіки через управління сукупним попитом [267, с. 124]. Так, американський вчений М. Росбард зазначає, що негативною рисою державного боргу є те, що позикові кошти двічі передаються у розпорядження держави: при їхньому залученні на покриття дефіциту бюджету та під час мобілізації додаткових ресурсів для їхнього погашення.

Е. Хекшер і Б. Олін створили концепцію співвідношення факторів виробництва, яка пояснює передумови виникнення порівняльних переваг [267, с. 115]. За цією концепцією факт порівняльних переваг залежить від забезпеченості факторами виробництва: якщо країна володіє надмірним капіталом, то його слід експортувати. Так, концепція визначає формування державного боргу як нестачу капіталу країни-боржника.

Р. Нурксе розробив дві моделі руху капіталу: у першій причиною руху є зрушення в науково-технічному прогресі, що зумовлюють зміну обсягів виробництва; у другій – динаміка попиту на товари веде до таких самих змін, як у першій моделі. Відповідно формування державного боргу зумовлено динамікою ділової активності та розвитком науково-технічного прогресу.

На думку А. Медані, країна, яка бере участь у міжнародних кредитних відносинах, проходить такі стадії: чистий позичальник, зрілий, новий і зрілий кредитор. На першій стадії відбувається перевищення інвестицій над внутрішніми ресурсами. На стадії «зрілого позичальника» доходи від

експорту достатні для обслуговування державного боргу та здійснення плати за імпорт. На стадії «новий кредитор» інвестиції не мають перевищувати вкладення в національну економіку, а на кінцевій стадії дефіцит торгового балансу забезпечується доходами від фінансових вкладень за кордон [263, с. 86].

На початку 80-х р. ХХ ст. представники економіки пропозиції спрогнозували, що значне зменшення податкових ставок зумовлює підвищення економічної активності, збільшення доходів, зменшення обсягу державного боргу.

За неокейнсіанською концепцією, причина формування державного боргу пов'язана з нестачею у країн власних грошових ресурсів, які є необхідними для здійснення інвестицій. Основна ідея концепції – залучення грошей під економічне зростання в майбутньому [223, с. 65].

Представник неокласичного синтезу П. Самуельсон при дослідженні проблеми державного боргу особливу увагу звернув на атрибути розвитку внутрішнього фінансового ринку. Міжнародні ринки позикового капіталу, на думку вченого, характеризуються високими ризиками, пов'язаними із дестабілізацією унаслідок кризових подій [179, с. 67].

Згідно з концепцією Р. Харрода про взаємозв'язок темпів зростання інвестицій і заощаджень, темпи підвищення платежів з обслуговування державного боргу не мають перевищувати темпи зростання ВВП. На цій теоретичній передумові, зокрема, будується значна кількість стратегій рефінансування боргу сучасних країн, основним завданням яких є виплата відсотків за взятими борговими зобов'язаннями, а погашення основного боргу здійснюється через залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

На наш погляд, розглянуті підходи до визначення причин формування державного боргу акцентують увагу на одному аспекті проблеми. Неокласики і марксистичні причини формування державного боргу вважають рух капіталу, базуючись на аналізі мікроекономічних концепцій, при цьому

залишаються неврахованими макроекономічні фактори. Разом цим, концепції неокейнсіанців ґрунтуються лише на макроекономічних моделях.

Складність і суперечливість питання державного боргу потребують врахування всіх аспектів при аналізі причин його виникнення. У наведених підходах, на нашу думку, не відображені сучасні елементи та явища світового господарства, такі як глобалізація фінансів, роль світової валютної системи, комп'ютеризація й інформатизація економіки, масштабна лібералізація зовнішньоекономічної сфери, посилення ролі ТНБ та інвестиційних фондів.

Розглянемо підходи вітчизняних науковців до проблеми формування державного боргу. Так, на думку С. Юрія, основними причинами виникнення та зростання державного боргу в Україні є дефіцит державного бюджету і платіжного балансу країни. Разом з цим, вчений вважав, що залежність країн від зовнішніх джерел фінансування насамперед створює відчуття неізоляваності у глобальному світі. Отже, яким би важким не був тягар зовнішнього боргу, країни не спроможні відмовитися від нього з огляду на посилення взаємозалежності їхніх економік, участь у міжнародному поділі праці та розширення міжнародної кооперації [233, с. 7]. В. Федосов до основних причин швидкого зростання державного боргу зараховував такі: зростання міжнародних резервів для забезпечення стабільності валютного курсу, бюджетний дефіцит, доцільність технічного переозброєння національної економіки [218, с. 410]. Підтримуємо позицію вчених про те, що основною передумовою виникнення державного боргу є необхідність фінансування дефіциту державного бюджету.

Г. Кучер щодо цього зазначала, що «основною причиною виникнення державного боргу є збільшення обсягу державних запозичень, які є більшими за обсяги фінансування державного бюджету» [86, с. 46]. Причини виникнення державного боргу, його роль у соціально-економічному розвитку країни досліджував І. Лютий. На думку вченого, основною причиною

виникнення державного боргу є неефективність розподілу фінансових ресурсів уряду [94, с. 14].

В. Дудченко поділяє причини виникнення державного боргу на прямі (неефективні заходи податкової політики, застій на ринках нерухомості) та другорядні (видача кредитів із значним рівнем ризику, дефіцит торговельного балансу, світова фінансова криза, низькі темпи зростання економіки) [53, с. 98].

О. Жулин виникнення державного боргу пов'язує з фінансуванням дефіциту державного бюджету. Поділяємо думку науковця, що виникнення державного боргу спричинено фінансуванням нереальних соціальних програм, зниженням ділової активності та зменшенням податкових надходжень, розширенням економічної функції держави, неефективним використанням бюджетних коштів, політичною нестабільністю у країні, мілітаризацією, веденням війн [58, с. 320].

Таким чином, більшість вчених, на нашу думку, вдало розглядають бюджетний дефіцит як концептуальну причину формування державного боргу. Передумови ж виникнення бюджетного дефіциту, тобто непрямі причини залучення державних позик, різні. Однією з причин вважаємо надзвичайні обставини: війни, масштабні терористичні акти, стихійні лиха. Водночас, глобальною надзвичайною обставиною, що зумовлює формування бюджетних дефіцитів, на наш погляд, є пов'язана з економічною глобалізацією поточна структурна перебудова світової економіки, що потребує збільшення витрат уряду на проведення відповідних структурних реформ національних економік.

Погоджуємося з думкою науковців, що стандартною причиною виникнення бюджетного дефіциту є коливання економічної кон'юнктури, коли при автоматичному зменшенні обсягів податкових надходжень держава змушена збільшувати видатки на соціальний захист населення. Поточна глобальна економічна криза – це подібна «кон'юнктурна» причина зростання бюджетних дефіцитів у глобальному масштабі.



Внутрішні передумови формування бюджетного дефіциту виникають через недосконалість державного управління в економіці. Хоча й існує механізм затвердження державних витрат, що не допускає виникнення бюджетного дефіциту, проте, на наш погляд, доволі часто такий дефіцит закладається на рівні:

1) популістської бюджетної політики – збільшення державних витрат без будь-яких амортизаційних заходів, наприклад, введення нових податків, інфляційного фінансування цих витрат;

2) боргової політики – неефективне використання кредитів на фінансування поточних потреб уряду;

3) зовнішньоторговельної політики – встановлення високих протекціоністських бар'єрів й режиму переважання імпорту над експортом, ізоляваності національного ринку від зовнішньої конкуренції, завищення курсу національної валюти.

Бюджетний дефіцит є перманентним, оскільки не приймаються ефективні заходи щодо вдосконалення економічних відносин у державі, а проведення стабілізаційної політики обмежено. Відповідно державний борг стає невід'ємним елементом при бюджетному дефіциті.

Таким чином, на основі аналізу теоретичних підходів до причин виникнення державного боргу виокремимо такі складові його формування:

– бюджетна (залучення грошових ресурсів на фінансування дефіциту бюджету);

– валютна (формування державного боргу зумовлено коливаннями курсу національної валюти);

– інвестиційна (залучення грошових ресурсів на фінансування проектів розвитку);

– «гарантування боргу» (забезпечення державних гарантій для кредитування проектів, фінансування яких передбачено державним бюджетом);

– спекулятивна (залучення фінансових ресурсів з метою запобігання негативним ринковим тенденціям на грошовому ринку);

– компенсації видатків на обслуговування боргу (залучення грошових ресурсів визначається потребою забезпечення відсотків і компенсацій, суми яких обумовлені наявним державним боргом).

Охарактеризуємо більш предметно кожен з наведених складових формування державного боргу.

Бюджетна складова державного боргу, на нашу думку, характеризує відносини і взаємообумовленість між сумою державного боргу та дефіцитом бюджету, що можуть бути описані через такий причинно-наслідковий зв'язок: державний борг є значною мірою результатом бюджетного дефіциту, створеного внаслідок розбалансування доходів і видатків державного бюджету.

Факторами розбалансування доходів та видатків державного бюджету М. Боровікова вважає такі: неефективність фінансової системи держави, поширення корупції в країні, спад суспільного виробництва, недосконалість податкової політики, наявність і зростання тіньового сектору в економіці або детінізація економіки, зменшення доходів державного бюджету в період економічної кризи, виникнення надзвичайних ситуацій, таких як стихійні лиха, війни [24, с. 25]. Отже, якщо внаслідок дії вказаних факторів доходи бюджету не можуть забезпечувати покриття видатків, формується дефіцит бюджету, наслідком чого є формування бюджетної складової державного боргу.

Факт наявності бюджетного дефіциту, на наш погляд, потребує з'ясування причин його виникнення та пошуку шляхів подолання, тобто необхідним є забезпечення збалансування доходів і видатків державного бюджету. Конкретні напрямки впливу держави на забезпечення мінімізації бюджетного дефіциту спрямовані на створення можливостей для зростання доходів, отримання додаткових ресурсів у результаті приватизації об'єктів

державної власності або номінально за рахунок емісії національної валюти і зменшення витрат державного бюджету.

Так, Бюджетним кодексом України встановлено граничний розмір державного боргу і визначено його межу відносно ВВП, яку не можна перевищувати. В цьому контексті важливо розглядати дефіцит бюджету лише як одну зі складових формування державного боргу та формулювати висновки про ефективність діяльності держави з управління державним боргом, відповідно до величини боргу за основними макроекономічними показниками (зокрема, ВВП), динамікою нарощування боргових зобов'язань, структурою державного боргу, потенціалом обслуговування та погашення боргу, а також напрямками використання грошових ресурсів, отриманих державою у борг від внутрішніх і зовнішніх позичальників.

Зміна розміру боргу, на нашу думку, зумовлена коливаннями курсу національної валюти – так звана «валютна» складова формування державного боргу впливає на величину та структуру боргу відповідно до зміни курсу національної валюти відносно іноземних. Вказана складова насамперед впливає на зміну рівня зовнішньої заборгованості, номінованої в іноземній валюті, але відображається на потенціалі обслуговування та погашення внутрішнього державного боргу. Так, зниження курсу національної валюти відносно тієї валюти, в якій номіновано борг, призводить до збільшення боргового тягаря на бюджет (виплати на обслуговування та погашення боргу з бюджету відбуватимуться за новим, більш високим курсом, що потребує підвищення видатків бюджету в національній валюті, а отже, може ускладнювати забезпечення фінансування внутрішнього боргу або спричинити його зростання через обмеження ресурсної бази бюджету).

Збільшення видатків бюджету (що слід очікувати в більшості випадків зниження курсу валют неекспортоорієнтованих економік) спричинює додаткове навантаження на бюджетну складову державного боргу. Водночас у ситуації зміцнення національної валюти можливе погашення відсотків за

зовнішнім боргом або самої суми боргу в іноземній валюті з витрачанням меншої суми в національній валюті.

Фінансування проектів розвитку, що забезпечується через зростання інвестиційної складової формування державного боргу, на наш погляд, зумовлено тим, що, державні запозичення з одного боку, можуть сприяти економічному зростанню, якщо запозичені ресурси будуть використовуватись у проектах розвитку економіки країни, інноваційно-інвестиційних проектах, а з іншого – при неефективному використанні ресурсів (коли віддача від проектів нездатна компенсувати видатки на обслуговування та погашення такого боргу) вони збільшують навантаження на бюджет. Отже, доцільно сформувати оптимальне співвідношення між запозиченнями, інвестиціями та економічним зростанням, що характеризує інвестиційну складову державного боргу країни.

До певного часу (доки виконуються контрактні зобов'язання, пов'язані з гарантіями держави як у межах виконання бюджету, так і за іншими проектами, виплати боргу за якими гарантовані державою) вказані гарантії не впливають на величину державного боргу, але у разі неспроможності обслуговувати чи погашати борги вони трансформуються у державний борг, який слід забезпечувати за допомогою ресурсів держави. На нашу думку, особливо небезпека збільшення боргових зобов'язань держави за рахунок складової гарантування боргу актуалізується в період економічних криз, надзвичайних ситуацій, політичної нестабільності (відсутність відповідальності за реалізацію проектів попередніх урядів).

Наступною складовою формування державного боргу країни є залучення грошових ресурсів для компенсації спекулятивних ринкових тенденцій на ринку державних боргових зобов'язань – «спекулятивна» складова. Оскільки відсоткові ставки за зовнішніми кредитами (зовнішній борг) можуть бути значно нижчими, ніж всередині країни (внутрішній борг), держава може залучати додаткові ресурси для забезпечення свого функціонування або для обслуговування старих боргів без створення умов

для розширеного відтворення в економіці та зменшення економічних і політичних ризиків (що сприяло б подальшому зниженню відсоткових ставок за зовнішніми та внутрішніми запозиченнями). Подібні спекуляції мають переваги при розширенні характеристик ліквідності ринків і короткостроковому переформатуванні ризиків, але їхньою головною небезпекою є перетворення залучених коштів замість реального капіталу у фіктивний.

Таким чином, ця складова, на нашу думку, характеризується впливом на величину та структуру державного боргу умов залучення нових позик. Разом з цим, спекулятивні фактори виявляються в умовах нерационального державного регулювання фінансових ринків і транскордонного руху капіталу та зумовлені проведенням спекулятивних банківських операцій. Державний борг, сформований під впливом спекулятивних факторів, має непродуктивний характер та в перспективі може спричинити проблеми з його обслуговуванням.

Складова компенсації видатків на обслуговування боргу, що визначається потребою забезпечення відсотків і компенсацій, суми яких обумовлені наявним державним боргом, на наш погляд, значною мірою пов'язана із спекулятивною складовою з точки зору пошуку ресурсів на її забезпечення, тобто вона може забезпечуватись унаслідок спекуляції та перекредитування. Проте з точки зору джерела формування державного боргу така складова характеризує процеси самовідтворення боргового капіталу, розмір якого збільшується на певну величину, що є наслідком узгодженого рівня відсоткових ставок та інших платежів за кредитом. Вказана складова за економічною суттю є нормою прибутку кредитора, яку має компенсувати позичальник грошових ресурсів, враховуючи необхідність її забезпечення за рахунок наявних ресурсів або отриманих у результаті ефективного використання позик.

На сучасному етапі розвитку економіки формування державного боргу, на нашу думку, також значною мірою зумовлено глобальними

фінансовими дисбалансами, які обмежують доступ до ресурсів і можуть спричинити глобальну кризу платежів, швидким розвитком ринку позикових капіталів і формуванням стійких кредитно-боргових взаємозв'язків між різними країнами світу.

Історично зумовлені теоретичні та практичні розбіжності у поглядах вчених-економістів щодо особливостей формування державного боргу є однією з найважливіших причин неоднозначного підходу до трактування поняття «державний борг» (табл. 1.1).

Аналіз дефініцій, розроблених вітчизняними та зарубіжними вченими у ході дослідження трактування поняття «державний борг», засвідчив, що державний борг багатоаспектне й багатогранне поняття.

Вчені-економісти, що досліджують зміст поняття «державний борг», по-різному його характеризують. Науковців, які відстоюють різні точки зору, пропонуємо умовно розподілити на дві групи. Одну групу формують прихильники трактування державного боргу як певної суми заборгованості, пов'язаної з бюджетним дефіцитом, а іншу – вчені, які визначають державний борг в аспекті кредитно-фінансових відносин, що виникають у зв'язку з рухом капіталів.

Зокрема, представником першої групи є В. Додонов, який вважає, що «... державний борг – це акумульована сума бюджетних дефіцитів минулих років» [49, с. 43]. В «Економічній енциклопедії» за редакцією С. Мочерного державний борг розглядається як «... сума накопичених за попередні роки дефіцитів державного бюджету мінус його позитивне сальдо» [113, с. 23]. Подібної точки зору при визначенні державного боргу дотримуються такі економісти, як К. Макконнелл і С. Брю, які характеризують його як загальну суму всіх дефіцитів і позитивних сальдо бюджету, накопичену впродовж історії країни [96, с. 56].

Т. Агапова та С. Серегіна державний борг визначають як загальний розмір заборгованості уряду власникам державних цінних паперів, що

дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів (мінус бюджетні надлишки) [2, с. 361].

Таблиця 1.1

### Систематизація наукових поглядів щодо розуміння сутності державного боргу\*

Підходи	Науковці	Визначення
<i>I підхід</i> Державний борг як певна сума заборгованості, пов'язана з бюджетним дефіцитом	В. Додонов	Акумулятована сума бюджетних дефіцитів минулих років [49, с. 43]
	Т. Агапова С. Серегіна	Загальний розмір заборгованості уряду власникам державних цінних паперів, що дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів (мінус бюджетні надлишки) [2, с. 361]
	О. Орлюк	Загальний розмір накопиченої заборгованості уряду власникам цінних паперів, який дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів за вирахуванням бюджетних надлишків [124, с. 365]
	С. Мочерний	Сума накопичених за попередні роки дефіцитів державного бюджету мінус його позитивне сальдо [113, с. 23]
	К. Макконелл, С. Брю	Загальна сума всіх дефіцитів і позитивних сальдо федерального бюджету, накопичена впродовж історії країни [96, с. 56]
	В. Базилевич	Нагромаджена урядом сума запозичень для фінансування дефіцитів державних бюджетів [10, с. 633]
<i>II підхід</i> Державний борг як сукупність кредитно-фінансових відносин, що виникають у зв'язку з рухом капіталу	Т. Вахненко	Сума фінансових зобов'язань сектору загального державного управління, які мають форму договірних, стосовно внутрішніх і зовнішніх кредиторів щодо відшкодування залучених коштів і виплати відсотків [29, с. 8]
	В. Козюк	Загальна сума емітованих, але не погашених позик з нарахованими процентами, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань [73, с. 11]
	О. Грачев	Боргові зобов'язання держави перед фізичними та юридичними особами, іноземними державами, міжнародними організаціями та іншими суб'єктами міжнародного права, в т. ч. зобов'язання за державними гарантіями, наданими державою [39, с. 43]
	С. Львовичкін, В. Опарін	Сума заборгованості держави своїм кредиторам [95, с. 4]
	О. Хайхадаєва	Результат кредитних відносин, що виникають у зв'язку із трансформацією капіталу з національного приватного сектору або з-за кордону в державний бюджет на підставі принципів запозичення [221, с. 22]
	С. Юрій	Економічні відносини держави як позичальника з її кредиторами (резидентами та нерезидентами) з приводу перерозподілу частини вартості валового внутрішнього продукту на умовах строковості, платності та повернення [233, с. 15]
	В. Федосов	Сума заборгованості за випущеними і непогашеними внутрішніми позиками, а також сума фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату [218, с. 34]
Г. Кучер	Економічні відносини між державою-позичальником та її кредиторами з приводу перерозподілу позикових капіталів та вартості ВВП позичальника [86, с. 56]	

\*Джерело: складено автором самостійно.

В. Базилевич розглядає державний борг як нагромаджену урядом суму запозичень для фінансування дефіцитів державних бюджетів [10, с. 633].

Однак наведені визначення характеризують державний борг лише як наслідок фінансування дефіциту державного бюджету, не враховуючи зобов'язання держави щодо прийняття боргів суб'єктів господарювання. Відповідно такий підхід, на нашу думку, тільки частково розкриває механізм формування державного боргу.

Іншу точку зору відстоюють учені, які визначають державний борг в аспекті кредитно-фінансових відносин, що виникають у зв'язку з рухом капіталів.

Зокрема, на думку С. Львовичкіна та В. Опаріна, державний борг – це сума заборгованості держави своїм кредиторам. Проте таке визначення не конкретизує, перед якими саме кредиторами у держави виникають боргові зобов'язання [95, с. 4]. Подібної позиції дотримується російський науковець О. Хайхадаєва, яка розглядає державний борг як результат кредитних відносин, в яких держава виступає позичальником, а загальна маса позичкового капіталу становить величину державного боргу. Водночас таке визначення не охоплює всього його масштабу в кількісному вираженні, оскільки державний борг містить боргові зобов'язання суб'єктів господарювання, при яких держава є гарантом у разі їхньої неплатоспроможності [221, с. 22]. В. Федосов державний борг розуміє як суму заборгованості за випущеними та непогашеними внутрішніми позиками, а також суму фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату [218, с. 34]. Проте у визначенні науковець використовує поняття «державна заборгованість», що є значно ширшим за змістом, ніж «державний борг».

В. Козюк трактує державний борг як загальну суму емітованих, але непогашених позик із нарахованими процентами, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань [73, с. 11].

Проблеми державного боргу досліджував С. Юрій. Науковець характеризував сутність державного боргу через економічні відносини держави та її кредиторів з приводу перерозподілу частини вартості ВВП на



умовах строковості, платності та повернення. Відповідаючи на запитання, що отримують країни здійснюючи державні запозичення, дослідник наголошував, що залежність від зовнішніх джерел фінансування дає їм передусім відчуття не ізольованості у глобальному світі. Відповідно яким би важким не був тягар державного боргу, країни не спроможні відмовитися від нього через посилення взаємозалежності їхніх економік, участь у міжнародному поділі праці та розширенні міжнародної кооперації [233, с. 15].

Водночас існують певні відмінності у підходах до визначення поняття «державний борг» у вітчизняному законодавстві та загальноприйнятих нормах міжнародної практики. Так, у Бюджетному кодексі України від 04.03.2015 р. і проекті Закону України «Про державний та гарантований державою борг» № 8657 від 07.06.2011 р. державний борг визначається як загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих і непогашених кредитів (позик) за станом на звітну дату, що виникають унаслідок державного запозичення [25]. Відповідно до міжнародних положень практики (дефініції розроблено Комітетом INTOSAI) державний борг (public debt) трактується як сукупність зобов'язань, безпосередньо взятих державними органами, такими як: центральний уряд; уряди штатів, провінцій, муніципалітетів, регіонів або інші місцеві уряди чи органи влади; корпорації або підприємства, які є державною власністю чи контролюються державою; інші економічні одиниці, які можуть вважатися державними або квазідержавними, а також сукупність зобов'язань, взятих на себе державними органами від імені приватних корпорацій або інших економічних одиниць [256, с. 143].

Таким чином, вітчизняним законодавством не включено до складу державного боргу зобов'язання місцевих органів влади, соціальних фондів і державних підприємств, що зменшує його обсяг та розмір боргових платежів.

Розгляд дефініцій, розроблених українськими та зарубіжними науковцями, а також дослідження його тлумачення у вітчизняному

законодавстві, дало змогу сформулювати власне визначення. Не заперечуючи наукової цінності всіх трактувань, вважаємо, що більш доцільно використовувати другий підхід, розглядаючи державний борг як фінансово-кредитні відносини. Отже, на нашу думку, державний борг можна визначити як економічні відносини між державою та її кредиторами з приводу формування та обслуговування боргових зобов'язань уряду, а також інших зобов'язань за гарантіями, наданими державою відповідно до чинного законодавства та міжнародних договорів.

У світовій та вітчизняній практиці виділяються такі основоположні принципи формування державного боргу:

1) принцип підтримання обсягу державного боргу на безпечному рівні, що дає змогу забезпечити виконання всіх наявних і планованих до погашення зобов'язань;

2) принцип своєчасності передбачає виконання зобов'язань у строк та погашення простроченої заборгованості;

3) принцип повноти забезпечує виконання боргових зобов'язань у повному обсязі;

4) принцип мінімізації базується на необхідності забезпечення мінімальної вартості обслуговування державного боргу при дотриманні вищеназваних принципів;

5) принцип прозорості полягає у використанні відкритих механізмів формування та публічного оприлюднення даних щодо динаміки державного боргу [168, с. 42].

Наведені принципи формування державного боргу, на наш погляд, можна доповнити такими:

– принцип плановості, який передбачає визначення єдиної концепції формування державного боргу шляхом аналізу прогнозних і планових показників основних параметрів, що характеризують боргову політику щодо можливостей зростання державного боргу, залучення державних позик, необхідності формування резервів;

– принцип неперервності, що полягає у проведенні постійного аналізу та коригуванні механізму формування державного боргу через вдосконалення законодавчої бази та реалізацію єдиної стратегії;

– принцип ефективності, що базується на оцінюванні результатів прийняття рішень у процесі формування державного боргу щодо створення оптимальної структури боргового портфеля через систему моніторингу та аналізу основних боргових індикаторів.

При дослідженні поняття «державний борг» важливим є також визначення його функцій. В економічній літературі розрізняють фіскальну та регулюючу функції державного боргу. Сутність фіскальної функції державного боргу полягає у покритті державою дефіциту бюджету шляхом залучення фінансових ресурсів у достатньому обсязі. Розкриваючи сутність регулюючої функції державного боргу, необхідно зазначити, що держава грошово-кредитними інструментами може впливати на грошовий обіг та грошову масу [80, с. 148].

Т. Вахненко до зазначених функцій додає таких дві: валютно-фінансову (збільшення валютних резервів) і перерозподільчу (перерозподіл капіталу між приватним і державним секторами та фінансовими ринками) [29, с. 16]. Є. Крайчак, окрім вищенаведених виокремлює інвестиційну та інтегруючу функції державного боргу [80, с. 147].

Зарубіжні економісти перелічені вище функції державного боргу доповнюють такими: концентрації капіталу, мінімізації витрат при здійсненні платежів, структуроутворююча – формування структурної основи для фінансового забезпечення міжнародної торгівлі та міжнародних розрахункових операцій [252, с.136].

Основним моментом у процесі управління державним боргом є акцентування уваги на зменшенні вартості боргу (видатків на обслуговування боргу) та збереження прийняттого рівня ризику.

Таким чином, у сучасних умовах розвитку обслуговуванню державного боргу приділяється велика увага науковців і практиків.

Вітчизняне законодавство розмежовує поняття «обслуговування» та «погашення боргу». Обслуговування державного боргу – це операції щодо здійснення плати за користування кредитом, сплати комісій, штрафів та інших платежів, пов'язаних з управлінням державним боргом. До таких операцій не належить погашення державного боргу. Разом з цим, погашення державного боргу – це операції з повернення позичальником кредитів відповідно до умов кредитних договорів та/ або випуску боргових цінних паперів [25].

Величина та динаміка видатків на обслуговування є предметом дослідження багатьох науковців, більшість з яких дотримується думки, що обслуговування державного боргу – одна із складових управління. Так, Г. Кучер вважає, що управління державним боргом є системою заходів, спрямованою на взяття позик у користування в держави та представлення видатків з обслуговування до можливостей держави їх обслуговувати [86, с. 45].

На думку А. Селезньова, управління державним боргом полягає у встановленні строків та умов формування, погашення й обслуговування зобов'язань [180, с. 24]. Таким чином, науковці виокремлюють такі основні складові управління державним боргом: формування, обслуговування та погашення державного боргу. При цьому А. Селезньов вважає, що включення до обслуговування державного боргу операцій повернення основного боргу є недостатньо обґрунтованим з таких причин: через складність визначення критерію зарахування операцій з погашення заборгованості до операцій обслуговування та погашення основного боргу, а також через домінування в управлінні державним боргом «критичної норми відсотка», що потребує виділення конкретної суми видатків на обслуговування державного боргу для їхнього аналізу та забезпечення умов реалізації на практиці такої моделі.

За міжнародними стандартами статистики державних фінансів, обслуговування державного боргу (Debt Service) передбачає платежі з

виплати як основної суми боргу, так і відсотків. На нашу думку, процес обслуговування передбачає здійснення виплат за користування кредитами й позиками та погашення основного боргу. Особливість цих видатків в тому, що вони визначаються на момент платежу.

## **1.2. Інституційні імперативи забезпечення формування та обслуговування державного боргу**

Визначення концептуальних основ механізму формування та обслуговування державного боргу України, на наш погляд, потребує аналізу діяльності діючих інститутів, інституційного середовища й інституційного забезпечення. Огляд наукової літератури свідчить, що трактування поняття «інституційне забезпечення» містить певні невизначеності, які слід дослідити. Це зумовлено тим, що вітчизняні економісти вважають, що основою формування інституційного забезпечення є інститути, а зарубіжні науковці широко застосовують термін «інституція». Для уточнення цього терміну вважаємо доцільним, розглянути деякі узагальнюючі підходи до визначення термінів «інституція» та «інститут».

Сутність поняття «інституція» найповніше відображено у працях представників інституціоналізму. Згідно з основними етапами еволюції, вітчизняний науковець Т. Паєнтко сформулювала комплексне визначення інституцій. На думку вченої, інституції – це ситема норм і правил, які характеризують взаємодію між соціальними групами та суб'єктами економіки [125 с. 182].

За різними теоретичними підходами поняття «інститут» розуміють насамперед як «правила гри», що характеризують взаємодію між багатьма суб'єктами. А. Крисоватий розмежовує трактування інститутів у вузькому та широкому значеннях. У вузькому значенні інститути слід розуміти як

правила економічної гри, встановлені законом і структурами, які забезпечують дотримання цих правил економічними суб'єктами, з використанням різного роду стимулів, винагород. Разом з цими, існують правила, які забезпечують підтримку та примус щодо їхнього виконання [82, с. 20].

Як економічне поняття інститут державного боргу, на наш погляд, є системою норм і правил взаємовідносин між органами державної влади, які визначають основні пріоритети боргової політики на коротко- та середньострокову перспективу, юридичними особами, міжнародними фінансовими організаціями та урядами іноземних держав. Кожен з цих інститутів має власну структуру. Функціональні взаємозв'язки між інститутами державного боргу забезпечуються за допомогою неекономічних факторів (організаційно-правові, соціальні аспекти у сфері державного кредитування).

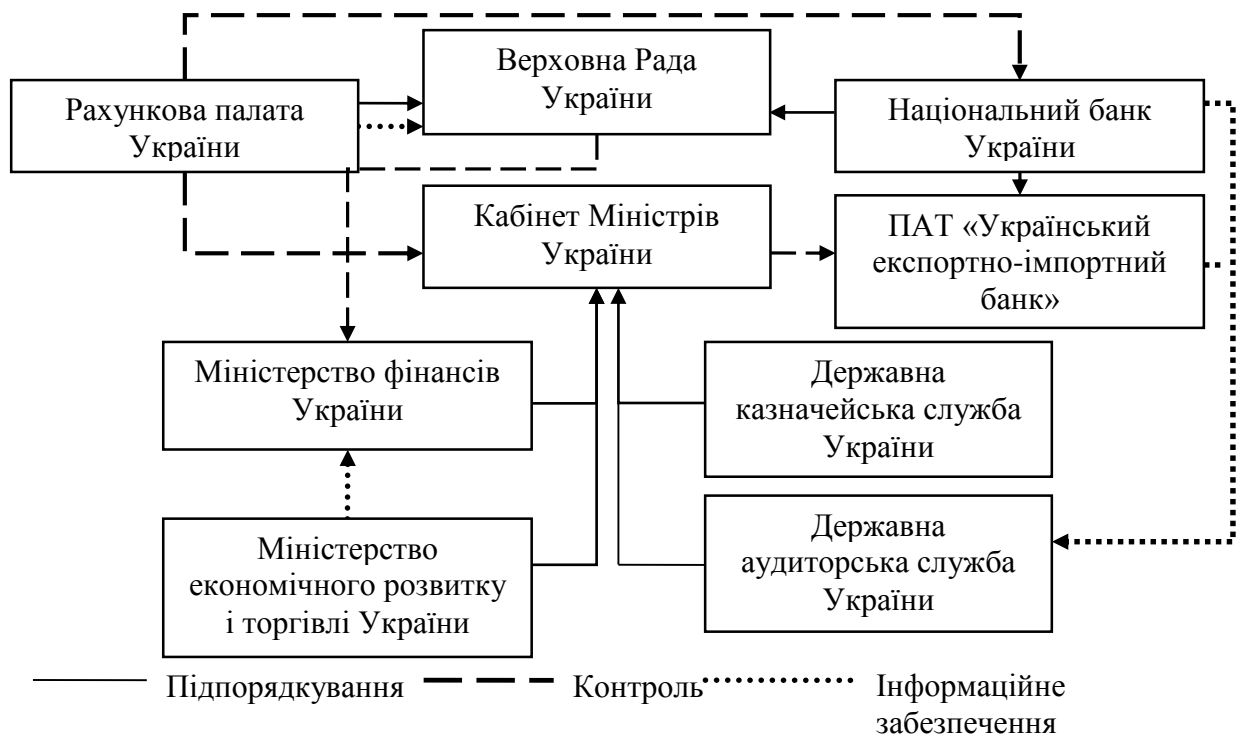
Інститути безпосередньо формують середовище, яке відображається на поведінці економічних агентів. Інституційне середовище державного боргу пропонуємо розуміти як внутрішню взаємодію його інститутів, які є певною цілісною системою та характеризуються стійкістю, довгостроковістю, наявністю функціональних зв'язків. Основною функцією інституційного середовища є досягнення взаємовигідного співіснування значної кількості інститутів під час вирішення концептуальних завдань.

Інституційні засади формування державного боргу визначаються завданнями уряду в цій сфері та рівнем соціально-економічного розвитку країни. Дослідження у сфері державного управління свідчить, що інституційні проблеми щодо забезпечення процесу запозичення коштів у різних країнах мають спільні риси. Зокрема, окремі функції, пов'язані з організацією боргової політики, розподілені між різними державними органами, що уповільнює процес прийняття рішень, погіршує ефективність системи боргового менеджменту.

У вітчизняній науці інституційне забезпечення тлумачать як утворення й удосконалення структур, їхню кадрову підготовку для забезпечення їхньої організаційної діяльності та інтеграції [75, с. 88].

На сьогодні налічується декілька моделей побудови інституційного забезпечення державного боргу. Відповідно до першої моделі борговий центр є підрозділом міністерства фінансів (Великобританія, Франція). У другій моделі забезпечується розподіл функцій уряду між центральним банком та міністерством фінансів (Данія, Норвегія). Третя модель полягає в створенні боргового агентства, яке було б підпорядковано міністерству фінансів (Швеція, Нова Зеландія) [112, с. 81].

Перелік функцій органів державної влади та інших уповноважених суб'єктів, що забезпечують формування та обслуговування державного боргу України, наведено в дод. А. Схема взаємозв'язків між ними відображена на рис. 1.1.



**Рис. 1.1. Схема взаємозв'язків між органами влади та іншими уповноваженими суб'єктами у процесі формування та обслуговування державного боргу України\***

\*Джерело: побудовано автором самостійно.

Така інституційна система має сенс тільки за наявності двох інститутів державного боргу: позичальників і кредиторів. Особливості вітчизняної інфраструктури процесу запозичень пояснюються тим, що формування ринку державних цінних паперів розпочалося тільки в 1995 р., тому деякі з цих інститутів характеризуються недостатньою зрілістю та перебувають на етапі становлення. У той же час система учасників ринку на державному рівні здебільшого визначилася й характеризується певними взаємовідносинами, які є результатом розподілу функцій, що виконуються в процесі забезпечення боргової політики.

Безпосередню участь у формуванні та обслуговуванні державного боргу беруть Верховна Рада України, Міністерство фінансів України, Національний банк України, органи Державної казначейської служби України, Державна аудиторська служба України, Рахункова палата України, ПАТ «Український експортно-імпорتنний банк». Зауважимо, для визначення повноважень зазначених інститутів у сфері боргової політики потрібно дослідити значну кількість нормативно-правових актів (зокрема положення Конституції України, бюджетного законодавства, постанов Кабінету Міністрів України, наказів міністерств, указів Президента України, уставних документів). При цьому їхній детальний аналіз не дає змоги чітко розмежувати окремі функції з формування та обслуговування державного боргу та виявити, який орган влади повною мірою відповідає за впровадження окремих напрямів боргової політики.

Головна роль у формуванні державного боргу належить законодавчому органу – Верховній Раді України. Основними повноваженнями цього органу є законодавче затвердження Державного бюджету України щороку [77, с. 12]. У цьому нормативно-правовому акті у сумі надходжень враховані заплановані запозичення на конкретний рік, а у видатковій частині відображаються витрати на погашення державного боргу відповідно до міжнародних і вітчизняних договорів.



Щороку разом із законом про Державний бюджет України затверджується пояснювальна записка, в якій відображено інформацію щодо обсягу державного боргу, графіків його погашення, видатків на обслуговування.

Разом з цим, за ст. 85 Конституції України основними повноваженнями законодавчого органу є прийняття рішень про отримання та надання позик, здійснення контролю за їхнім цільовим використанням [77, с. 13]. Водночас, на нашу думку, залишаються невизначеними питання, пов'язані з розміром таких позик, метою їхнього залучення, механізмом обслуговування, погашення й використання.

Повноваження Президента України встановлено ст. 106 Конституції України. Щодо боргової політики – це представлення України в міжнародних відносинах, укладення угод, проведення переговорів.

Кабінет Міністрів України встановлює основні умови процесу залучення державних позик, визначаючи їхню валюту, термін і ставку. У борговій політиці Уряд реалізує свої повноваження переважно опосередковано, діючи через виконавчий орган – Міністерство фінансів України, для якого провідною є фінансова діяльність.

Повноваженнями щодо залучення позикових фінансових ресурсів, їхнього обслуговування, оперативного управління державним боргом, взаємовідносин з у рядами міжнародних фінансових організацій наділено Міністерство фінансів України. Водночас на Міністерство фінансів України покладені завдання щодо проведення моніторингу виконання програм у борговій політиці. Проте незважаючи на те, що моніторинг виконання результативних показників нині здійснюється, отримані показники не впливають на рівень використання фінансових ресурсів, які акумулюються шляхом отримання позик і кредитів. Такий факт пов'язаний з тим, що у Радянському Союзі проблематичним було встановлення взаємозв'язку між сумою отриманих позик і соціально-економічним ефектом.

У структурі Міністерства фінансів України створено Департамент боргової та міжнародної фінансової політики. Управління Департаментом здійснює заступник міністра й відповідно до визначених положень співпрацює з Європейським Союзом, міжнародними фінансовими організаціями з питань укладання кредитних угод. Упродовж 2011 р. у Міністерстві фінансів України відбулась реорганізація шляхом злиття двох підрозділів – управління боргом і міжнародної фінансової допомоги, що зумовило перетворення департаментів на управління. Структура Департаменту наведена в дод. Б.

У Проекті Закону України «Про державний та гарантований державою борг» (ст. 9) зазначено, що основними контролюючими органами у борговій політиці є Верховна Рада України і Кабінет Міністрів України. Вищезазначеним Проектом також передбачено, що Міністерство фінансів України оприлюднює дані щодо стану державного боргу в офіційних виданнях. Разом з цим, Кабінет Міністрів України формує та подає законодавчому органу звіт щодо стану державного та гарантованого державою боргу [148].

Проте така позиція, на нашу думку, є дискусійною, оскільки серед суб'єктів фінансового контролю в такому разі не конкретизовано завдання Рахункової палати України, а відповідно до Закону України «Про Рахункову палату» зазначений орган здійснює контроль за формуванням та погашенням державної заборгованості, визначає ефективність боргових видатків, регулярно інформує законодавчий орган щодо виконання Державного бюджету України та погашення державного боргу України. Разом з цим, відповідно до ст. 22 цього Закону Рахункова палата України здійснює контроль за повним й своєчасним надходженням грошових коштів, їхнім витрачанням, аналізує показники відхилення та порушення [165].

Рахункова палата України, на наш погляд, досі не наділена достатнім обсягом повноважень, які б дали змогу забезпечити її повноцінне функціонування як вищого органу аудиту. Значну проблему становить

відсутність належного інформаційного забезпечення та розгалуженої інституційної структури.

Разом з цим, Кабінет Міністрів України забезпечує контроль та організовує складання й виконання проекту державного бюджету. Контролююча функція належить Міністерству фінансів України, Державній казначейській службі України та Державній аудиторській службі України. Вищезазначені органи характеризуються відповідними функціональними обов'язками та мають визначені завдання.

Завдання щодо проведення ревізій законного використання бюджетних коштів і повного повернення одержаних позик, формування звітів щодо стану Державного бюджету України покладено на Державну аудиторську службу України. Водночас, на нашу думку, не достатньо зрозуміло, яким чином розмежовуються контролюючі функції Верховної Ради України, Рахункової палати України та Державної аудиторської служби України. Відкритим є питання про те, чи є повноваженням Рахункової палати України проведення цільового контролю за поверненням та погашенням отриманих позик під державні гарантії, чи це функція винятково Державної аудиторської служби України.

Основним завданням Національного банку України під час проведення боргової політики є забезпечення контролюючої функції та погашення й виплата доходу за цінними паперами.

Головним органом виконавчої влади, який забезпечує управління борговою політикою, є Міністерство фінансів України. Цей інститут також затверджує нормативні акти у сфері державного боргу, здійснює ризик-менеджмент, прогнозування основних показників державного бюджету, затверджує боргову стратегію, забезпечує погашення відсоткових платежів за державним боргом [25].

Державна казначейська служба України веде облік кредитів, необхідних для покриття дефіциту, та проводить нарахування відсотків за ними, забезпечує своєчасність фінансування бюджетних видатків для

обслуговування державного боргу, здійснює управління державною заборгованістю, оформляє кредити на покриття бюджетного дефіциту. Водночас, повноваження на обслуговування зовнішнього боргу мають Державна казначейська служба України, Міністерство фінансів України, Національний банк України і ПАТ «Український експортно-імпортний банк».

Така законодавча суперечність, на наш погляд, зумовлює нераціональне використання грошових коштів шляхом дублювання функцій та створює неефективну систему відносин, що негативно впливає на формування, використання і контроль за державними позиками.

Наступним етапом аналізу суб'єктів правовідносин у сфері державного боргу є розгляд інституту кредиторів.

Склад кредиторів держави має вагомим значення при оцінюванні можливого впливу державної заборгованості на ситуацію в країні, проте вона не завжди піддається точній оцінці.

Кредитування держави можуть здійснювати такі суб'єкти економічних відносин:

- банківські та небанківські інститути;
- іноземні приватні та державні структури;
- міжнародні фінансові організації, уряди іноземних держав.

У вітчизняній практиці до кредитних інститутів банківської системи зараховують Національний банк України, комерційні банки та інші фінансово-кредитні установи.

На сучасному етапі функцію депозитарію та агента з погашення та обслуговування боргу виконує Національний банк України, встановлюючи відсоткові ставки за цінними паперами, визначає порядок розрахунків, контролює учасників ринку облігацій – комерційних банків. На вторинному ринку Національний банк України проводить операції щодо купівлі державних паперів та їхнього продажу. Отже, Національний банк України здійснює функції депозитарію державних облігацій, агента з обслуговування та випуску облігацій і контролюючого органу на вторинному ринку.

Водночас згідно з Законом України «Про депозитарну систему України» від 6.07.2012 р. перестали існувати такі учасники ринку, як зберігачі цінних паперів, реєстратори та депозитарії. Відповідно з'явилися нові професійні учасники – депозитарні установи, Центральний депозитарій. Депозитарна реформа також спростила механізм розрахунків з державними облігаціями, що дало змогу фізичним особам проводити операції торгівлі-продажу облігацій [139].

В умовах глобалізації роль зарубіжних кредиторів (державних інвесторів, міжнародних фінансових організацій) посилюється з кожним роком, що зумовлено низьким рівнем розвитку банківського сектору.

Основними міжнародними фінансовими організаціями, що надають державні позики Україні, є:

1) Міжнародний валютний фонд – фінансує кредитні програми, спрямовані на зменшення дефіциту бюджету, забезпечення інституційної трансформації та стабілізацію валютно-фінсового сектору економіки;

2) Міжнародний банк реконструкції та розвитку – надає кошти на розвиток сільського господарства, будівництво, охорону здоров'я, освіту, підвищення міжнародної конкуренції України;

3) Європейський банк реконструкції та розвитку – надає кредити на підтримку соціально-економічного становища в країні.

Міжнародні фінансові організації надають Україні кошти у формі кредитів і грантів, застосовуючи при цьому власні механізми фінансування та певні економічні, а іноді й певні політичні умови, залежно від цілей проектів, ступеня ризику та інших обставин. У такому разі, на наш погляд, порушується процедура банкрутства країни-боржника й оголошується дефолт, що спричиняє висунення проти неї певних економічних та політичних санкцій з боку країн-позичальниць і міжнародних організацій.

Впродовж останніх років постійно зростає роль іноземних банків у кредитуванні програм Уряду України. Залучення фінансових ресурсів іноземних банків забезпечує розвиток регіонів, дає змогу налагодити

економічну та політичну ситуацію у країні. Серед іноземних комерційних банків найбільші обсяги позик надають Україні банки Кореї, Австрії, Росії, США.

Основою для формування інститутів державного боргу є законодавчі акти, які забезпечують процес їхнього виникнення та залучення кредитів.

На сьогодні, немає окремого комплексного законодавчого акта, в якому було б системно вирішено питання щодо складу, принципів, механізму формування та обслуговування державного боргу України.

Законодавчі норми, які визначають процес формування та обслуговування державного боргу України, наведені у дод. В.

Правовою основою виникнення державного боргу є Конституція України, в якій зазначено, що процес формування та погашення заборгованості, види цінних паперів встановлюються законодавством (ст. 92) [77]. Однак не визначивши сутності та основних класифікаційних ознак державного боргу, встановлено його можливість і доцільність як важливої складової економічного розвитку.

Основні законодавчі норми, що регулюють залучення позик і забезпечують управління державним боргом, визначаються у Бюджетному кодексі України. У цьому акті окреслено базові поняття, що належать до сфери державного боргу, насамперед «державний борг».

У Бюджетному кодексі України формування державного боргу пов'язується лише із виникненням зобов'язань держави, Уряду України щодо залучення державних запозичень. Гарантії (державні та місцеві), інші умовні боргові зобов'язання не належать до державного боргу. Однак за міжнародними стандартами гарантії, є складовою боргу. Наприклад, згідно з бюджетним законодавством Російської Федерації до державного (муніципального) боргу належать гарантії за зобов'язаннями третіх осіб, а також інші зобов'язання держави або муніципальних об'єднань.

У новій редакції Бюджетного кодексу України, підписаній Президентом України у липні 2010 р., на законодавчому рівні визначено

зміст гарантованого державою боргу. Змінено розрахунок показника державного боргу до ВВП (враховується не лише державний, а й гарантований державою борг).

Крім того, у цьому нормативно-правовому акті здійснено класифікацію боргу відповідно до загальної бюджетної класифікації, конкретизовано мету затвердження профіциту бюджету, визначено суб'єктів та межі здійснення державних запозичень, порядок управління борговими зобов'язаннями, а також контрольні функції за порядком утворення, обслуговування і погашення державної заборгованості. Встановлено, що боргові видатки здійснюються Міністерством фінансів України. За умови перевищення очікуваних боргових витрат, затверджених законом про Державний бюджет України, запроваджуються зміни згідно з законодавством [25]. На нашу думку, це створює можливості для здійснення неефективних і додаткових видатків, котрі спрямовуються на погашення, обслуговування та управління заборгованістю.

У ст. 16 також визначено, що Міністерство фінансів України або місцеві органи можуть вступати у правовідносини у сфері державного боргу шляхом дотримання критичного рівня боргу на кінець відповідного періоду. Зміни у правові норми закону про Державний бюджет України не вносяться, що не відповідає ст. 95 Конституції України.

Водночас, на нашу думку, поза рамками правового регулювання Бюджетного кодексу України перебувають питання щодо:

- розподілу боргу на його види та форми, що формують зовнішній і внутрішній борги;
- визначення прямого та умовного боргу, їхньої класифікації (поняття «умовний борг» на сьогодні не має правового забезпечення).

В законах про Державний бюджет України встановлюються граничні показники кількісних параметрів державного боргу, обсяг надання гарантій, розмір залучених коштів та напрями їхнього спрямування. Разом із проектом законодавчому органу подається інформація про розмір та умови залучення

позик, графік погашення боргу, суми коштів на обслуговування державного боргу.

Значна частина нормативно-правової бази, що регулює формування та обслуговування державного боргу, пов'язана з прийняттям спеціальних законодавчих актів, які визначають питання залучення позикових фінансових ресурсів із зовнішніх ринків капіталу.

Відповідно до Закону України «Про вступ України до Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції та розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Міжнародної асоціації розвитку та Багатостороннього агентства по гарантіях інвестицій» від 24.06.1992 р. визначено повноваження щодо вступу і перебування України у складі міжнародних фінансових організацій [138].

Для зменшення залежності від зовнішніх кредиторів і залучення до реальної економіки валютних заощаджень орган законодавчої влади з метою залучення коштів на внутрішньому ринку активізує напрями розвитку внутрішнього боргового ринку. Так, 30.10.1996 р. було затверджено Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», в якому визначено мету, форми й органи регулювання внутрішнього боргового ринку. Зокрема, визначено основні функції, повноваження Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку [140].

Після ухвалення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у 2006 р. втратив чинність Закон України «Про цінні папери та фондову біржу», що був одним із перших законодавчих актів започаткування ринкових перетворень в Україні [167]. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено зміст і форми боргових цінних паперів. У 2013 р. поданий перелік цінних паперів було доповнено облігаціями міжнародних фінансових організацій.

До основних нормативно-правових актів, якими здійснюється регулювання торгів на ринку облігацій внутрішніх позик, належить Постанова Національного банку України № 477 від 31.12.1997 р. «Про



затвердження нормативних документів з питань обігу облігацій внутрішньої державної позики на Українській фондовій біржі», якою встановлені правила на Українській фондовій біржі [152].

Водночас з 2006 р. триває робота над законом щодо погашення простроченої заборгованості за позиками, одержаними під державні гарантії. У вересні 2008 р. його востаннє було подано на розгляд Верховної Ради України. І лише у 2010 р. Міністерством фінансів України надано позитивний експертний висновок до цього законопроекту, але й на сьогодні законопроект Верховної Ради України не було розглянуто.

З огляду на реальні показники державного бюджету (можливості фінансування в повному обсязі узятих державою зобов'язань) Кабінет Міністрів України затверджує у постановах умови й порядок здійснення державних запозичень, вирішує питання реструктуризації заборгованості за зовнішніми запозиченнями та надання гарантії.

Так, у 2008 р. Постановою Кабінету Міністрів України від 26.11.2008 р. затверджено Порядок ініціювання, підготовки та реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями [159]. У цьому акті визначено, що основними міжнародними організаціями, з якими налагоджено співпрацю, є такі: Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Німецька установа для відбудови (КФВ), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ), Північний інвестиційний банк (НІВ), Північно-екологічна фінансова корпорація (НЕФКО).

Таким чином, системно впорядковано процедури, пов'язані із взяттям і використанням запозичених державою та під державні гарантії коштів у зовнішніх кредиторів, за винятком процедур співпраці з МВФ. Разом з цим, міжнародні фінансові організації зацікавлені в наданні кредитів великого розміру під державні або місцеві гарантії та вимагають виконання додаткових умов (зокрема, кредитодавець може обговорювати питання залучення певних організацій для реалізації проекту, впливати на вибір

технологій або устаткування, проводити оцінювання вартості проектних заходів, використовуючи відмінні від місцевих розцінки).

Розпорядженням Кабінету Міністрів України № 316 від 25.03.2009 р. схвалено Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 рр. [166]. Відповідно її реалізація забезпечила мобілізацію коштів, необхідних для погашення та обслуговування державного боргу, збільшення частки внутрішніх позик за видами ставок й строками погашення, зростання ліквідності державних цінних паперів, якісне проведення ризик-менеджменту державного боргу.

Наказами Міністерства фінансів України «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» від 14.05.09 р., «Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів» від 10.06 2009 р. та «Про затвердження складу комісії з відбору та оцінки функціонування первинних дилерів і примірного договору про співпрацю на ринку державних цінних паперів» від 21.06.2009 р. було запроваджено ринкове ціноутворення при первинному розміщенні ОВДП. Аукціони почали проводитись в один етап шляхом попереднього оголошення обсягу коштів, який залучається незалежно від рівня відсоткових ставок, встановлено також конкурсний відбір первинних дилерів і затверджено систему оцінки кандидатів [149].

Стратегічно важливим документом системи законодавчого забезпечення боргової політики була Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками» від 23.02.2011 р. [150]. Нормами зазначеного Положення передбачено ідентифікацію, оцінку та мінімізацію ризиків щодо ухвалення рішення про видачу державних гарантій, проведення моніторингу ризиків і розрахунків згідно з гарантованими зобов'язаннями. Метою цього документа є забезпечення оптимального співвідношення між борговими видатками й відповідними ризиками. Проте ухвалення постанови не значно

покращило ситуацію з видачі державних гарантій, оскільки як і в попередні роки, рішення Кабінету Міністрів України продовжують прийматися без належного обґрунтування. Недостатньо врегульованими питаннями є відбір проектів для отримання гарантованих кредитів, визначення їхніх обсягів і умов надання.

Починаючи з 2011 р., згідно зі ст. 21 Бюджетного кодексу України на Кабінет Міністрів України покладено обов'язок щодо затвердження боргової стратегії, яка має містити пріоритетні цілі й завдання на середньо- або довгострокову перспективу та засоби їхньої реалізації. Впродовж 2011–2014 рр. ухвалено відповідні постанови Кабінету Міністрів України, в яких визначено очікувані кількісні результати щодо основних показників управління державним боргом.

Хоча ухвалення цих нормативних актів є значним внеском у формування інституту управління державним боргом в Україні, їх, на нашу думку, не достатньо для врегулювання проблем у сфері боргової політики. Як свідчить світовий досвід, цілісна система управління державним боргом країни має обов'язково містити базовий рівень нормативно-правового забезпечення, проте концепції, стратегії, постанови, накази та решта підзаконних актів є похідними від нього документами, що регулюють питання середньострокового та оперативного характеру.

Закон «Про державний борг та гарантований державою борг» досі не ухвалено. Відповідно основою проведення боргової політики є Середньострокова стратегія управління державним боргом, затверджена Кабінетом Міністрів України у 2013 р., яка з урахуванням строків її реалізації має розглядатися як середньостроковий програмно-цільовий акт та Програма управління державним боргом на 2016 р. Із прийняттям Постанови визначено середньострокову боргову політику держави. Основними борговими положеннями є доцільність погашення зовнішніх боргів, у тому числі кредитів МВФ, утримання державного боргу на безпечному рівні, продовження співпраці з МФО, підвищення конкурентоспроможності та

інвестиційного клімату, покращення індикаторів суверенних ризиків України [156].

Водночас недоцільним, наш погляд, є покладення функції ухвалення середньострокової боргової стратегії на Кабінет Міністрів України. З позицій раціональності цю функцію доцільно делегувати органу влади, відокремленому від виконання затверджених у стратегії імперативних норм. Це зумовлено не лише більш оперативним характером питань, якими займається Кабінет Міністрів України, а й періодичними ротаційними зрушеннями в структурі Уряду України. Подібне оновлення складу виконавчих органів влади спричинює небезпеку відмови від стратегії, прийнятої попередниками, що негативно впливає на системність і послідовність боргової політики.

Разом з цим, 19.05.2015 р. ухвалено Закон України «Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом», яким врегульовано питання оголошення дефолту Україною в односторонньому порядку. У законодавчому акті плани щодо реструктуризації пов'язані лише з приватними кредиторами, однак не розглянуто борг перед урядами інших держав та міжнародними фінансовими організаціями. Разом з цим, законодавчо передбачено, що саме Уряд України має можливість вирішити проблему сплати боргів в односторонньому порядку. США та Європейський Союз також підтвердили таке право України [164].

У березні 2015 р. після отримання першого траншу згідно з новою програмою розширеного фінансування МВФ Україна розпочала переговори щодо реструктуризації зовнішнього боргу. 17 вересня 2015 р. Верховна Рада України підтримала законопроекти Міністерства фінансів України, що дає змогу реструктуризувати державний борг України:

– Про внесення змін до Бюджетного кодексу України;

- Про забезпечення фінансової стабілізації в рамках виконання Програми Міжнародного валютного фонду «Механізм розширеного фінансування»;
- Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»;
- Про внесення змін до розділу XX «Перехідні положення» Податкового кодексу України.

Відповідно до угоди про реструктуризацію заплановано списання Україні 20% «тіла державного боргу» та відстрочення сплати обсягу боргу, що залишився, на 4 роки. Застосування цих методів дасть змогу зменшити боргове навантаження на фінансову систему та стабілізувати рівень інфляції, банківську систему і валютний ринок.

На наш погляд, затвердження угоди про реструктуризацію сприятиме зменшенню макроекономічних ризиків, дасть можливість отримати наступний транш від Міжнародного валютного фонду та відстрочення на виплату основної суми боргу до 2019 р. Разом з цим, є певні проблематичні норми у законодавстві щодо реструктуризації, зокрема зростання відсоткових ставок, виплата додаткових сум кредиторам у разі зростання економіки більше як 3% на рік та річного ВВП – 125 млрд. дол. США, врегулювання питання щодо виплати боргу за російськими євробондами [274].

Отже, проведений аналіз законодавчих норм свідчить про наявність у них певних прорахунків та невідповідність їхніх положень існуючим проблемам боргової політики держави. Нормативно-правове забезпечення загалом є несистемним, оскільки у ньому базові поняття не визначені законодавчо, а також відсутні взаємозв'язки між окремими актами.

### **1.3. Науково-методичні підходи до оцінювання результатів формування та обслуговування державного боргу**

Процес формування та обслуговування державного боргу, на нашу думку, зумовлює не тільки розуміння його теоретичної сутності, а й оцінки величини окремих структурних параметрів. Значне зростання обсягу державного боргу майже в усіх розвинутих країнах зумовило доцільність обґрунтування в економічній науці питання «безпечного» рівня заборгованості, в разі перевищення якого у країні виникають проблеми щодо його формування та обслуговування.

В економічній науці не має точної відповіді також на питання про оптимальний рівень державного боргу. У світовій практиці допустимим значенням співвідношення державного боргу до ВВП прийнято вважати 60%. Проте такий рівень – це лише загальноприйнятий орієнтир, оскільки навіть при порівняно незначних розмірах державного боргу країна може зазнати серйозних боргових проблем. І навпаки, перевищуючи граничну межу, відносно високі значення державного боргу можуть не бути перешкодою для стабільного функціонування економіки [273, с. 45].

Науково-методичні підходи до оцінювання державного боргу охоплюють аналіз законодавчих, економічних і фінансових обмежень.

Спроби законодавчого обмеження (як кількісного, так і якісного) державного боргу містяться в окремих законодавчих актах. На практиці обмеження використання державними органами можливостей кредитного фінансування можуть бути оформлені у вигляді:

- спеціальних статей у конституції країни або у вигляді спеціальних законів про цілі управління державним боргом;
- окремих положень законів про державний бюджет на відповідний рік, що містять дані про обсяг сукупної заборгованості, способи отримання нових кредитів та їхні «технічні» характеристики, а також приписи про

можливі дії щодо пролонгації, конверсії або навіть анулювання державного боргу;

– спеціальних законів, які містять розпорядження про використання державних запозичень для виконання бюджетів усіх рівнів.

Зокрема, у вітчизняній практиці доцільно виділити окремі форми законодавчих обмежень. У Конституції України не визначено конкретних обмежень для кредитного фінансування державних витрат. У ст. 115 Конституції Німеччини вказується конкретний ліміт надходження коштів до державного бюджету за рахунок позикових фінансових ресурсів (обсяг залучених державою кредитів не може перевищувати суму запланованих у бюджеті інвестиційних витрат). У ст. 95 Конституції України зазначається лише необхідність збалансування бюджету.

У Бюджетному кодексі України наявні лише певні положення, які обмежують обсяг державного боргу та дефіциту бюджету. В Україні законодавчі правила встановлюють граничний рівень державного та гарантованого державою боргу на рівні 60% ВВП. Проте механізми дотримання такого рівня боргу доволі часто є неефективними. Разом з цим, такий показник не співмірний з міжнародною практикою.

Вагоме значення щодо оцінювання обмежень державного боргу мають постанови Верховної Ради України. Зокрема, в Основних напрямках бюджетної політики на наступний бюджетний період містяться пропозиції щодо граничного обсягу державного боргу. Правові норми, що містять обмеження для проведення урядом дефіцитної політики, на наш погляд, є доволі неоднозначними. Разом з цим, наявні взаємозв'язки між законодавчими та виконавчими органами влади не дають можливості здійснювати достатній контроль за дотриманням існуючих обмежень. Основним недоліком законодавства України у сфері боргової політики є відсутність жорстких обмежень фінансування державних витрат за рахунок кредитів, що спричиняє зловживання урядом таким інструментом податково-бюджетної політики, як дефіцитне фінансування.

Фінансові обмеження, на нашу думку, зумовлені тим, що зростання обсягу державного боргу передбачає необхідність вирішення завдання щодо його обслуговування та погашення. Значні державні видатки, пов'язані із здійсненням відсоткових платежів, реструктуризацією та погашенням позик, значно обмежують можливості проведення бюджетної політики, що суперечить цілям макроекономічної стабілізації. Відповідно у критичних ситуаціях це може призвести до неможливості проведення урядом соціальної політики, врегулювання економічних відносин через необхідність здійснення видатків на обслуговування державного боргу. У цьому разі оцінювання рівня державного боргу проводиться шляхом визначення майбутніх фінансових можливостей його обслуговування та погашення.

Оцінити державний борг з точки зору фінансових обмежень можна за концептуальною теоретичною моделлю (балансовий підхід), що ґрунтується на моделі зростання Харрода–Домара, котра підтверджує, що країна спроможна обслуговувати свій державний борг і зберігати його на контрольованому рівні доти, поки темпи зростання економіки перевищують відсоткові ставки за позиками. Так, за допомогою простої математичної моделі отримано певні фундаментальні результати про граничні межі обсягу державного боргу в довгостроковому періоді [248, с. 138]. Розглянемо цю модель детальніше.

Припустимо, що зростання економіки відбувається експоненціально, а питома вага державної заборгованості у ВВП є постійною. У цьому разі матимемо:

$$Y(t) = Y_0 e^{rt}, \quad D = aY = a Y_0 e^{rt}. \quad (1.1)$$

Здійснивши інтегрування останнього рівняння за  $t$ , отримаємо:

$$D = D_0 + Y_0 a \int_0^1 e^{rt} dt = D_0 + Y_0 a(1 - e^{-rt})/r. \quad (1.2)$$

Відповідно співвідношення обсягу сукупного державного боргу та валового національного продукту матиме такий вигляд:

$$D/Y = D_0 e^{-rt} / Y_0 + a(1 - e^{-rt}) / r. \quad (1.3)$$



У довгостроковому періоді, переходячи до межі при  $t \rightarrow \infty$ , отримуємо:

$$\lim D/Y = a/r, \quad (1.4)$$

де  $Y$  – національний дохід,  $D$  – державний борг,  $D_0$  – дефіцит бюджету,  $Y_0$  – національний дохід на початковому етапі,  $a$  – питома вага державної заборгованості в національному доході,  $r$  – темп росту національного доходу у відсотках,  $t$  – проміжок часу в роках.

Е. Домар зазначає, що у процесі оцінювання державного боргу слід враховувати не лише абсолютні значення таких величин, як обсяг сукупного боргу, величина бюджетного дефіциту, а й його взаємозв'язок з іншими макроекономічними показниками (національним доходом, ресурсами банківської системи). Головною стратегічною величиною є економічне зростання. Таким чином, чим вищі темпи економічного зростання і нижчі рівні відсоткових ставок, тим більші можливості використання запозичень для фінансування державних витрат. У разі стагнації економіки в країні виникають значні труднощі щодо обслуговування та управління державним боргом (особливо це стосується позик на ринку капіталів).

У загальному вигляді оцінювання державного боргу шляхом застосування фінансових обмежень, на наш погляд, базується на розрахунку певних індикаторів та їхньому зіставленні з критичними значеннями.

Так, серед економістів і експертів Світового банку, МВФ й інших фінансових організацій відсутня єдина система чітко встановлених показників та їхніх граничних значень, які можна взяти за основу при оцінюванні державного боргу. Представлені в економічній літературі погляди вітчизняних і зарубіжних вчених на фінансові обмеження рівня державного боргу відображені в табл. 1.2.

Оцінювання стійкості державного боргу за допомогою фінансових обмежень здійснюють також міжнародні фінансові організації. Підходи МВФ до оцінювання державного боргу диференційовані між країнами із низьким рівнем доходу, які здійснюють зовнішнє фінансування переважно на пільгових умовах, і країнами, котрі мають достатній доступ до міжнародних

ринків.

Таблиця 1.2

**Фінансові показники державного боргу в економічній літературі та їхні граничні значення\***

Вчені	Граничні значення показників державного боргу
К. Рейнхарт, С. Рогофф	Борг стає надмірним, коли його обсяги досягають 15% від ВВП для країн з нестабільною фінансовою системою [270, с. 15]
В. Констанціо	Оптимальний рівень боргу для країн з розвинутою економікою перебуває в діапазоні 20–50% ВВП [245, с.110]
Д. Коен	Ризик боргової кризи значно підвищується при рівні 50% від ВВП або 200% від експорту [244, с. 2]
К.Патильо, Х. Пойрсон	Вплив зовнішнього боргу на динаміку ВВП стає негативним при рівні 17–20% ВВП та 80–85% експорту [269, с. 30]
Е. Солдатова	Оптимальне співвідношення зовнішнього боргу до ВВП становить 20–25% [186, с. 22]
Є. Ясін, Є. Гавриленков	Співвідношення зовнішнього боргу до ВВП дорівнює 50%, до річного експорту – 275%, погашення та обслуговування боргу до річного експорту – 30%, обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту – 20% [234, с. 72]
М. Єрмошенко	Рівень платежів з обслуговування боргу до обсягу доходів державного бюджету становить 30%, сума зовнішньої заборгованості до ВВП – 80–100%, рівень платежів з обслуговування зовнішнього боргу до обсягу річного експорту – 20%, рівень зовнішньої заборгованості на душу населення – 200 дол. США, рівень обсягу зовнішньої заборгованості до обсягу річного експорту – 200% [56, с. 24]
А. Ілларіонов	Співвідношення обсягів внутрішнього та зовнішнього боргу до ВВП не мають перевищувати 20 та 25% відповідно [62, с. 5]

\*Джерело: складено автором самостійно.

Загалом до введення Ініціативи НІРС (ініціатива щодо найбільш бідніших країн світу з великим обсягом заборгованості) оцінювання державного боргу здійснювалось шляхом його визначення за співвідношенням зовнішнього боргу до ВВП та / або експорту й обслуговуванням зовнішнього боргу до експорту. Разом з цим, не існувало міжнародних узгоджених критеріїв для оцінювання державного боргу, хоча Світовий банк регулярно публікує оптимальні значення коефіцієнтів, що використовуються для класифікації країн з великою або помірною заборгованістю, на основі трирічних середніх співвідношень боргу до ВВП та / або експорту товарів і послуг.

З введенням Ініціативи НІРС у 1996 р. основний набір індикаторів, які

використовувалися для оцінювання стійкості державного боргу, містив три таких показники:

- поточне значення зовнішнього боргу до експорту (не більше 150%);
- поточне значення зовнішнього боргу до бюджетних надходжень (не більше 250%);
- обслуговування зовнішнього боргу до експорту (не більше 15–20%).

Другий набір індикаторів містить короткострокові вимоги ліквідності країни щодо зобов'язань обслуговування боргу. Ці індикатори – вагомні ознаки раннього виявлення боргових проблем з обслуговування.

Приклади індикаторів ліквідності містять:

- відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до ВВП (критичний рівень 1,0%);
- відношення поточного значення боргу до державних витрат (граничний рівень становить 25–30%) [272].

Вищенаведені індикатори використовуються впродовж останніх десятиліть у багатьох країнах як економічні орієнтири при розробці програм стабілізації державного боргу. Відповідно предметом регулювання в цих програмах є не тільки державний борг, а й більш широкий спектр елементів макроекономічної політики, оскільки динаміка боргу та політика управління ним залежать від ситуації в усіх сферах бюджетної політики.

У 2006 р. Бретонн-Вудські інститути (BWI), розглянувши підходи до оцінювання державного боргу країн більш широко, ніж тільки в межах Ініціативи НІРС, розробили нову систему показників (Debt Sustainability Framework). У цій методиці, на наш погляд, основний акцент зроблено на прогнозуванні боргової ситуації, а не на історичному (епізодичному) підході до Ініціативи НІРС. Така «система раннього запобігання ризикам боргової кризи сприяє швидкому прийняттю превентивних заходів.

Аналіз оцінювання державного боргу за методикою DSF складається з аналізу прогнозованого тягара заборгованості країни впродовж 20 років та розрахунку його вразливості до дії зовнішніх і політичних шоків на основі

побудови стрес-тестів, оцінки ризику зовнішньої боргової кризи за індикативними порогамі боргового навантаження, які залежать від якості політики інституційного забезпечення країни та рекомендацій щодо стратегії запозичення (кредитування), яка обмежує ризик боргової кризи.

Бретонн-Вудські інститути, зокрема Світовий банк та Міжнародний валютний фонд, розробили довгострокові граничні значення оцінки рівня боргу як інструмента, який використовуватиметься для визначення ризику боргової кризи тієї чи іншої країни за основними показниками та їхніми пороговими значеннями. Такий методичний підхід дає змогу пов'язати порогові значення боргових коефіцієнтів із проведенням ефективної державної політики. Відповідно країни зі стабільною та надійною системою ринкових інститутів імовірно будуть спроможні взяти більш високий борговий тягар і матимуть менше шансів потрапити у фінансову кризу.

Відмінності у граничних значеннях боргових коефіцієнтів згідно з методикою DSF та Ініціативою НІРС для країн з високим рівнем заборгованості відображені у дод. Г.

Для країн, які мають достатній доступ на міжнародні ринки капіталів у 2003 р., МВФ розроблено новий документ «Керівництво по статистиці зовнішнього боргу» для оцінювання безпечного рівня державного боргу, у разі перевищення якого країни зазнають дестабілізуючого впливу дефіцитного фінансування. Основні показники, які відображають окремі аспекти боргової безпеки та їхні граничні значення згідно з методикою МВФ, подано в дод. Д.

Індикатори, які характеризують фінансові обмеження державного боргу, на наш погляд, можна умовно розподілити на дві групи, що дає змогу оцінити:

- загрозу кризи ліквідності;
- загрозу кризи платоспроможності.

Криза платоспроможності зумовлена значним обсягом державного боргу країни та проблемами щодо виконання боргових зобов'язань. Криза

ліквідності є частиною кризи платоспроможності, але може бути й окремим явищем, якщо у країні спостерігаються тимчасові труднощі з обслуговуванням боргу через побоювання кредиторів щодо стійкості боргу та їхнє небажання рефінансувати короткострокові позики. В таких умовах навіть країна з порівняно високими макроекономічними показниками та зваженою економічною політикою може опинитися в критичній ситуації. Причиною цього є висока частка короткострокового боргу або значний обсяг виплат за довгостроковими кредитами, що припадає на короткостроковий період.

Міжнародний досвід свідчить, що аналіз показників платоспроможності дає змогу оцінити перспективи боргової стійкості у середньостроковому періоді та є необхідним елементом управління державним боргом. Основною умовою платоспроможності країни за зовнішнім боргом є перевищення суми дисконтованих майбутніх профіцитів торговельного балансу цієї країни над величиною зовнішнього боргу. Відносна умова платоспроможності, на нашу думку, полягає у перевищенні довгострокових темпів зростання ВВП в іноземній валюті над номінальною ставкою відсотка за зовнішнім боргом.

Вибір індикаторів ліквідності, на наш погляд, зумовлений змінами обсягу та структури короткострокового зовнішнього боргу. У разі, якщо сектор державних фінансів акумулює значний обсяг зовнішнього боргу, найбільш правильним підходом є орієнтація на індикатори, за якими можна порівнювати зовнішню заборгованість з показниками бюджету. Відповідно у разі зростання обсягу державного боргу внаслідок дисбалансів у зовнішній торгівлі найбільш ефективними будуть показники, що враховують міжнародні резерви та обсяг експорту. Індикатори, що дають змогу оцінити видатки на обслуговування державного боргу, особливо актуальні в період зростання відсоткових ставок.

Такий методичний підхід до оцінювання державного боргу, розроблений МВФ, якісно вирізняється поміж інших. Запропоновані МВФ

боргові індикатори можна застосовувати лише щодо зовнішнього боргу, що звужує методику оцінювання державного боргу.

З 1 вересня 2013 р. МВФ запропонував нову методику оцінювання державного боргу для країн з розвиненими економіками та країн, що розвиваються, яка базується на покращених попередніх розроблених підходах. За допомогою нових методологічних підходів стало можливим оцінити боргову стійкість держав шляхом аналізу рівня накопиченого боргу, його динаміки, потреби державного сектору в запозиченнях, а також уразливості структури боргу.

Результати оцінювання відображаються у вигляді стандартизованих графіків і таблиць, що дає змогу на міжнародному рівні здійснювати порівняння країн. На «тепловій карті», де відображаються результати дослідження, виділяються зони червоного, жовтого і зеленого кольорів, що характеризують відповідно високі, помірні та низькі ризики боргової стійкості.

Разом з цим, методика містить макроекономічні припущення, що мають виняткове значення, на яких ґрунтується аналіз. За допомогою графіків такий підхід дає змогу оцінити точність попередніх прогнозів МВФ шляхом аналізу економічного зростання, інфляції, первинного балансу, а також реалістичність прогнозованих коригувань у податково-бюджетній сфері.

Особливу увагу у вказаному підході до оцінювання державного боргу приділено ризикам банківського сектору. Світова фінансова криза зумовила необхідність планування потенційного впливу уряду країни на підвищення рівня фінансового сектору для забезпечення стійкості державних фінансів. З метою оцінювання такого впливу у методиці передбачено проведення стрес-тестів. Наприклад, ризик за умовними борговими зобов'язаннями може бути виявлений, якщо спостерігається різке збільшення наданих кредитів або їхнє високе співвідношення щодо депозитів.

В Україні фінансові обмеження прийняттого рівня державного боргу містяться у розроблених Міністерством економічного розвитку і торгівлі України Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки від 29 жовтня 2013 р. [106]. Щодо забезпечення боргової безпеки визначено 5 показників (табл 1.3).

Основними недоліками Методичних рекомендацій, на нашу думку, є:

– необґрунтованість вибору п'яти індикаторів боргової безпеки України відносно оптимального рівня;

Таблиця 1.3

**Індикатори боргової безпеки Міністерства економічного розвитку і торгівлі України\***

Індикатор	Значення індикатора					Значення вагового коефіцієнта	Ймовірні фінансові ризики
	оптимальне	задовільне	незадовільне	небезпечне	критичне		
1. Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	20	30	40	50	60	0,2195	Зростання обсягів державного боргу, гарантованого державного боргу до економічно небезпечних меж
2. Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	40	45	55	60	70	0,2214	Недосконала структура та збільшення валового зовнішнього боргу
3. Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку	4	5	7	9	11	0,1830	Необґрунтовано висока дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку
4. Індекс ЕМВІ (Emerging Markets Bond Index) + Україна	200	300	500	700	1000	0,1778	Зростання індексу ЕМВІ+ Україна
5. Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу	50	45	41	36	20	0,1983	Недосконала структура та збільшення валового зовнішнього боргу

\* Джерело: складено на основі [106].

– використання показників-стимуляторів і дестимуляторів, що зумовлює невизначеність, оскільки перевищення граничних значень

показників перетворює значення індикаторів, трансформуючи їх у дестимулятори або стимулятори.

Визначаючи економічні межі прийнятного рівня державного боргу, слід зазначити, що їхня оцінка залежить від цілей держави та дефіцитної політики. Передумовою для такого аналізу, на нашу думку, є вплив державного боргу на показники: темпи економічного зростання; рівень безробіття; платіжний баланс; стабільність грошової системи. При використанні кредитного фінансування як інструменту державного регулювання уряд має враховувати негативний вплив бюджетних дефіцитів на економіку: дестабілізацію кон'юнктури через витіснення приватних інвестицій державними; інфляційні явища; ступінь погіршення платіжного балансу країни.

Оцінювання державного боргу країни, як правило, здійснюється за середньостроковими сценаріями. Відповідно найчастіше використовуються показники, які визначаються за співвідношенням державного боргу до експорту, ВВП або доходів бюджету. Високе значення коефіцієнта вказує на навантаження щодо обслуговування боргу, величина котрого залежить від різниці між відсотковою ставкою та темпом зростання експорту, ВВП або доходів бюджету. Зростаюче співвідношення, особливо у випадках, коли рівень заборгованості доволі високий, свідчить про погіршення боргової стійкості [272].

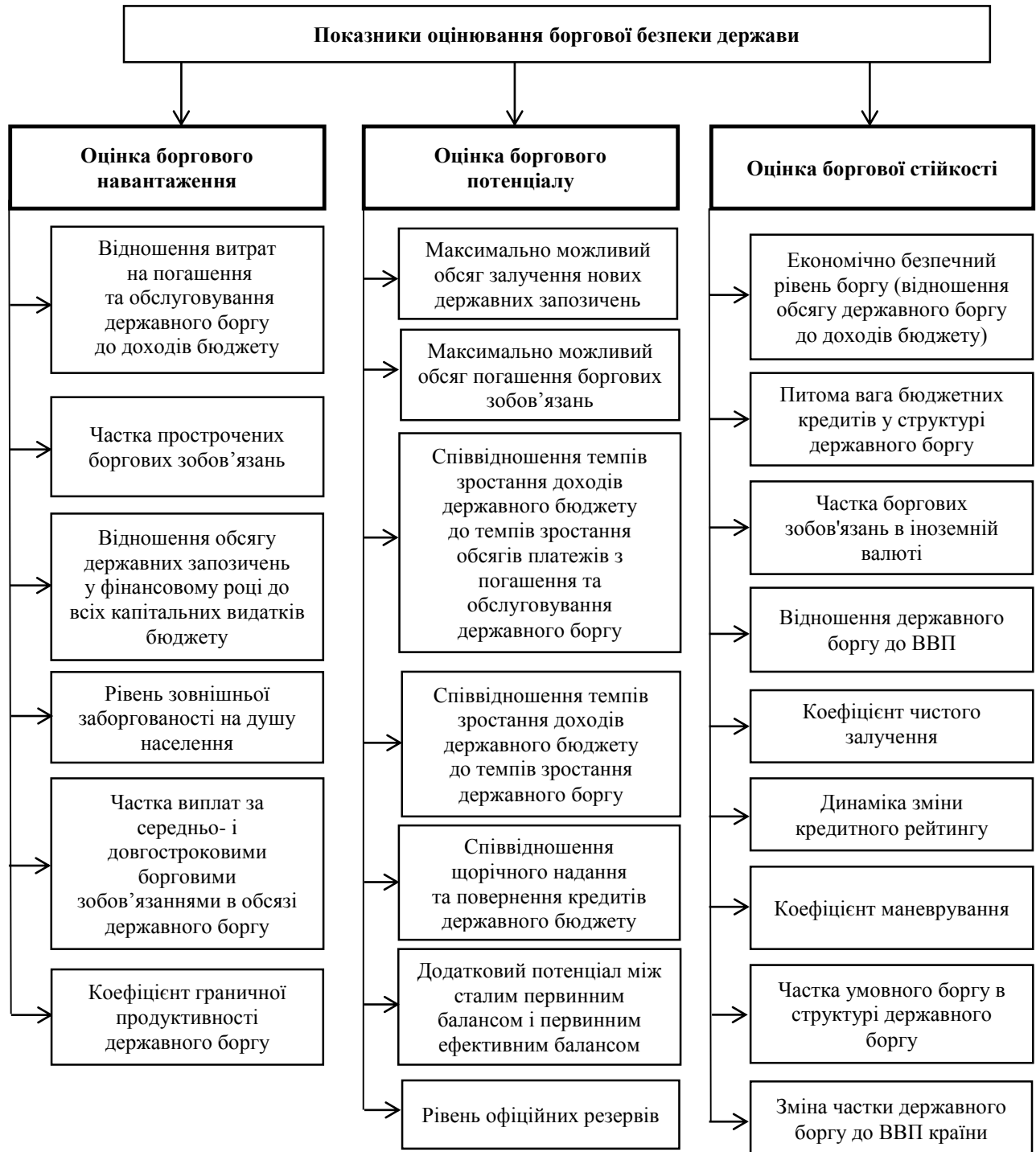
Узагальнення вітчизняних і світових підходів до оцінювання державного боргу дає змогу визначити три групи показників боргової безпеки (рис. 1.2):

- боргового навантаження;
- боргової стійкості;
- боргового потенціалу.

Перша група показників – оцінка боргового навантаження – відображає обсяг коштів, які спрямовуються на обслуговування і погашення державного боргу, в тому числі обсяг резервування коштів у кожному



конкретному періоді обраного часового інтервалу [120, с. 41]. Боргове навантаження пропонуємо розуміти як обсяг коштів, що спрямовуються на виконання боргових зобов'язань за рахунок надходжень і видатків бюджету. Отже, боргове навантаження свідчить про фінансово-економічну стабільність і вказує на відсутність можливого дефолту в країні.



**Рис. 1.2. Показники оцінювання боргової безпеки держави\***

\* Джерело: побудовано автором самостійно.

Основними критеріями, що дають змогу оцінити боргове навантаження, на наш погляд, є такі:

- коефіцієнт граничної продуктивності державного боргу;
- відношення витрат на погашення та обслуговування державного боргу до доходів бюджету;
- відношення обсягу державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету;
- рівномірність розподілу в часі витрат на погашення державного боргу;
- частка виплат за середньо- і довгостроковими борговими зобов'язаннями в обсязі державного боргу;
- розмір частки прострочених боргових зобов'язань.

Друга група показників – оцінка боргової стійкості – передбачає розрахунок економічно безпечного рівня державного боргу з урахуванням боргового навантаження та ризиковості сформованого портфеля [11, с. 159].

Боргова стійкість є якісною характеристикою обсягу і структури державної заборгованості, за якої забезпечується здатність держави виконувати боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності та платоспроможності [66, с. 104].

Центральним показником є безпечний рівень боргу, який визначається співвідношенням обсягу державного боргу до ВВП. Іншими критеріями оцінювання боргової стійкості є такі:

- розмір частки умовного боргу в структурі державного боргу;
- питома вага бюджетних кредитів у структурі державного боргу;
- наявність боргових зобов'язань в іноземній валюті;
- розмір частки державних гарантій;
- величина державного боргу на душу населення;
- динаміка зміни кредитного рейтингу.

Особливістю такої оцінки, на наш погляд, є коефіцієнт маневрування (The coefficient of maneuvering), який дає змогу аналізувати державний борг через зміни обсягу видатків на його обслуговування. Відповідно розрахунок цього коефіцієнта здійснюється відношенням фактичних видатків на обслуговування державного боргу до планованих. Використання цього показника дасть змогу виявити фактично одержану економію бюджетних коштів. При цьому коефіцієнт структурного маневрування доцільно розглядати як потенційну можливість впливу на видатки з обслуговування державного боргу через структурні зміни державного боргу. Разом з цим коефіцієнтом в економічній літературі пропонують визначити показник чистого залучення як різницю між залученням державних позик і витратами на погашення й обслуговування боргових зобов'язань, що дасть змогу оцінити боргову стійкість з точки зору можливості отримання фінансових ресурсів як альтернативного способу фінансування бюджетного дефіциту [115, с. 25].

Третя група показників – оцінка боргового потенціалу – дає змогу з'ясувати можливості або визначити засоби, які можуть бути при цьому використані. Борговий потенціал пропонуємо розглядати, з одного боку, як максимально можливий обсяг залучення державних позик з урахуванням необхідності їхнього погашення до досягнення гранично допустимого обсягу державного боргу, встановленого нормативними актами, а з іншого – як максимальну суму погашення боргових зобов'язань без проведення реструктуризації з метою визначення можливостей для зменшення обсягу державного боргу.

Використання такого показника разом з показниками попередніх груп, на наш погляд, дасть змогу сформувавши загальний механізм можливостей держави щодо залучення, обслуговування і погашення боргових зобов'язань. Актуальність його застосування зумовлена використанням таких форм управління, як планування, прогнозування, оцінка та аналіз. Відповідно цей

показник слід розглядати як систему індикаторів подолання боргових ризиків.

Так, за змістом борговий потенціал – це різниця між фактичною сумою та сумою, визначеною за допомогою законодавчих обмежень. Отримана величина визначає обсяг коштів, який слід використати для балансування державного бюджету, та характеризує резерв у разі негативних змін на борговому ринку, підтримуючи здатність країни розраховуватися згідно зі своїми борговими зобов'язаннями із мінімальними ризиками. Разом з цим, позитивне значення показника свідчить про можливість довгострокового погашення боргу, а негативне – про доцільність застосування реструктуризації.

Таким чином, кожен вид (група) показників має відмінну особливість, що робить неможливим їхнє застосування для окремого аналізу. Зокрема, аналіз боргового навантаження є доцільним для формування показників, що дають змогу оцінити боргову стійкість. Ці показники, на відміну від боргового потенціалу, як правило, статичні та відображають особливості ситуації, що склалася в країні.

На нашу думку, важливо постійно здійснювати контроль боргового навантаження та боргової стійкості держави, а також прогнозувати динамічні ознаки боргу в разі негативних сценаріїв і запроваджувати напрями підтримання фінансової стабільності та індикаторів у межах граничних значень. При зіставленні показників боргової безпеки доцільно враховувати їхні відмінності. Так, боргове навантаження характеризує фактичну платоспроможність країни, боргова стійкість – безпечний рівень державного боргу та ефективність боргової політики, борговий потенціал – максимальний обсяг погашення боргу без використання методів щодо його обслуговування.

## Висновки до розділу 1

За результатами дослідження теоретико-організаційних засад формування та обслуговування державного боргу можна зробити такі висновки:

1. Крізь призму аналізу теоретичних положень економічних концепцій й окремих вчених розкрито соціально-економічну природу державного боргу та основні причини його формування. Обґрунтовано, що головною причиною виникнення державного боргу є необхідність фінансування дефіциту бюджету. Водночас встановлено, що основними складовими формування державного боргу є такі: бюджетна, валютна, інвестиційна, спекулятивна, «гарантування боргу» та компенсації видатків на його обслуговування.

2. За допомогою аналізу теоретичної бази виокремлено два підходи до розуміння поняття «державний борг»: як певної суми заборгованості, пов'язаної з бюджетним дефіцитом, та як сукупності кредитно-фінансових відносин, що виникають у зв'язку з рухом капіталів. Не заперечуючи наукової цінності обох підходів, зроблено висновок, що більш доцільно використовувати другий підхід, розглядаючи державний борг як економічні відносини між державою та її кредиторами щодо формування та обслуговування боргових зобов'язань уряду, а також інших зобов'язань за гарантіями, наданими державою відповідно до чинного законодавства і міжнародних договорів.

3. Обґрунтовано, що у законодавстві, яке регулює боргові відносини, відсутня їхня конкретизація. Основні засади формування та обслуговування державного боргу визначено у Бюджетному кодексі України, проте не в повному обсязі. З'ясовано, що в Україні немає спеціального законодавчого акта, який забезпечив би врегулювання відносин у сфері державного боргу загалом, оскільки відсутні основні нормативні напрями формування державних позик і кредитів (граничних меж, джерел їхнього погашення), не

розроблений механізм відповідальності органів влади за неефективне проведення боргової політики, що є неприпустимим.

4. Аргументовано, що відсутність базового нормативного документа з формування та управління державним боргом в Україні детермінує інституціональні проблеми, зумовлені механізмом взаємодії між інститутами державного боргу, що виявляється у невизначеності носіїв окремих функцій та дублюванні інших (а отже, у відсутності відповідальних за них осіб), послабленні координації та появі суперечностей між органами управління, зниженні прозорості й обмеженні можливостей публічного контролю їхньої діяльності.

5. Узагальнено особливості методики оцінювання державного боргу шляхом визначення законодавчих, економічних та фінансових обмежень. З'ясовано, що спроби законодавчого обмеження (як кількісного, так і якісного) державної заборгованості відображено в окремих нормативно-правових актах. На основі оцінювання державного боргу шляхом застосування фінансових обмежень доведено необхідність розрахунку індикаторів та їхнього зіставлення з критичними значеннями. Аналіз економічних меж державного боргу запропоновано проводити у процесі дослідження впливу державного боргу на основні макроекономічні показники: темпи економічного зростання, рівень безробіття, платіжний баланс і стабільність грошової системи.

6. На основі узагальнення міжнародного і вітчизняного досвіду запропоновано систему оцінювання результатів державного боргу шляхом виокремлення таких трьох груп показників: боргове навантаження, боргова стійкість та борговий потенціал. Обґрунтовано, що така методика оцінювання боргової безпеки дасть змогу сформувати оптимальний борговий портфель України з точки зору вартості та ймовірності виникнення боргових ризиків.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [199; 201; 205; 214].

## РОЗДІЛ 2

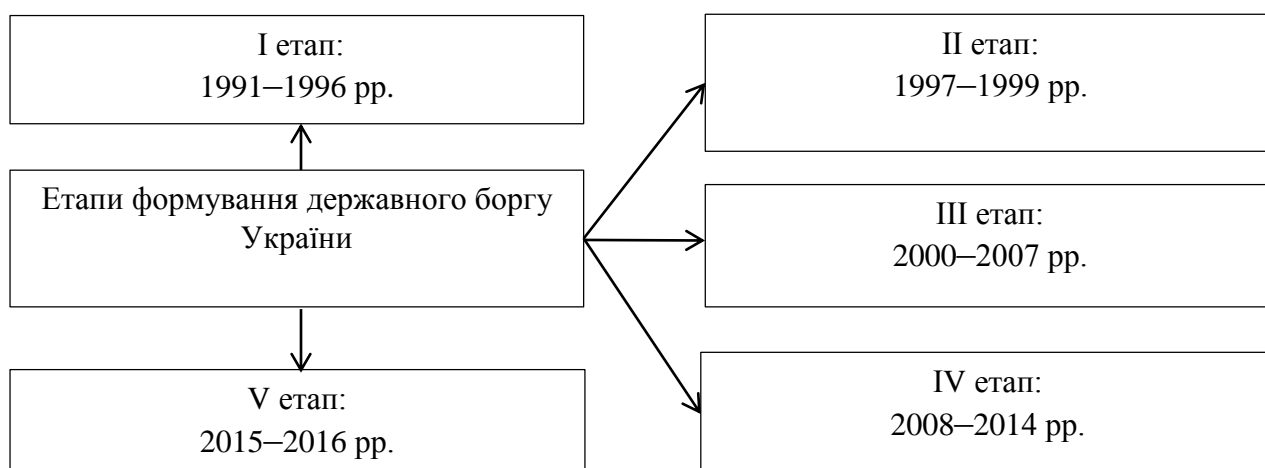
# ПРАКТИКА ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

### 2.1. Діагностика формування державного боргу України

Формування державного боргу в незалежній Україні, на наш погляд, спричинено перманентним дефіцитом бюджету та платіжного балансу, відсутністю валютних резервів, знеціненням коштів домогосподарств унаслідок галопуючої інфляції. Доцільність залучення позик в економіку України, зумовлена необхідністю врегулювання складної економічної ситуації.

Механізм виникнення державного боргу виявляється, з одного боку, через систему факторів, передумов і напрямів, що характеризують процес його формування, а з іншого – через послідовність стадій та заходів, що їх визначають у кожному часовому інтервалі.

На основі ретроспективного аналізу, визначимо основних п'ять етапів формування державного боргу України (рис. 2.1).

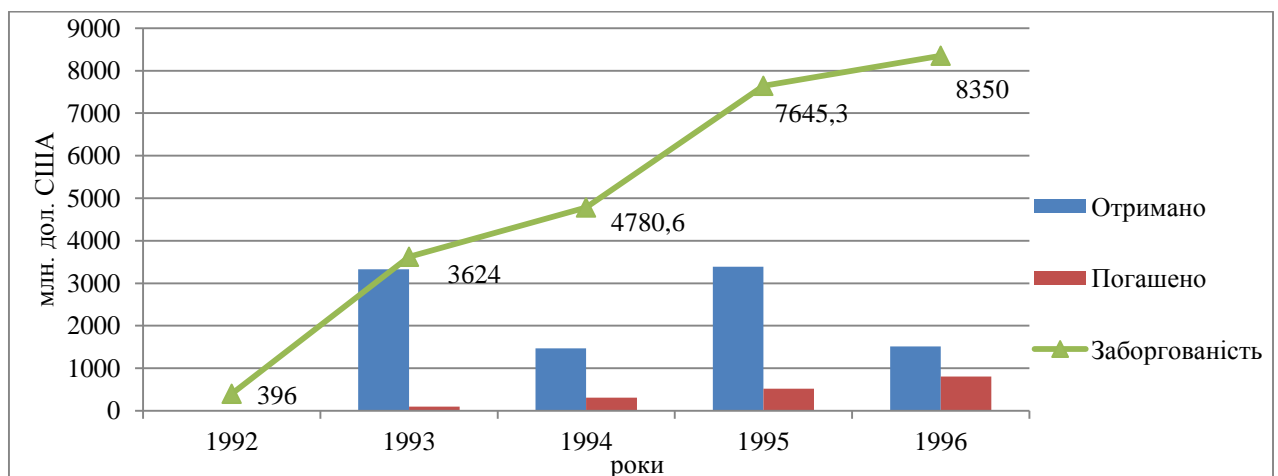


**Рис. 2.1. Етапи формування державного боргу України\***

\*Джерело: побудовано автором самостійно.

Перший етап (1991–1996 рр.) характеризується хаотичністю та безсистемністю у здійсненні зовнішніх запозичень. Основним фактором впливу на державний борг була відмова від виробничих зв'язків через вихід України зі складу Радянського Союзу. В умовах посилення макроекономічної нестабільності у країні збільшення кредитів із зовнішніх джерел було основним інструментом антикризової системи для врегулювання проблем щодо зменшення обсягів виробництва у боротьбі з інфляцією. Залучені позики використані здебільшого для врегулювання поточних проблем, відновлення грошово-кредитної системи, підтримання державного бюджету. Бюджетний дефіцит покривався шляхом залучення коштів, що спричинило зниження реального ВВП [71, с. 39].

Динаміка державного боргу України на першому етапі його формування відображена на рис. 2.2.



**Рис. 2.2. Динаміка державного боргу України у 1991–1996 рр., млн. дол. США\***

\*Джерело: побудовано на основі [127, с. 5–7].

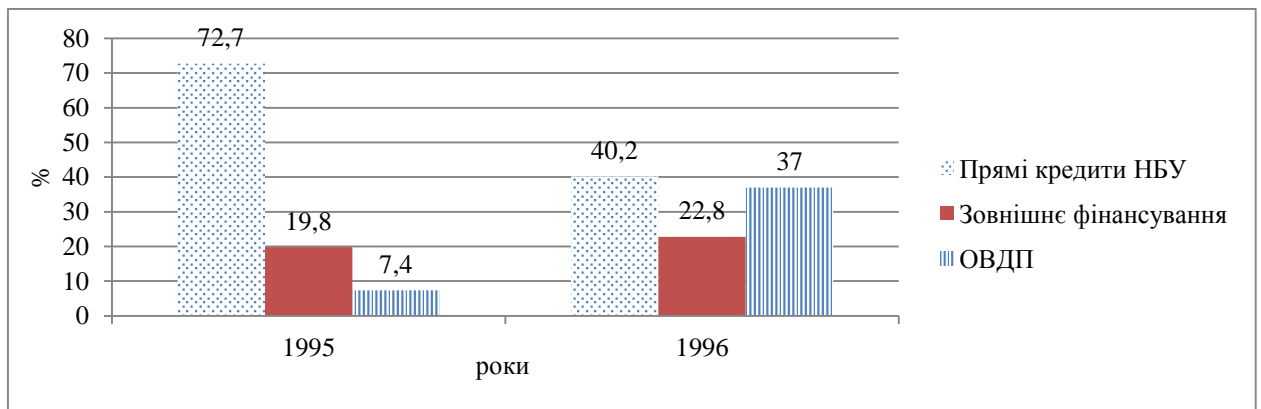
З моменту розпаду Радянського Союзу Україна не мала зовнішніх зобов'язань. Перші зовнішні запозичення були здійснені нашою країною у 1992 р. Впродовж 1993 р. державний борг збільшився у 9 разів (з 396 млн. дол. США у 1992 р. до 3,6 млрд. дол. США), зокрема внаслідок нарощування гарантованого боргу за кредитними лініями та в ході



врегулювання простроченої заборгованості перед Росією. Впродовж 1994–1996 рр. обсяг державного боргу України формувався шляхом отримання кредитів міжнародних фінансових організацій за рахунок їхньої низької вартості. Такий факт спонукав Україну до співробітництва з міжнародними установами.

У 1995 р. відбулося значне збільшення зовнішнього державного боргу – на 55,5% порівняно з попереднім роком (або на 2,8 млрд. дол. США), з яких 32,9% – через залучення коштів міжнародних фінансових організацій і 22,6% – унаслідок збільшення боргу перед країнами СНД. Такий факт підтверджує наявність боргових зобов'язань України перед Росією та Туркменістаном, які були простроченими. Частка кредитів міжнародних організацій у загальному обсязі боргу зростала пришвидшеними темпами.

Починаючи з 1995 р., відбувалися зміни у фінансуванні бюджетного дефіциту в структурі джерел (рис. 2.3).



**Рис. 2.3 Джерела фінансування дефіциту державного бюджету у 1995–1996 рр, %**

\*Джерело: побудовано на основі [132, с. 418].

У 1995 р. внутрішній борг формувався не інфляційно, а шляхом розміщення ОВДП. Впродовж 1995–1996 рр. відбулось поступове витіснення кредитів Національного банку України, які були в структурі боргу до 1996 р. Питома вага ОВДП мала тенденцію до зростання (з 7,4% у 1996 р. до 37% у 1997 р.). При цьому його темпи були значно вищі, ніж інших складових.

Таким чином, цей етап характеризувався зростанням державного боргу та частковим погашення боргових зобов'язань. Основні деструктивні фактори у борговій політиці були пов'язані з нераціональним використанням боргових коштів на поточне споживання.

Результати аналізу економічного становища країни свідчать, що формування державного боргу на першому етапі було спричинено відсутністю ефективної боргової політики. Впродовж 1991–1996 рр. значний обсяг бюджетного дефіциту, неефективність грошово-кредитної політики призвели до зростання інфляції, погіршення фінансової стійкості та макроекономічної дестабілізації.

На другому етапі (1997–1999 рр.) обсяг державного боргу продовжував зростати, що зумовлено збільшенням короткострокових позик в умовах високої їхньої вартості. Так, у 1999 р. розмір державного боргу перевищив граничне значення 60% ВВП, що спричинило технічний дефолт (табл. 2.1).

*Таблиця 2.1*

**Динаміка державного боргу України відповідно до зовнішньої та внутрішньої його складових за 1997–1999 рр.\***

Показники	Роки		
	1997	1998	1999
Державний борг, усього, млн. грн.	28337	52790	80170
У тому числі:			
– зовнішній	18145	39347	65217
– внутрішній	10192	13443	14953
Зовнішній державний борг, % до ВВП	19,4	37,1	51,3
Державний борг, % до ВВП	36,8	48,1	61,0

\*Джерело: складено на основі [32, с. 154].

Після валютної кризи 1997 р. Уряд України значно зменшив обсяг залучення комерційних позик на міжнародному фінансовому ринку. На ринку позикових капіталів обмежились можливості залучення позик через втрату іміджу та довіри інвесторів. Україна зазнала значних труднощів,

спричинених суттєвим зменшенням можливостей для залучення позик на внутрішньому та зовнішньому боргових ринках. Після фінансової кризи 1998 р. Міністерство фінансів України запровадило зміни щодо структуризації боргу шляхом збільшення частки внутрішнього боргу країни.

Третій етап (2000–2007 рр.) – це період часткової макроекономічної стабілізації. Так, у 2000 р. після кризових явищ розпочалося зростання макроекономічних показників. За допомогою випуску облігацій були проведені заходи ефективного управління державним боргом, зросла питома вага внутрішніх джерел фінансування порівняно із зовнішніми. Так, за даними Міністерства фінансів України, у 2003 р. було проведено випуск ОЗДП України з 7,65% річних та строком погашення в 2013 р., що забезпечило зменшення видатків на обслуговування боргу, збільшення строку державних позик порівняно з 2002 р. [127, с. 6]. Цей етап характеризується зростанням частки виконання планових показників погашення іноземних і гарантованих кредитів.

Відмінною рисою цього етапу є також збільшення обсягів облігацій і зменшення частки кредитів із міжнародних ринків (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Динаміка гарантованого зовнішнього боргу України за 2000–2007 рр.,  
млрд. грн.\***

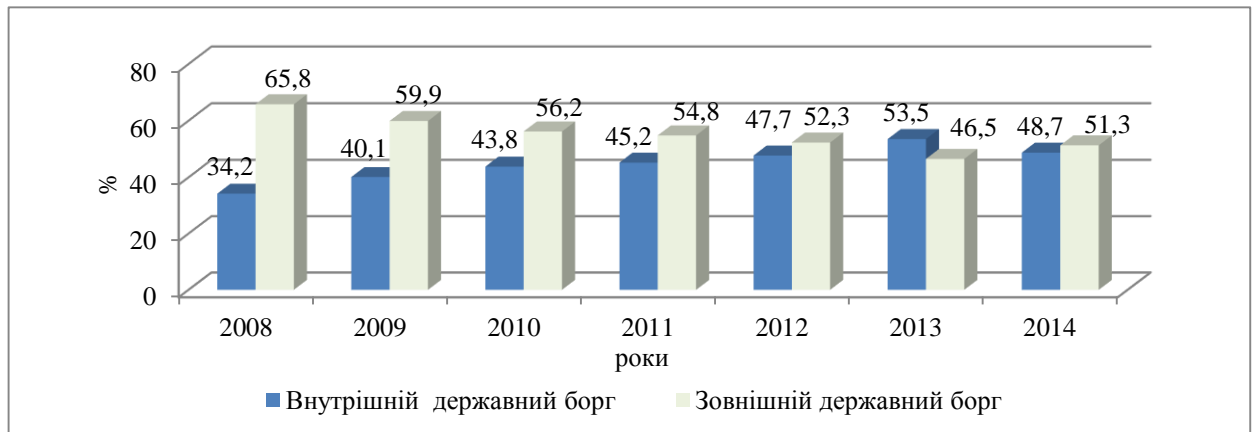
Роки	Заборгованість за позиками, наданими міжнародними фінансовими організаціями	Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	Заборгованість, не віднесена до інших категорій
2000	12,0	0,20	0,5	0
2001	10,8	0,20	0,2	0
2002	10,8	0,10	0,2	0
2003	11,0	0,10	0,2	0
2004	9,0	0,10	2,7	5
2005	7,0	0,10	2,9	4,8
2006	5,0	0,01	4,6	4,7
2007	3,4	0,05	9,0	3,4

\*Джерело: складено на основі [187].

Разом з цим, у структурі гарантованого зовнішнього боргу збільшується борг за позиками, наданими іноземними комерційними банками, на 8,5 млрд. грн. упродовж періоду дослідження.

Світова фінансова криза 2008 р. була одним із визначальних факторів для четвертого етапу формування державного боргу України (2008–2014 рр.), який характеризується стрімким зростанням обсягу державного боргу, що спричинено загостренням світової фінансової кризи, коливанням валютного курсу та макроекономічною нестабільністю.

Збільшення обсягу зовнішнього боргу у загальній структурі – це один із факторів посилення незбалансованості державних фінансів у період фінансової кризи 2008–2009 рр. Питома вага окремих видів державного боргу України відповідно до його складових зовнішнього та внутрішнього боргів упродовж 2008–2014 рр. відображена на рис. 2.4.



**Рис. 2.4. Динаміка структури зовнішнього та внутрішнього державного боргу України за 2008–2014 рр., %\***

\*Джерело: побудовано на основі [5; 51].

У загальній структурі державного боргу впродовж 2008–2014 рр. зовнішній державний борг переважав над внутрішнім. Так, у 2008 р. частка зовнішнього державного боргу становила 65,8%, тоді як у 2014 р. – 51,3%. Позитивною є тенденція щодо зростання внутрішнього боргу (з 34,2% у 2008 р. до 48,7% у 2014 р.), адже надмірна акумуляція зовнішнього боргу зумовлює негативні наслідки, спричинені виплатою відсотків за

обслуговування боргу та основною сумою, пов'язаною з відпливом іноземної валюти, що знижує рівень міжнародних резервів та імпорту.

У 2008 р. унаслідок втрати можливості для залучення зовнішніх ринкових позик уряд був змушений здійснювати зовнішні запозичення через міжнародні організації та офіційні позики. Так, у 2010 р. у складі зовнішнього державного боргу основна сума припадала на заборгованість за позиками міжнародних організацій – 10432,3 млн. дол. США (на 3,27% більше, ніж на кінець грудня 2008 р.), або 30,0% загального обсягу державного зовнішнього боргу.

У 2014 р. сукупний обсяг державного та гарантованого державою боргу України в гривневому еквіваленті, враховуючи потужні девальваційні тенденції, збільшився на 88%. Разом з цим, сукупний обсяг державного боргу, представлений у доларовому вираженні, у 2014 р., навпаки, зазнав деякого зменшення, скоротившись на 4,5%.

Динаміка державного боргу України на четвертому етапі його трансформації відображена в табл. 2.3.

Таблиця 2.3

**Динаміка обсягу державного боргу України за 2008–2014 рр.**

Роки	Державний борг		Зовнішній борг		Внутрішній борг	
	Загальний обсяг, млн. грн.	Абсолютний приріст	Загальний обсяг, млн. грн.	Темп приросту, %	Загальний обсяг, млн. грн.	Темп приросту, %
2008	126854,6	+10148,5	86020,4	+5,5	40834,1	+64,5
2009	211622,4	+84767,8	120552,3	+40,1	91070,1	+123,1
2010	316884,6	+105262,2	211751,7	+75,6	105132,9	+15,4
2011	473121,6	+156237,0	299413,9	+41,3	173707,7	+11,7%
2012	515510,6	+42388,9	308999,8	+3,2	206510,7	+18,9%
2013	584114,1	+68603,5	300025,4	-2,9	284088,7	+37,6%
2014	1100564,0	+516449,9	611697,1	+103,8%	488866,9	+72,1%

\*Джерело: складено та розраховано на основі [5; 51].

Як свідчать дані табл. 2.3, впродовж аналізованого періоду в структурі державного боргу переважав державний зовнішній борг. У 2011 р. внутрішній борг становив 173707,7 млн. грн., зовнішній – 299413,9 млн. грн., тобто зовнішній борг переважав внутрішній у 1,72 разу. За станом на січень 2015 р. внутрішній борг збільшився до 488866,9 млн. грн., зовнішній – 611697,1 млн. грн., переважання зовнішнього над внутрішнім становило 1,2 разу. Таким чином, спостерігається тенденція до зменшення диспропорції між елементами державного боргу. Характерною особливістю внутрішнього державного боргу є те, що він залишався майже незмінним з 2000 р. по 2007 р. (період економічної стабільності) і значно зростає у кризовий період: у 2011 р. – на 11,7%, у 2012 р. – на 18,9%, у 2013 р. – на 37,6%, у 2014 р. – на 72,1%.

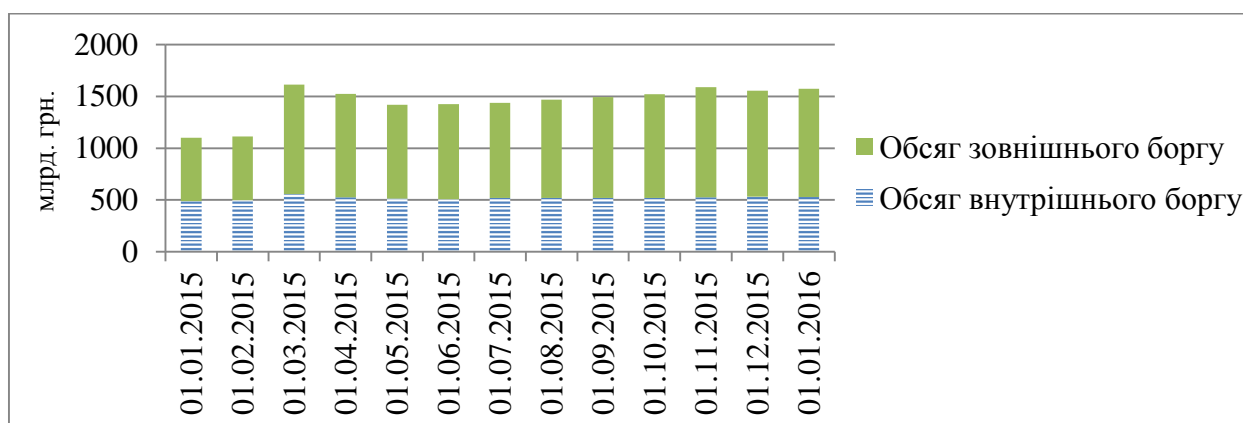
П'ятий етап формування державного боргу (2015–2016 рр.) – період значного зростання боргового навантаження та підписання угоди про реструктуризацію державного боргу.

У вересні 2015 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу досягнув рівня 90% ВВП, що зумовлено такими факторами:

- фінансування за рахунок позик і кредитів дефіциту державного бюджету, зростання якого спричинено збільшенням видатків на оборону та обслуговування державного боргу;
- політична криза, анексія АР Крим, військовий конфлікт на сході України;
- необхідність підтримки державних підприємств і банків за рахунок коштів державного бюджету, зокрема НАК «Нафтогаз України» [274].

Таким чином, загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу України зберігає тенденцію до зростання впродовж досліджуваного періоду. Так, упродовж січня-грудня 2015 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу України зменшився на 4,32 млрд. дол. США, у результаті підписання угоди про реструктуризацію та списання його частини. Разом з цим, у процесі різкого спаду виробництва в економіці

сформувався перманентний дефіцит фінансових ресурсів і з метою покриття витрат державного бюджету уряд залучав емітовані Національним банком України гривневі ресурси. Така монетарна політика, на наш погляд, сприяла продовженню девальвації гривні щодо долара США у 2015 р. (з 12 грн./дол. США до 22 грн./дол. США). Показники зовнішнього боргу у 2015 р. також характеризуються тенденцією до зростання – на 70,3%, або до 1042,3 млрд. грн. (рис. 2.5).



**Рис. 2.5. Динаміка зовнішнього та внутрішнього боргу в 2015 р., млрд. грн.\***

\*Джерело: побудовано на основі [186].

У вересні 2015 р. Кабінет Міністрів України розпочав реструктуризацію державного боргу і 23 вересня тимчасово було припинено виплату витрат з погашення та обслуговування державного і гарантованого державою боргу. 22 вересня 2015 р. Кабінет Міністрів України видав розпорядження, в якому визначено перелік боргових зобов'язань, за якими призупиняється виплата боргових платежів. До таких боргових зобов'язань зараховано 11 випусків ОЗДП (облігації, викуплені Російською Федерацією у 2013 р., у переліку не містяться).

Серед положень вищеназваної угоди з реструктуризації варто виокремити такі:

– зниження основної суми боргу (на 20% або 3,8 млрд. дол. США);

- підвищення відсоткової ставки за борговими зобов'язаннями (з 7,22% до 7,75%);
- обмін реструктуризованих облігацій на 9 нових серій; виплата основного обсягу боргу здійснюватиметься після впровадження Механізму розширеного фінансування МВФ (2015–2018 рр.) дев'ятьма частинами з 2019 р. по 2027 р., а строки будуть перенесені з 2015–2023 рр. на 2019–2027 рр.;
- випуск нового інструменту компенсації вартості, тобто додатково до нових облігацій власники отримають спеціальні цінні папери, виплати за якими прив'язуються до показників зростання ВВП упродовж 2021–2040 рр. [274].

За підрахунками експертів VoxUkraine, залежно від сценарію розвитку економіки України вартість платежів за варантом може перевищити суму списання боргу (3,6 млрд. дол. США) або не досягнути цього рівня обсягу.

Певний ризик, на наш погляд, також спричиняє відстрочення виплат, оскільки платежі можуть здійснюватись у період економічної рецесії, що погіршить фінансову ситуацію. Такий ризик можна зменшити, додавши умову про прив'язку виплати до досягнення ВВП рівня попереднього пікового значення («high watermark»).

Збільшення внутрішнього державного боргу України, що розпочалось в умовах розгортання кризових явищ, пояснюється нестачею фінансових ресурсів для покриття поточних видатків держави. Основу внутрішнього боргу становить заборгованість за ОВДП.

За результатами проведення аукціонів, у 2015 р. було залучено 10,0 млрд. грн. При цьому середньозважена дохідність зросла до 18,5% річних порівняно з 16,65% у попередньому році (табл. 2.4).

У 2015 р. продовжилась тенденція останнього періоду – Міністерству фінансів України шляхом розміщення ОВДП вдалося доволі активно залучати кошти, незважаючи на наявність деяких розривів між обсягом розміщення ОВДП.



Таблиця 2.4

**Результати розміщення ОВДП на первинному ринку протягом  
2007–2015 рр.\***

Роки	Сума коштів залучених до Державного бюджету України, млн. грн.	Відсоткова ставка, %
2007	25,94	6,36
2008	548,72	15,61
2009	331,3	19,98
2010	2003,04	10,05
2011	2307,54	9,21
2012	3573,88	11,65
2013	7725,33	13,78
2014	8525,81	16,65
2015	10000,00	18,50

\*Джерело: складено на основі [3].

У 2014–2015 рр. найбільшим попитом серед інвесторів користувалися ОВДП зі строком обігу до п'яти років, тоді як у попередній період обсяг розміщених короткострокових паперів, особливо до 1 року, значно перевищував інвестиції в довгострокові ОВДП.

Варто зазначити, що на сучасному фондовому ринку ОВДП використовуються не в повному обсязі, не враховані також довгострокові тенденції. Попитом користуються переважно ОВДП з короткотривалим строком обігу, що зумовлено відсутністю довіри інвесторів до позикової політики уряду та невпевненістю у стабільності економічної ситуації в країні. У структурі внутрішнього боргу перевагу доцільно надавати середньо- та довгостроковим зобов'язанням, оскільки довгостроковість погашення боргу сприятиме більш рівномірному розподілу боргового тягаря між інвесторами [131, с. 85].

Становище на ринку ОВДП значно погіршилося у 2015 р. Кризовий стан економіки, необхідність фінансування бюджетного дефіциту, капіталізація НАК «Нафтогаз України» зумовили значну акумуляцію внутрішнього боргу. Так, у 2015 р. виплати за ОВДП перевищували надходження від залучення запозичень із високою відсотковою ставкою.

Найбільш актуальними проблемами розвитку внутрішнього боргового ринку, на нашу думку, є такі: інституційні (неефективна структура посередників на ринку, зростання нестабільності ринку внаслідок виведення іноземного капіталу); фінансові (вужкий асортимент фінансових послуг, обмеженість вітчизняного ринку через нерегулярність випуску ОВДП); інвестиційні (відсутність стабільних інвестиційних установ, обмеженість ресурсів, недовіра учасників ринку, відсутність прозорості системи оцінювання); державного регулювання (недосконалість нормативної бази, дублювання функцій).

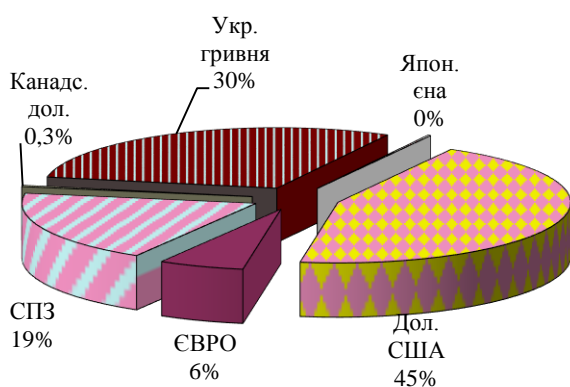
Важливим у дослідженні проблеми державного боргу є аналіз його структури. Розглянемо формування державного боргу за діючими структурними класифікаціями: ознакою умовності, валютою позик, відсотковою ставкою і строками погашення (рис. 2.6).

За даними, наведеними на рис. 2.6, можна зробити висновок, що основними валютами деномінації боргових зобов'язань України є долар США, українська гривня, євро та СПЗ. На кінець 2015 р. в Україні більша частина боргу номінована в іноземній валюті, що посилює валютні ризики та залежність фінансового стану від обмінного курсу, а виникнення шоків відповідно може призвести до незбалансованості валютних потоків. На другому місці перебуває національна валюта – українська гривня (30%). Пояснити це можна активізацією залучення коштів на внутрішньому ринку, всередині країни. Такі кроки вжито урядом тому, що внутрішній борг легше обслуговувати, оскільки немає потреби відволікати кошти на виплату «тіла боргу». Низький відсоток державного боргу в іноземних валютах зумовлений обмеженнями їхнього використання, оскільки валюти не вільноконвертовані та не застосовуються при розрахунках із міжнародними кредитними організаціями.

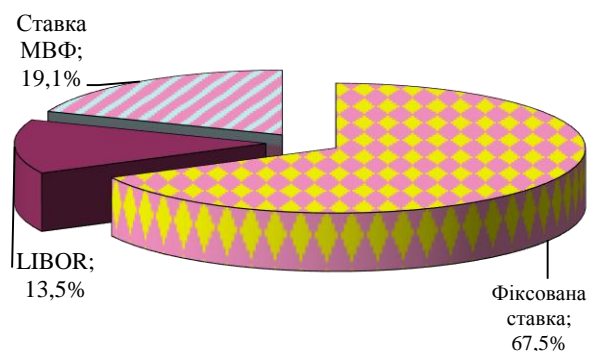
Водночас позитивною є тенденція до зростання частки заборгованості з фіксованою ставкою (з 59,3% у 2010 р. до 67,5% у 2015 р.). Позики, залучені за фіксованою ставкою, є менш ризиковими, оскільки

видатки на їхнє обслуговування залишаються незмінними. Негативним аспектом тенденції нарощування державного боргу України, на наш погляд, є економічно неефективна практика надання гарантованих кредитів суб'єктам підприємницької діяльності. На кінець 2015 р. гарантований борг становив 15,1% загальної суми державної заборгованості. Такий значний обсяг гарантованого боргу в Україні негативно відображається на борговій ситуації і може бути фактором посилення кризових явищ у системі державної заборгованості.

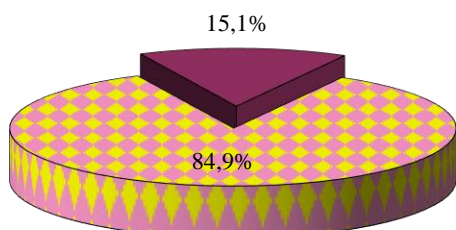
а) валюта погашення



б) відсоткова ставка

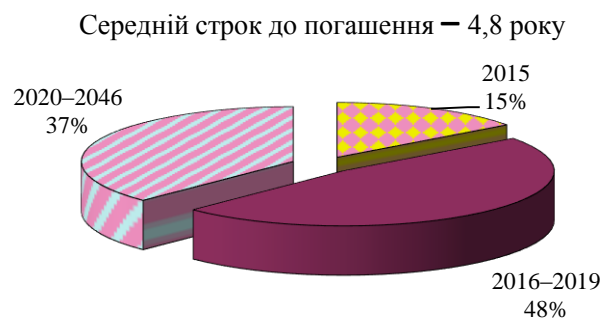


в) ознака умовності



- Державний борг
- Гарантований державою борг

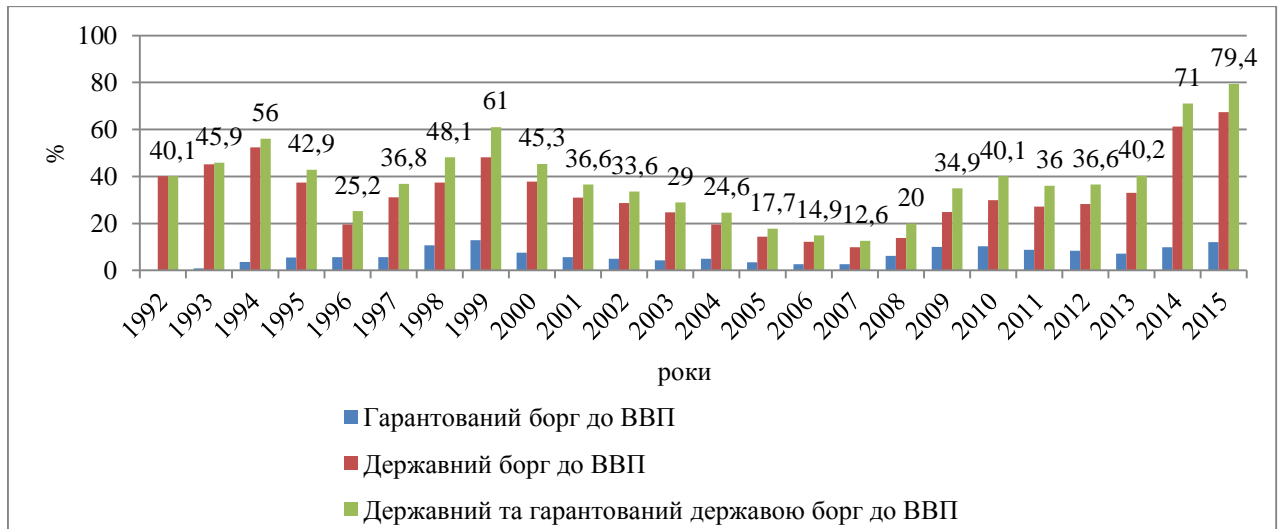
г) строк погашення



**Рис. 2.6. Структура державного боргу України на кінець 2015 р.\***

\*Джерело: побудовано на основі [186].

Слід зазначити, що на сучасному етапі формування державного боргу зумовлено зростанням співвідношення обсягів державного та гарантованого державою боргу до ВВП як унаслідок економічного спаду, девальвації валюти, так і через неефективність проведення боргової політики (рис. 2.7).



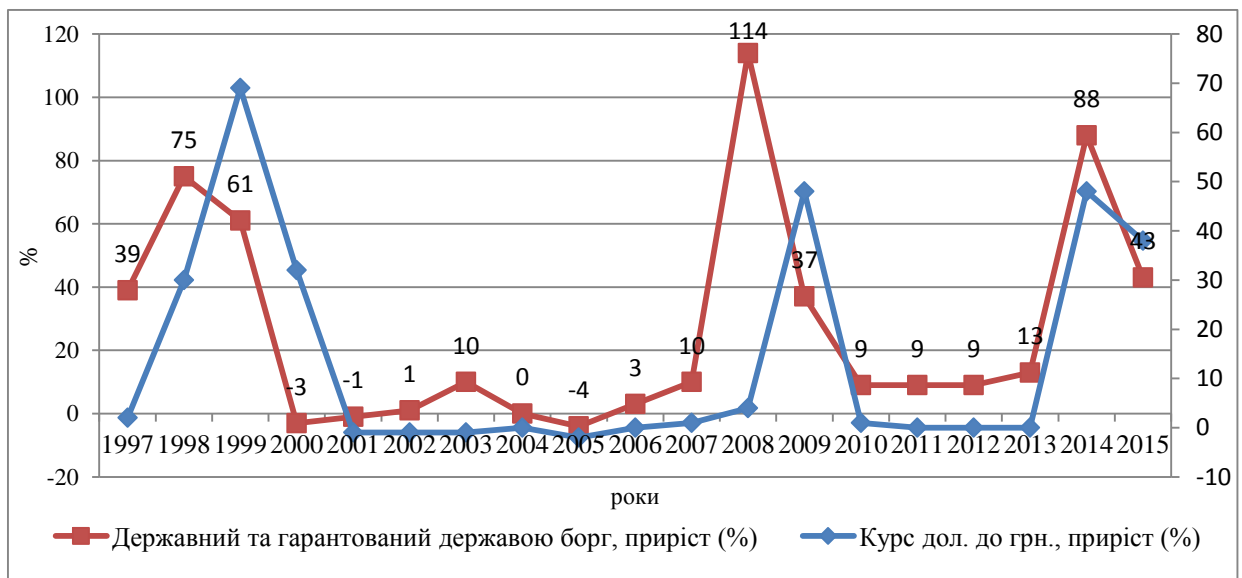
**Рис. 2.7. Динаміка співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП за 1992–2015 рр., %\***

\*Джерело: побудовано на основі [5; 186; 187].

У 1997 р. державний борг збільшився на 39% відносно ВВП і становив 30,3%. У 1998–1999 рр. приріст державного боргу дорівнював 75% та 61% відповідно, а в 1999 р. досягнув критичного значення відносно ВВП – 61%. У 2015 р. співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП досягло піку – 79,4% та продовжує зростати, що свідчить про його критичний розмір і суперечить законодавчим обмеженням, встановленим Бюджетним кодексом України. Державний та гарантований державою борг у 2016 р. заплановано в розмірі 86% ВВП (з них 66,4% ВВП – державний борг та 19,6% ВВП – гарантований борг) [147].

Характерною особливістю формування державного боргу є його взаємозв'язок з валютним курсом. Наведені статистичні дані (рис. 2.8) свідчать, що підвищення валютного курсу впливає на зростання державного боргу із лагом один рік. У 1998 р. державний борг збільшився на 75%, а в

1999 р. валютний курс підвищився на 69%. У 1999 р. підвищення валютного курсу спричинило значний приріст державного боргу та зростання його складової, що була номінована в іноземній валюті. Такі коливання валютного курсу та державного боргу характерні для перехідного періоду вітчизняної економічної системи. Так, зменшення обсягу державного боргу на 3% у 2000 р. зумовило зниження валютного курсу на 1% у 2001 р. Збільшення валютного курсу на 48% у 2009 р. спричинено зростанням державного боргу на 114% у 2008 р. унаслідок неефективної економічної політики держави. Позитивом у 2010 р. є стабілізація зростання валютного курсу гривні до долара США. Разом з цим, підвищення курсу долара до гривні у 2014 р. на 93% призвело до значного зростання обсягу державного та гарантованого державою боргу в 2015 р. на 43%. Така стрімка девальвація валюти зумовлена дефіцитом зовнішньоторговельного балансу, зменшенням обсягу іноземних інвестицій та інвестиційної діяльності багатьох організацій, які сприяли розвитку вітчизняної економіки.



**Рис. 2.8. Взаємозв'язок між обсягом державного боргу та валютним курсом\***

\*Джерело: побудовано на основі [4; 5; 187].

Впродовж останніх років на формування державного боргу впливають такі фактори:

1) зростання обсягу бюджетного дефіциту. Зменшення доходів і зростання видатків призвело до виникнення дефіциту бюджету. У 2012 р. дефіцит державного бюджету досягнув 3,79% ВВП, у 2013 р. – 4,59%. У 2014 р. дефіцит державного бюджету становив 4,98%. У 2015 р. в Україні було затверджено бюджетний дефіцит обсягом 3,9% ВВП, що може зумовити виникнення проблем з обслуговування боргових зобов'язань [17, с. 331];

2) збільшення обсягу зовнішнього приватного боргу. Приватний сектор залежить від ситуації на ринку зовнішньої торгівлі. Негативні тренди спричинені зростанням у структурі приватного боргу, що посилює боргові ризики. У 2015 р. короткостроковий борг у 4 рази перевищив міжнародні резерви та далі посилює девальвацію гривні;

3) низький рівень золотовалютних резервів. Міжнародні резерви Національного банку України у 2014 р. зменшились на 63,1%, або на 12882,47 млн. дол. США (до 7533,23 млн. дол. США). Разом з цим, державний і гарантований державою борг зріс на 88,4%. Упродовж 2015 р. частка монетарного золота в його структурі дещо зменшилася зважаючи на зарахування до складу міжнародних резервів позикових коштів від зовнішніх кредиторів, що, як правило, номіновані в доларах та євро. Таким чином, в Україні спостерігається не лише абсолютне зменшення обсягу міжнародних резервів, а й зниження рівня їхньої достатності, що в короткостроковій перспективі може спричинити дестабілізацію економічної системи (темпи приросту золотовалютних резервів і державного та гарантованого державою боргу наведені в дод. Е);

4) негативна динаміка платіжного балансу. Дефіцит поточного рахунка в 2014 р. зменшився до 5,3 млрд. дол. США, або на 4,0% ВВП. Дефіцит поточного рахунка в I кварталі 2015 р. становив 473 млн. дол. США, або 2,7% ВВП, що на 1 млрд. дол. США менше, ніж у I кварталі 2014 р. Низькі купівельна спроможність та економічна активність були основними

причинами його зниження. Зменшення експорту товарів на 33,0% у I кварталі 2015 р. (до 8,7 млрд. дол. США) спричинено спадом виробничих потужностей, ускладненням ситуації на Сході держави, зниженням світових цін на товарному ринку та ускладненням відносин із Росією. Імпорт товарів зменшився на 36,7% у річному вимірі (за відповідний період 2014 р. – на 18,8%), а його обсяги становили 9,9 млрд. дол. США, що відбулось унаслідок зниження внутрішнього попиту. У 2015 р. дефіцит платіжного балансу було зведено з профіцитом 849 млн. дол. США, що є результатом значного зменшення дефіциту поточного рахунка. Корекції поточного рахунка сприяло більш швидке зниження обсягів імпорту (33,5%) порівняно з експортом (30,5%) [6].

Таким чином, аналіз факторів впливу на формування державного боргу України свідчить, що в коротко- і середньостроковому періодах найбільшу небезпеку становлять: зростання обсягів дефіциту державного бюджету та приватного зовнішнього боргу; загострення боргової кризи в євроні; відсутність ефективної системи управління зовнішнім боргом. Реалізація пов'язаних з цим ризиків може зумовити виникнення проблем рефінансування, значного зменшення обсягів експорту, збільшення відпливу капіталу, погіршення умов кредитування вітчизняних позичальників, зростання видатків на обслуговування державного боргу.

## **2.2. Соціально-економічні наслідки обслуговування державного боргу України**

На сьогодні в Україні спостерігається економічна та соціальна криза, спричинена зростанням дефіцитності державного бюджету та активною акумуляцією державного боргу, що суттєво підвищує рівень видатків на обслуговування державного боргу і в умовах відсутності фінансових ресурсів

сприяє розвитку подальших кризових процесів на усіх рівнях соціально-економічної системи країни.

У цій ситуації уряд, використовуючи запозичення як інструмент фінансування дефіциту бюджету, може не тільки замінити боргом податкові надходження, а й підвищити державні витрати. Така небезпека отримала назву «моральний ризик» (moral hazard), який істотно впливає на довіру інвесторів до політики влади та формує обмеження попиту на обсяг державних цінних паперів у майбутньому. Так, в умовах використання державних запозичень як заміника податкових надходжень активне застосування податкового вирівнювання призводить до підвищення обсягу державного боргу, а зростання видатків на його обслуговування зумовлює збільшення дефіцитності державного бюджету. Відповідно така волатильність негативно впливає на подальші інвестиційно-кредитні очікування та можливості держави фінансувати бюджетний дефіцит, що призводить до втрати кредитоспроможності та економічної кризи в державі [42, с. 252].

Підтвердженням кризових явищ в Україні є невпинно зростаючі видатки на обслуговування боргів (табл. 2.5).

Зокрема, у загальній структурі видатки на обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу впродовж 2010–2015 рр. зросли у 5,6% рази. Загальні темпи підвищення платежів на обслуговування державного боргу зазнали геометричного зростання у 2015 р. (у 2013 р. – на 1,2%, у 2014 р. – на 1,5%, у 2015 р. – на 2,9%). Такий факт зумовлений стагнацією економіки, зменшенням обсягу експорту як основного джерела надходження грошових ресурсів, зниженням купівельної спроможності домогосподарств, імпорту та відповідно митних зборів (мита, ПДВ). У 2015 р. витрати на обслуговування та погашення державного боргу зросли проти 2014 р. у 2,9 рази до 503,4 млрд. грн. або 50,3% усіх витрат державного бюджету.



Таблиця 2.5

**Аналіз динаміки видатків на обслуговування державного боргу  
України за 2010–2015 рр.\***

Показники	Роки						Відхилення у 2015 р. порівняно з 2010 р.	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
Загальний обсяг платежів з обслуговування державного боргу, млрд. грн.	15,5	23,1	24,2	34,4	48,0	86,8	71,3	5,6
Темп зростання обсягу платежів з погашення та обслуговування державного боргу, %	1,0	1,6	1,3	1,2	1,5	2,9	1,9	2,9
Відношення платежів з обслуговування державного боргу до ВВП, %	1,4	1,8	1,7	2,2	3,1	4,4	3,0	3,1
Відношення платежів з обслуговування державного боргу до доходів загального фонду державного бюджету, %	4,9	5,8	5,4	7,8	14,9	17,2	12,3	3,5
Відношення платежів з обслуговування державного боргу до видатків державного бюджету, %	4,1	6,9	6,1	8,5	11,1	15,0	10,9	3,6

\*Джерело: складено та розраховано на основі [3; 5; 6; 51; 123].

Якщо розглядати обсяг видатків на обслуговування державного боргу у довгостроковому періоді (2016–2020 рр.), можна простежити, що в структурі видатків на обслуговування державного боргу переважатимуть боргові платежі за внутрішнім боргом, що зумовлено погашенням ОВДП 2009–2012 рр. та виплатою платежів за ними (табл. 2.6).

Так, співвідношення видатків на обслуговування зовнішнього боргу та видатків на обслуговування внутрішнього боргу в загальній структурі відповідно становлять: у 2015 р. – 64% і 36%, у 2016 р. – 57% і 43%. Прогнозні розрахунки свідчать, якщо уряд продовжуватиме здійснювати умовні зобов'язання за рахунок державного бюджету, то відволікатиметься 5,8–10,9% доходів.

Таблиця 2.6

**Прогнозні видатки з обслуговування державного боргу України  
у 2016–2020 рр., млн. грн.\***

Показники	Роки				
	2016	2017	2018	2019	2020
Обслуговування	9 420,32	7 683,	5 925	4 249	3 065
Внутрішній борг	5 931,14	4 782,	3 467,	1 864,	749,3
НБУ	129,76	123,14	116,53	109,91	103,31
ОВДП 2008 року	553,62	–	–	–	–
ОВДП 2009 року	3 359,48	3 209	2 343	1 303,	645,99
ОВДП 2010 року	1 048,79	778,04	607,04	450,53	–
ОВДП 2011 року	839,49	672,14	400,19	–	–
Зовнішній борг	3 489,18	2 901	2 458	2 385	2 316
ЄБРР	108,97	91,98	75,3	58,6	42,89
МБРР	545,6	493,41	441,41	390,15	341,52
МВФ	–	–	–	–	–
ОЗДП 2007 року	368,56	368,56	–	–	–
ОЗДП 2010 року	906,76	906,76	906,76	906,76	906,76
ОЗДП 2011 року	930,16	930,16	930,16	930,16	930,16
Японський банк міжнародного співробітництва	24,7	23,0	21,4	19,84	18,36

\*Джерело: складено на основі [51].

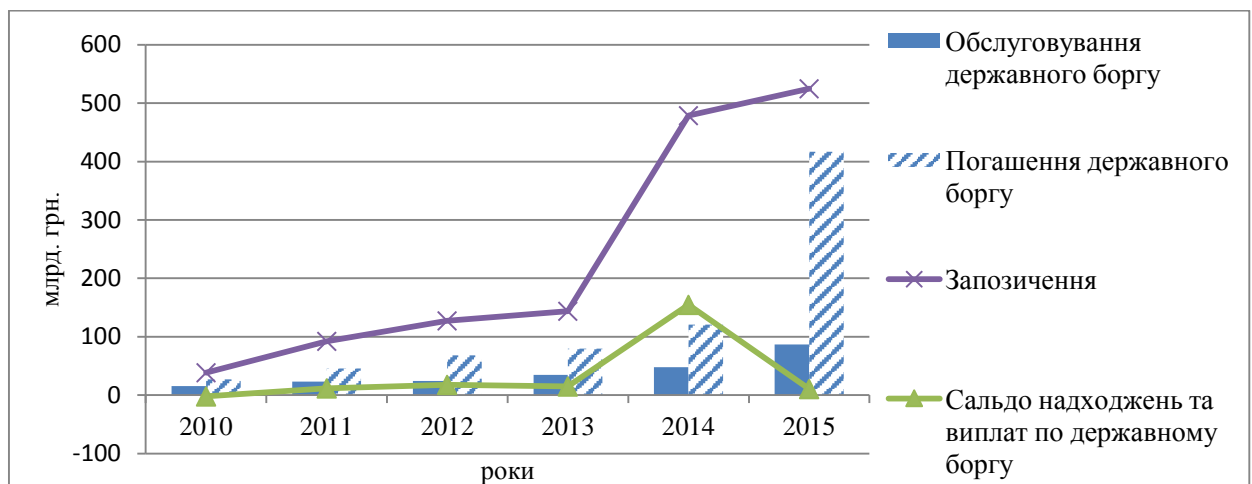
Разом з цим, впродовж останнього періоду спостерігається динаміка зниження показника співвідношення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, що засвідчує динамічне зростання зовнішнього боргового обслуговування та посилення економічної кризи в Україні.

В умовах акумуляції значних обсягів державних боргів та зростання видатків на їхнє обслуговування проведення невваженої боргової політики може зумовити виникнення «перевернутої піраміди», коли борг та видатки на обслуговування погашаються через залучення нових позик. У такому разі фінансування боргу є нерациональним порівняно з іншими методами.

Як свідчать дані рис. 2.9, нагромаджені позики впродовж 2010–2015 рр. дорівнювали обсягам кредитів та позик минулих років і зумовили загрозливу боргову ситуацію. Так відбувається відволікання бюджетних коштів за можливості залучення їх на цілі соціально-

економічного розвитку країни. У 2015 р. сальдо надходжень та виплат за державним боргом зменшилось, що свідчить про можливість зниження боргового навантаження у майбутньому.

Закономірним наслідком вищезазначеного є зниження всіх кредитних рейтингів України та присвоєння дефолтної або переддефолтної оцінки зобов'язанням у 2015 р., що посилює обмеження доступу до позик на міжнародних ринках або залучення їх за високими відсотковими ставками. Відповідно за таких умов у березні 2015 р. Україна отримала перший транш, що становив 5 млрд. дол. США, в рамках програми «Extended Fund Facility», згідно з якою планується кредитування обсягом 17,5 млрд. дол. США.



**Рис. 2.9. Баланс надходжень та платежів за державним боргом України впродовж 2010–2015 рр., млрд. грн.\***

\*Джерело: побудовано на основі [5; 33; 51].

Аналізуючи вплив факторів на зростання видатків на обслуговування державного боргу України, можна зазначити, що таке динамічне збільшення, на наш погляд, зумовлено зростаючим обсягом боргових зобов'язань, зокрема в іноземній валюті, змінним валютним курсом, зменшенням обсягів надання та повернення кредитів державного бюджету.

Згідно з наведеними у табл. 2.7 даними доходимо висновку, що нині спостерігається суттєве погіршення економічної ситуації в Україні. Такі

негативні тенденції підтверджені: значним підвищенням частки відношення державного боргу до ВВП, особливо у 2015 р. до 67,4%, з подальшою перспективою зростання; значним збільшенням обсягів державних запозичень щодо капітальних видатків бюджету (із 5,9% у 2010 р. до 29,4% у 2015 р.). Окреслена тенденція свідчить про неефективну систему вкладення запозичених ресурсів, що здійснюється не в інвестиційно-інноваційні проекти, а на покриття поточних видатків та дефіциту бюджету, і відповідно стимулює нарощення державних боргів і видатків на їхнє обслуговування.

Таблиця 2.7

**Аналіз впливу чинників зростання видатків на обслуговування державного боргу України за 2010–2015 рр.\***

Показники	Роки						Відхилення у 2015 р. порівняно з 2010 р.	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
Загальний обсяг платежів з обслуговування державного боргу, млрд. грн.	15,5	23,1	24,2	34,4	48,0	86,8	71,3	5,6
Наявність боргових зобов'язань в іноземній валюті, %	48,4	53,2	57,9	56,7	58,4	70,0	21,6	1,4
Валютний курс, грн. за 1 дол. США	8,0	7,9	8,0	8,6	15,6	24,0	16	3,0
Співвідношення обсягів щорічного надання та повернення кредитів державного бюджету, %	1,4	3,0	2,7	1,1	3,7	1,7	0,3	1,2
Зміна частки державного боргу щодо ВВП держави	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	0,4	2,3
Відношення обсягу державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету, %	5,9	2,6	3,7	9,0	22,7	29,4	23,5	5,9

\*Джерело: складено та розраховано на основі [4; 5; 6; 33; 51; 123].

Разом з цим, причинами значного зростання видатків на обслуговування державного боргу, на нашу думку, є негативна валютно-курсова політика, високий рівень короткострокових зовнішніх зобов'язань

резидентів України та вагома частка валютного кредитування в обсязі державного боргу (70,0%). У разі такої стрімкої девальвації, ризик настання якої пришвидшує та підсилює заміщення валюти і активів, спостерігається збільшення видатків на обслуговування державного боргу, знецінення національної валюти, зростання загальної суми боргових зобов'язань, а отже, відбуваються дестабілізація економічної ситуації та посилення боргового навантаження через потребу додаткового залучення кредитних ресурсів.

Відповідно для обслуговування боргу, що зумовлено постійним зростанням боргових платежів, доцільно підвищити обсяги позик або реформувати податкову систему, збільшивши податковий тягар. Таким чином позики та кредити в нашій державі набувають змісту антиципованих, тобто таких, які взято наперед. На наш погляд, збільшення дефіциту бюджету спричиняє формування негативного тренду зростання державного боргу та видатків на його обслуговування, що в свою чергу, призводить до збільшення бюджетного дефіциту, формуючи боргову спіраль. Разом з цим, на обслуговування боргових зобов'язань спрямовується значна частка доходів та обсягу ВВП. Згідно з прогнозами Міністерства фінансів України така ж ситуація спостерігатиметься в подальшому.

Для дослідження впливу зростання видатків з обслуговування державного боргу в Україні на соціально-економічну ситуацію в країні проведемо аналіз таких показників: частки виплат за середньо- і довгостроковими борговими зобов'язаннями в обсязі державного боргу; дефіцитності бюджету; платіжного балансу й балансу операцій з капіталом і фінансових операцій; ВВП держави; обсягів виробництва промислової продукції; рівня інфляції; індексу заробітної плати та ін.

Наведені у табл. 2.8 дані свідчать про негативний вплив підвищення валютного курсу (він знизився із 8,0 грн. / дол. США у 2010 р. до 24,0 грн. / дол. США у 2015 р.) на обсяг видатків з обслуговування державного боргу, що спричинило зростання рівня інфляції, зменшення купівельної спроможності гривні, посилення боргового тягаря, виникнення проблем у

банківській системі. Девальваційний шок, зумовлений зростанням боргових платежів, на нашу думку, є причиною фінансової нестабільності в країні.

Таблиця 2.8

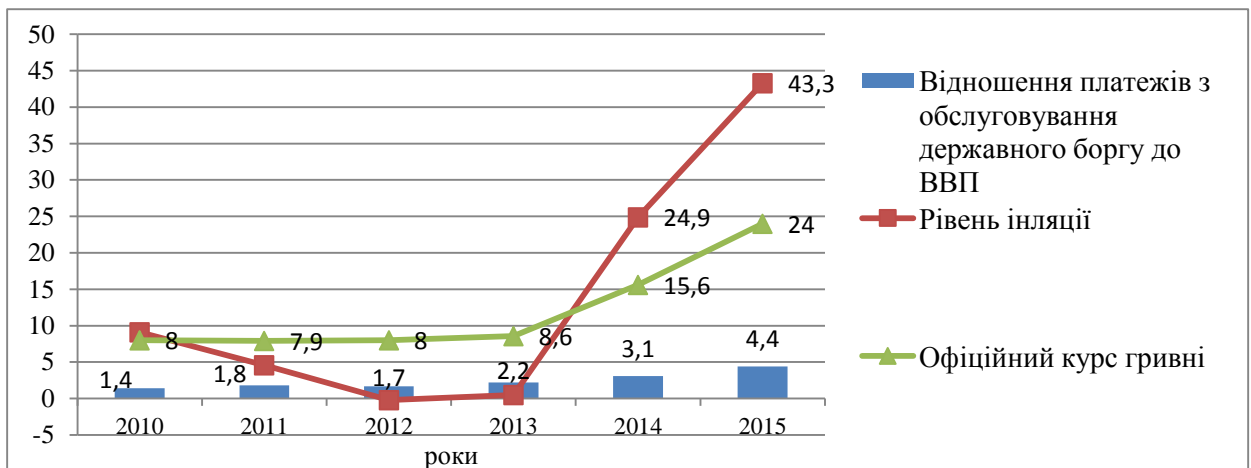
**Динаміка показників обслуговування державного боргу та факторів, що на них впливають упродовж 2010–2015 рр.\***

Показники	Роки						Відхилення у 2015 р. порівняно з 2010 р.	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
Загальний обсяг платежів з обслуговування державного боргу, млрд. грн.	15,5	23,1	24,2	34,4	48,0	86,8	71,3	5,6
<b>Економічні фактори</b>								
Дефіцит бюджету, млрд. грн.	64,3	23,6	53,5	64,7	78,1	45,2	-19,1	0,7
Сальдо платіжного балансу, млн. дол. США	5031	-2455	-4175	20231	-13307	849	-4182	0,2
Платіжний баланс операцій з капіталом та фінансових операцій, млн. дол. США	8049	7790	10140	18501	-8034	-113	-8162	0
Валютний курс, грн. за 1 дол. США	8,0	7,9	8,0	8,6	15,6	24,0	16	3,0
Рівень інфляції, %	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3	34,2	1,3
Обсяг виробництва промислової продукції, млрд. грн.	1065,5	1331,6	1400,2	1354,1	1195,5	1485,3	419,8	1,4
Індекси капітальних інвестицій, %	103,4	118,8	108,5	88,9	75,9	98,3	-5,1	0,9
ВВП, млрд. грн.	1082,5	1302,1	1411,2	1454,9	1566,7	1979,4	866,9	1,8
Облікова ставка НБУ, %	7,7	7,7	7,5	6,5	14,0	22,0	14,3	2,8
<b>Соціальні фактори</b>								
Доходи населення, всього, млрд. грн.	8479,4	9889,8	11492,4	12154,5	15310,7	13317,3	4837,9	1,6
Реальний наявний дохід, у відсотках до відповідного періоду попереднього року, %	118,7	110,9	113,1	105,0	86,7	83,7	35,0	1,4
Індекси реальної заробітної плати, %	110,5	111,0	111,0	106,8	86,5	90,1	-20,4	0,8

\*Джерело: складено та розраховано на основі [3; 4; 5; 6; 51; 123].

Разом з цим, коефіцієнт ефекту впливу рівня девальвації на динаміку цінової політики становить 30% з короткостроковим лагом. Так, після

одного-двох місяців після девальвації рівень інфляції зростає на 30%. У 2015 р. інфляція становила 43,3%, що є активним джерелом посилення девальваційних очікувань. Отже, зростання платежів з обслуговування державного боргу України призводить до виникнення девальваційно-інфляційної спіралі (рис. 2.10).



**Рис. 2.10. Взаємозв'язок витратів на обслуговування державного боргу України з валютним курсом та рівнем інфляції впродовж 2010–2015 рр.\***

\*Джерело: побудовано на основі [4; 5; 51].

Разом з цим, сальдо платіжного балансу в 2010 р. становило 5031 млн. дол. США, у 2015 р. досягло значення 849 млн. дол. США, що спричинено погіршенням інвестиційної привабливості країни, зменшенням обсягів залучення кредитних фінансових ресурсів для рефінансування минулих позик. Відповідно зростання витратів на обслуговування державного боргу України разом із значним дефіцитом поточного рахунка підвищують вразливість до зниження цінових співвідношень у зовнішній торгівлі й подорожчання кредитних ресурсів на світових ринках, унеможлиблюють отримання нових позик та спричиняють відмову від обслуговування зовнішнього боргу – дефолт.

Зростання боргових платежів в Україні, разом з фінансовою кризою на нашу думку, спричинили виникнення виробничої кризи, яка охопила підприємства чорної металургії та хімічної промисловості, що значною мірою забезпечували валютні та податкові надходження в країну.

Суттєво знизилась можливість промислового комплексу України здійснювати експортну діяльність на світових ринках, що одразу призвело до зменшення бюджетних ресурсів країни. Так, упродовж 2010–2015 рр. зменшення обсягів промислового виробництва становило 419,8 млрд. грн. [123]. Таке спадання є негативним трендом і характеризується використанням податкових надходжень для погашення боргових зобов'язань уряду. Цей факт також свідчить про зменшення можливостей держави фінансувати основні видатки – на соціальний захист, охорону здоров'я, розвиток галузей економіки, що знижує темпи економічного зростання. Окрім того, збільшення темпів приросту платежів за державним боргом порівняно з темпами реального ВВП зумовлює необхідність стимулювання попиту шляхом залучення державних кредитів і запозичень.

Аналіз вітчизняних реалій свідчить про зменшення обсягів золотовалютних резервів. Упродовж 2010–2015 рр. обсяг міжнародних резервів України зменшився на 38,5% і становив в абсолютному вираженні 13300,0 млн. дол. США. Це зумовлено насамперед використанням резервів НБУ для сплати платежів з обслуговування державного боргу, нерівномірністю надходження та відпливу вітчизняної валюти. Внаслідок таких дій уряду рівень міжнародних резервів перевищив критичну межу та негативно впливає на інвестиційний клімат держави, покращення якого є необхідним і важливим фактором економічного зростання.

Впродовж останнього періоду в Україні спостерігаємо тенденцію до нарощування обсягу короткострокового боргу, що зумовлює проблеми з виплатою іноземних кредитів. У 2015 р. співвідношення валютних резервів та короткострокового боргу становило 25,8%, що є мінімальним показником, який означає, що вітчизняній економіці не вистачатиме фінансових ресурсів



для забезпечення негативних тенденцій в економічній системі. Ймовірно, на наш погляд, також є ситуація, за якої Уряд України може порушувати графік боргових виплат при несприятливих змінах на міжнародному ринку.

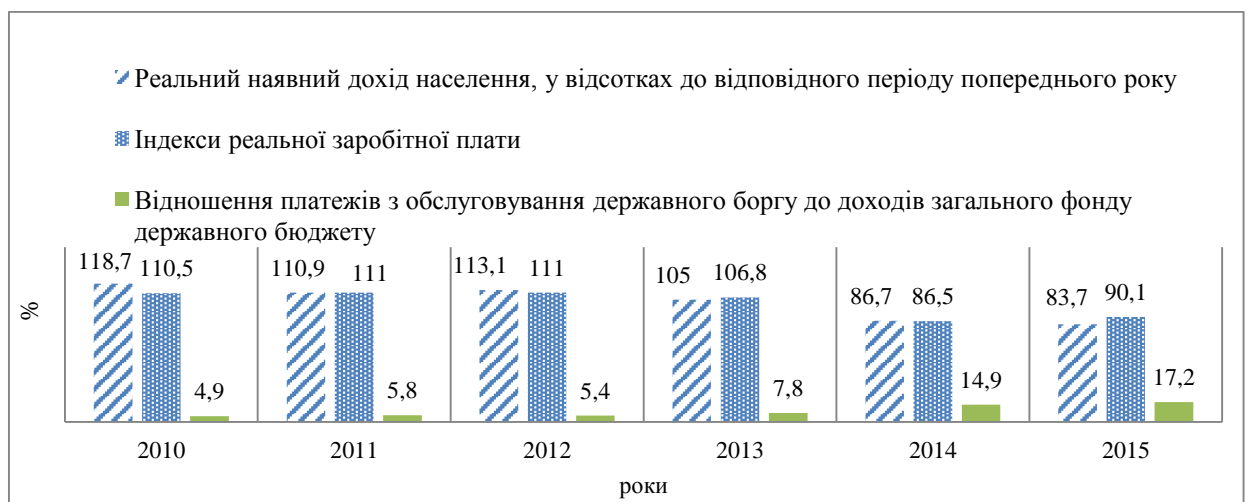
Зростання видатків на обслуговування державного боргу впливає негативно на добробут майбутніх поколінь. Дефіцитне фінансування зумовлює необхідність залучення урядом кредитів на фінансовому та боргових ринках, що збільшує попит на гроші та спричиняє зростання відсоткової ставки. Так, в Україні грошова маса у 2015 р. зросла на 44,8 млрд. грн., або на 1,9% – до 988,9 млрд. грн., монетарна база – на 0,8% або на 2,8 млрд. грн., шляхом викупу державних облігацій, витрачання валюти з резервів. Наголошувалось, що монетизація державного боргу Національним банком України була вимушеною і безальтернативною ситуацією, оскільки одержані міжнародні позики спрямовувались на погашення минулих боргів [126, с. 80].

Водночас спостерігається суттєве зростання облікової ставки НБУ – із 7,75% у 2010 р. до 14,0% у 2014 р. та 22% у 2015 р., що зменшує попит на гроші з боку приватних інвесторів та призводить до зниження рівня вкладення інвестицій у процес виробництва. Динамічне зменшення обсягів інвестицій відбувається через зниження індексу капітальних інвестицій (у 2011 р. – 118,8%, у 2012 р. – 108,5%, у 2013 р. – 88,9%, у 2014 р. – 75,9%, у 2015 р. – 98,3%). Проте слід зауважити, що ступінь впливу негативних наслідків залежить від відносного розміру акумульованого боргу, розгортання інфляційних процесів, що в умовах зниження ВВП становить загрозу для макрофінансової стабільності.

Зростання обсягу видатків на обслуговування державного боргу, на наш погляд, може призводити до неспроможності надавати послуги соціального напрямку внаслідок боргового навантаження на бюджет, що погіршуватиме розподіл доходів населення. Так, незважаючи на зростання номінальних доходів населення, зокрема заробітної плати, індекси реального

збільшення доходів суттєво зменшуються із 118,7% у 2010 р. до 83,7% у 2015 р. (рис. 2.11).

Подальше зниження купівельної спроможності домогосподарств і населення у 2015 р. унаслідок збільшення обсягу боргових витрат, на нашу думку, може спричинити зростання бідності, соціальної напруги, погіршення соціальної стабільності країни.



**Рис. 2.11. Соціальні наслідки обслуговування державного боргу України за 2010–2015 рр., %\***

\*Джерело: складено та розраховано на основі [5; 33; 51; 123].

Разом з цим, зростання видатків на обслуговування державного боргу в поєднанні з високим рівнем інфляції та коливаннями валютного курсу зумовили зменшення реальної зарплати в Україні у 2015 р. на 18,5%, що є надзвичайно негативним соціальним наслідком. Відповідно індекс реальної заробітної плати зменшився із 106,8% у 2013 р. до 86,5% у 2014 р. та 90,1% у 2015 р. Зростання відсоткової ставки й зменшення ставки заробітної плати спричинило зниження питомої ваги оплати праці у доході та підвищення обсягів позиченого капіталу. Так, упродовж останнього періоду соціальні видатки в абсолютному значенні збільшились, проте за відсотковими ставками спостерігається зменшення їхньої частки в Зведеному бюджеті України (з 64,4% у 2013 р. до 55,6% у 2015 р.). Отже, здійснення відсоткових

виплат за державним боргом обмежує можливість держави фінансувати соціально-економічні заходи, тому й простежуємо зменшення бюджетних доходів.

З метою детальнішого дослідження економічних наслідків обслуговування державного боргу України проведемо кореляційний аналіз впливу видатків на обслуговування державного боргу на інші показники економічного розвитку (табл. 2.9). Кореляція здійснюється за допомогою програми STATISTICA за формулою 2.1, що відображає зв'язки між показниками:

$$r_{xy} = \frac{\sum d_x + d_y}{\sqrt{\sum d_x^2 + d_y^2}}. \quad (2.1)$$

При інтерпретації результатів кореляційного аналізу величина похибки має становити  $p > 0,05$ . Коефіцієнти парної кореляції зростання видатків на обслуговування боргу та показники економічного розвитку України подано в дод. Ж.

Наведені дані підтверджують, що найбільший взаємозв'язок спостерігається між показником видатків на обслуговування державного боргу та валютним курсом ( $r = 0,99$ ), що зумовлено формуванням зовнішньому боргу та залученням державних запозичень в іноземній валюті (табл. 2.9). На наш погляд, девальвація під тиском зростання видатків з обслуговування державного боргу має пагубні для економіки наслідки, оскільки значна частка боргу номінована в іноземній валюті, що зумовлює інфляційний тиск. Вплив зростання суми заборгованості на інфляційні очікування лише підсилює цю динаміку.

Запровадження плаваючого валютного курсу у квітні 2014 р., на нашу думку, спричинило стрімке знецінення грошової одиниці та підвищення загального рівня цін, що було підсилено спекулятивними атаками на валютному ринку. За таких умов обслуговувати державні зобов'язання дуже складно, оскільки основною валютою встановлено долар. Так, за станом на кінець грудня 2015 р. валютний курс становив 24,0 грн./дол. США, а

державний борг у 2,2 рази перевищив обсяг планових доходів на 2016 р. (595,2 млрд. грн.).

Таблиця 2.9

**Матриця вибору найбільш значимих кореляційних факторів впливу  
видатків на обслуговування державного боргу на економічний розвиток  
України за 2010–2015 рр.\***

№ з/п	Показники	Рівняння	Коефіцієнт кореляції
1	Загальні боргові витрати бюджету, $X_1$	$Y = 30,80 + 1,09 \times X_1$	$r = 0,89$
2	Валютний курс, грн. за 1 дол. США, $X_2$	$Y = -81,30 + 12,9 \times X_2$	$r = 0,99$
3	ВВП, $X_3$	$Y = 1231,6 - 3,0240 \times X_3$	$r = -0,71$
4	Обсяг виробництва промислової продукції, $X_4$	$Y = 115,13 - 0,74 \times X_4$	$r = -0,93$
5	Платіжний баланс, $X_5$	$Y = 71,08 - 0,037 \times X_5$	$r = -0,82$
6	Платіжний баланс операцій з капіталом та фінансових операцій, $X_6$	$Y = 2185,6 - 85,04 \times X_6$	$r = -0,72$
7	Рівень інфляції, $X_7$	$Y = -12,0 + 1,01 \times X_7$	$r = 0,42$
8	Дефіцит бюджету, $X_8$	$Y = 70,8 + 12,80 \times X_8$	$r = 0,34$

\* Джерело: розраховано автором за допомогою програми Excel на основі даних Міністерства фінансів України та Державної служби статистики України.

Відповідно відсутність механізму стабілізації національної валюти є причиною виникнення проблем з обслуговуванням державного боргу в 2016 р. Встановлення плаваючого курсу як механізму передбачає здійснення таргетування інфляції. Відповідно зменшення інфляції в умовах збільшення ставки НБУ лише погіршить фінансову ситуацію.

Зростання видатків на обслуговування державного боргу на 1% зумовлює збільшення загальних боргових витрат на 0,89%, підвищення рівня інфляції на 0,42%, бюджетного дефіциту – 0,34%, зменшення обсягу промислової продукції – 0,93%, наслідком чого є зменшення платіжного

балансу – 0,82%. Відповідно зростання видатків на обслуговування державного боргу знову спричинюватиме збільшення дефіциту бюджету та платіжного балансу, що характеризує значну залежність між фінансово-економічними процесами та видатками на обслуговування державного боргу. Наслідками зростання дефіциту платіжного балансу та фінансування його за рахунок державного бюджету, на нашу думку, є збільшення обсягів кредиторської заборгованості підприємств, зовнішніх і внутрішніх позик та відсоткових ставок за ними, призупинення імпорту через відмову постачальників, погашення боргу продукцією нерезидентів.

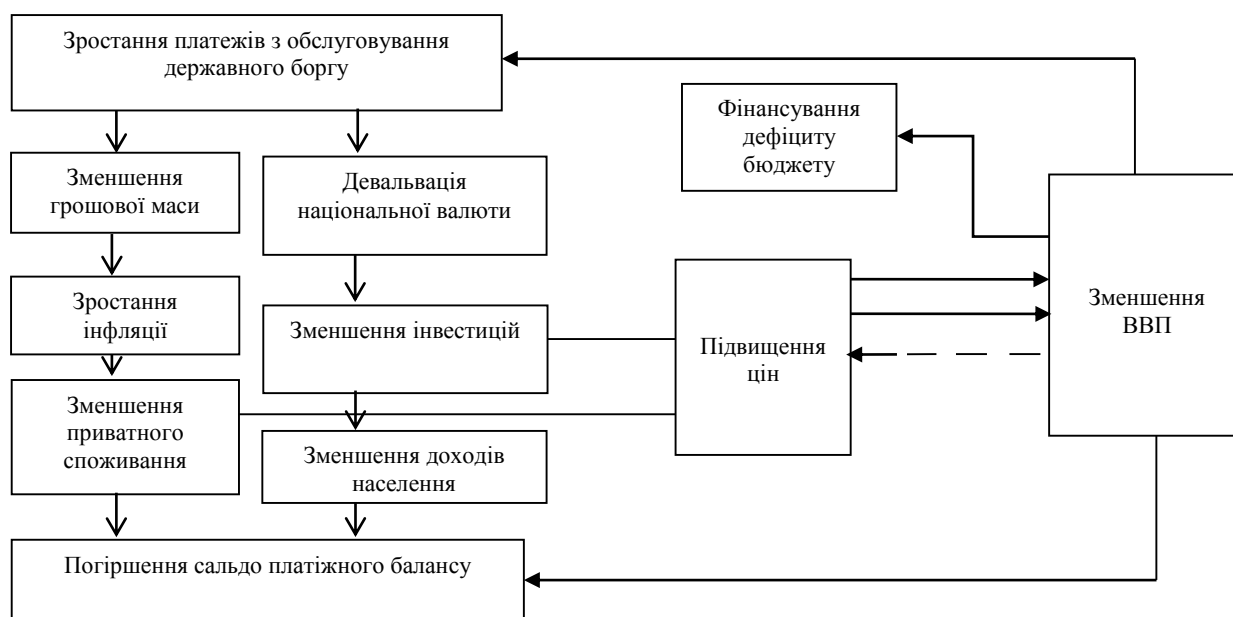
Разом з цим, зростання видатків на обслуговування державного боргу загалом підвищує видатки державного бюджету та зумовлює доцільність пошуку нових джерел фінансування доходів, що в майбутньому збільшить податковий тягар на юридичні та фізичні особи. Такий факт підтверджує наявність ризику банкрутства підприємств та соціальної нестабільності. Отже, пошуки джерел обслуговування державного боргу дали змогу з'ясувати необхідність підвищення податкового навантаження та термінового втручання держави в економічну діяльність суб'єктів господарювання.

Так, фактори, які зумовлюють зростання обсягу видатків на обслуговування державного боргу, залежно від дії наслідків впливу, на наш погляд, можна розподілити на дві групи: умовні, які залежать від способу формування та обсягу державного боргу (інфляція, девальвація національної валюти) і безумовні – спричинені тією бюджетною та грошово-кредитною політикою, яку проводить уряд (ефект витіснення, вплив капіталу (при зовнішніх запозиченнях), перекладення тягаря сплати податків на майбутні покоління, перерозподіл доходів на користь власників цінних паперів, нецільове використання залучених ресурсів, соціальна нестабільність).

На рис. 2.12 схематично проілюстровано основні наслідки обслуговування боргових зобов'язань України.

Помірне збільшення видатків на обслуговування державного боргу, що супроводжується позитивною динамікою економічного зростання на

інвестиційній основі та низьким рівнем інфляції, не передбачає макроекономічних дисбалансів. Проте виникнення значних обсягів боргових платежів, на нашу думку, спричиняють зростання рівня інфляції та підвищення дефіциту платіжного балансу, що обмежує можливість нових запозичень. В умовах недостатніх валютних резервів і несприятливих зовнішніх умов виникла фінансова криза, яка додатково погіршила можливості обслуговування державного боргу України.



**Рис. 2.12. Економічні наслідки обслуговування боргових зобов'язань України\***

\*Джерело: побудовано на основі [228, с. 161].

Разом з цим, іншими негативними наслідками зростання видатків на обслуговування державного боргу України вважаємо:

- послаблення економічної незалежності держави, що визначається здатністю уряду здійснювати самостійну фінансову та економічну політику, спрямовану на розвиток соціальної сфери і забезпечення потреб населення, спроможністю підтримувати інвестиційний клімат національними ресурсами;
- перенесення боргового тягаря на майбутні покоління. Фінансування дефіциту бюджету позиковими ресурсами є причиною зростання додаткових

видатків без обмеження споживання, спрямованого на поточні потреби, зате обслуговування боргу здійснюватиметься за рахунок обмеження споживання у майбутньому. У довгостроковому періоді негативним економічним трендом є зменшення обсягу капіталу та заощаджень в економіці держави;

- зниження рівня ефективності національної економіки, оскільки значні кошти спрямовуються з виробничого сектору, перерозподіляючи дохід від приватного до державного сектору, що посилює нерівність у доходах;

- необхідність виплати відсотків зумовлює підвищення діючих ставок податків та введення нових податків, що збільшує податковий тягар і обмежує економічні стимули;

- зниження рівня заощаджень домогосподарств, які є фактором економічного зростання, що зумовлює ефект «витіснення капіталу», зменшення обсягів національного виробництва та доходів бюджету;

- надмірне зростання видатків на обслуговування державного боргу спричиняє виникнення боргової кризи, країна стає некредитоспроможною внаслідок зменшення до неї довіри на світовому ринку. Уряд у такому разі змушений підвищувати ставки податків і проводити емісію грошей. При емісії та розміщенні довгострокових облігацій тягар боргу покладається на майбутні покоління, що призводить до зниження рівня добробуту населення;

- збільшення дефіциту та зростання інфляції в довгостроковому періоді («ефект вулкана»). На початковому етапі наслідки обслуговування боргу незначні, проте зростання обсягу боргових платежів через певний період зумовлює ніби своєрідне виверження «вулканічної лави», що спричиняє інфляцію разом з дефіцитом, збільшення грошової маси та, як підсумок, уповільнення економічного зростання.

Так, зростання видатків на обслуговування державного боргу, на нашу думку, призводить до формування боргової та економічної криз (рис. 2.13).

Отже, ускладнення соціально-економічної ситуації в країні внаслідок збільшення видатків на обслуговування державного боргу є головним

дестабілізуючим фактором, що погіршує рівень фінансової стійкості та гальмує економічне зростання.



**Рис. 2.13. Наслідки зростання видатків на обслуговування державного боргу України\***

\*Джерело: побудовано автором самостійно.

Така ситуація потребує термінового застосування відповідних заходів, зокрема проведення реструктуризації боргових зобов'язань.

### **2.3. Оцінка індикаторів цільових орієнтирів формування та обслуговування державного боргу в контексті боргової безпеки України**

В останній період макроекономічна тенденція відходу від принципу збалансованості бюджету та накопичення державного боргу в Україні набула небезпечного характеру для збереження економічної безпеки та дотримання критеріїв бюджетної дисципліни Європейського Союзу. Передумови для активізації трендів деструктивного характеру у системі управління державним боргом, на наш погляд, було закладено впродовж 2004–2007 рр.,



коли щорічне зростання номінальної величини видатків не корелювало з динамікою доходів бюджету та спричинило активне залучення боргових ресурсів. Упродовж 2008–2015 рр. збереження тенденції випереджального зростання бюджетних видатків порівняно з доходами на фоні вичерпання фіскального потенціалу наповнення державного бюджету призвело до різкого зростання державного боргу, що перевищує граничне значення боргової безпеки та не відповідає маастрихтським критеріям конвергенції до Європейського економічного і валютного союзу. Водночас важливим елементом удосконалення механізму формування та обслуговування державного боргу України є аналіз кількісних параметрів та оцінка боргової безпеки країни, особливо якщо зважати на необхідність моніторингу щодо можливості виникнення в країні дефолтної ситуації.

Для визначення критичності обсягів державних запозичень і виявлення пов'язаних із заборгованістю потенційних ризиків використовують боргові показники. Забезпечення адекватної оцінки боргової безпеки держави потребує аналізу не лише як статичних значень боргових показників, а й зміну їх у часі впродовж не менш, ніж п'ять років [109, с. 275].

Підґрунтям для оцінювання боргової безпеки держави є аналіз основних індикаторів державного боргу. Побудова такого оцінювання, на нашу думку, визначається не лише загальним рівнем боргового навантаження держави, а її борговою стійкістю (здатністю здійснювати вчасний розрахунок за борговими зобов'язаннями) та борговим потенціалом (потенційною можливістю акумулювати фінансові ресурси для покриття витрат за державним боргом). Відповідно аналіз і прогнози оцінних показників за цими групами є важливим етапом формування та обслуговування державного боргу України.

Так, у табл. 2.10 наведена динаміка показників боргового навантаження України впродовж 2010–2015 рр. Представлені показники боргового навантаження дають змогу виявити залежність виконання

бюджету від позикових коштів і визначають можливість невиконання зобов'язань, що безпосередньо впливає на вартість залучених позикових ресурсів.

Таблиця 2.10

**Динаміка показників боргового навантаження України  
(Load of public debt – Lpd) за 2010–2015 рр.\***

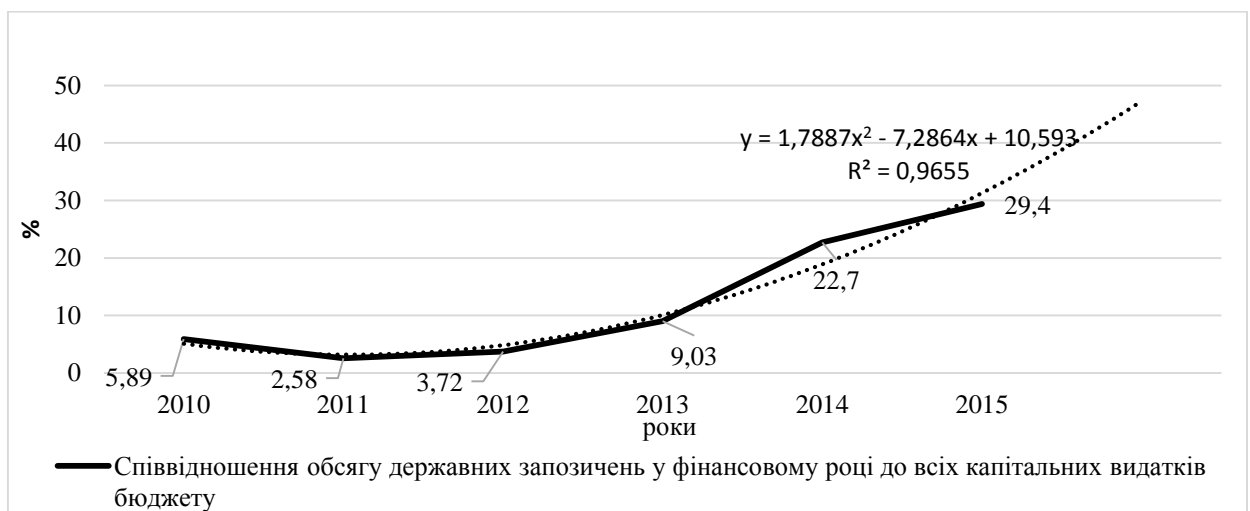
№ з/п	Показники	Роки						Відхилення у 2015 р. порівняно з 2010 р.	
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
1	Коефіцієнт граничної продуктивності державного боргу	1,2	1,1	0,9	0,9	0,5	0,8	- 0,4	0,6
2	Співвідношення витрат на погашення та обслуговування державного боргу до доходів бюджету, %	18,1	22,0	27,4	33,8	52,0	93,4	75,3	5,2
3	Співвідношення обсягу державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету, %	5,9	2,6	3,7	9,0	22,7	29,4	23,5	5,9
4	Частка виплат за середньо- і довгостроковими борговими зобов'язаннями в обсязі державного боргу, %	3,0	6,7	11,8	18,3	15,1	8,4	5,4	2,8
5	Частка прострочених боргових зобов'язань, %	0,3	0,6	0,3	0,8	0,1	0,7	0,4	2,3
6	Рівень зовнішньої заборгованості на душу населення, дол. США	759,2	821,1	848,1	827,0	904,2	1017,0	257,8	1,3

\*Джерело: складено та розраховано на основі [5; 6; 51; 123].

Одним з основних показників оцінки боргового навантаження на бюджет є коефіцієнт співвідношення витрат на погашення та обслуговування державного боргу до доходів бюджету. Впродовж останнього періоду (2010–2015 рр.) відбулися негативні зрушення, що спричинили виникнення постійної тенденції до збільшення значень цього показника. В 2015 р.

співвідношення витрат на погашення та обслуговування державного боргу до доходів бюджету зросло у 5,2 разу та перевищило граничне значення показника 45%, що загрожує виникненню проблеми із затримками у виплатах відсоткових платежів за борговими зобов'язаннями України.

Аналізуючи показники боргового навантаження, варто вказати на значне зростання обсягів державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету (у 5,9 разу за 2010–2015 рр.), що свідчить про застосування державних запозичень більшою мірою на утримання державних підприємств, підтримку існування державного механізму, покриття дефіциту бюджету, а не інвестиційно-інноваційні вкладення в економіку (і відповідно стимулювання збільшення ВВП, доходів бюджету та повернення вкладених боргів) (рис. 2.14).



**Рис. 2.14. Динаміка та прогнозування співвідношення обсягу державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету за 2010–2015 рр., %\***

\*Джерело: розраховано та побудовано автором самостійно.

Прогнозована величина співвідношення обсягу державних запозичень у фінансовому році до всіх капітальних видатків бюджету на наступні періоди може бути розрахована за рівнянням  $y = 1,7887x^2 - 7,2864x + 10,593$  з рівнем довіри 96,5%. За отриманими

даними, можна зробити висновки про подальше зростання темпів співвідношення обсягу державних запозичень до капітальних видатків бюджету у 2016 р. – 47,2% у 2017 р. – 66,7%, що свідчить про збільшення боргового тягара, відсутність їхнього інвестиційно-інноваційного розвитку та необхідність розробки нової боргової політики.

Разом з цим, частка виплат за середньо- і довгостроковими борговими зобов'язаннями в обсязі державного боргу в 2015 р. зменшилась на 44,3% порівняно з попереднім роком, що зумовлює зростання боргового навантаження на бюджет і посилює макроекономічні диспропорції та дисбаланс бюджетної структури. Враховуючи складний фінансово-економічний стан держави (зростання дефіцитності державного бюджету та зменшення ВВП України), частка прострочених боргових зобов'язань залишається на невисокому рівні.

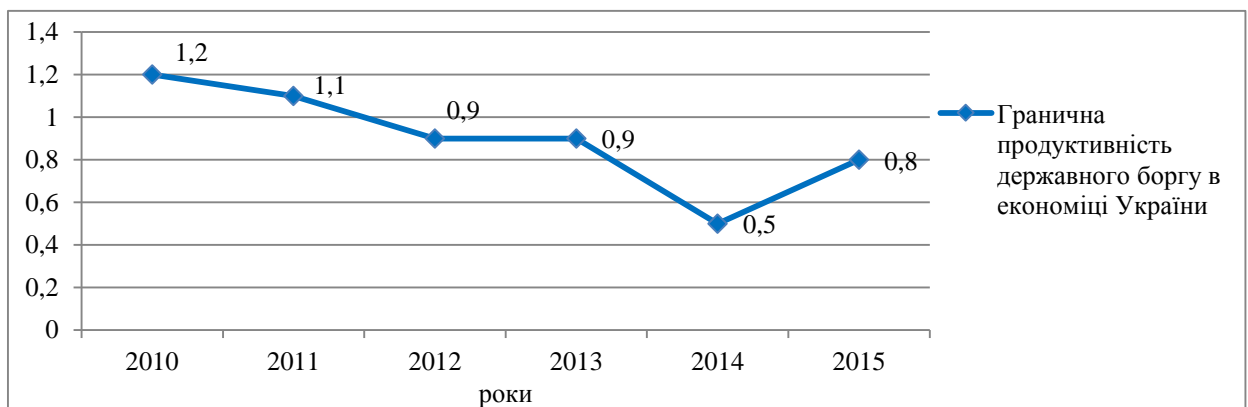
Аналізуючи показники боргового навантаження України, доцільно, на наш погляд, розглянути динаміку рівня зовнішнього боргу на душу населення. Наведені дані ілюструють чітку тенденцію до зростання вищезазначеного показника. За цим індикатором порогове значення встановлено у розмірі 200 дол. США. За період 2010–2015 рр. обсяг зовнішнього боргу на душу населення збільшився у 1,3 разу, досягнувши значення 1017,0 дол. США. Для зменшення негативної тенденції, що виявлено за допомогою такого індикатора, доцільно здійснювати політику оптимізації боргового портфеля шляхом скорочення зовнішньої складової з одночасною підтримкою загального обсягу державного боргу в економічно безпечних межах.

Розглянуті вище показники боргового навантаження зумовлені значним чином перекредитуванням боргу в економіці України, що призвело до виникнення певних економічних проблем. Кількісну оцінку надлишкового боргового навантаження розрахуємо за допомогою показника, запропонованого канадським економістом А. Фекете для аналізу стану сучасної світової фінансової системи [253]. Вчений пропонує

використовувати показник граничної продуктивності боргу (ГПБ), що розраховується за формулою 2.2:

$$\text{ГПБ} = \Delta\text{ВВП} / \Delta\text{Борг}. \quad (2.2)$$

Динаміка показника граничної продуктивності державного боргу України, наведена на рис. 2.15, відображає негативну тенденцію до зменшення його ефективності. Так, упродовж 2012–2015 рр. цей показник становив менше 1, що демонструє значне зменшення ефективності відтворювального боргу, посилення деструктивних трендів у фінансовому та реальному секторах економіки. Незважаючи на те, що у 2015 р. значення показника було позитивним, різке зниження продуктивності боргу призвело до виникнення проблем з обслуговування боргових зобов'язань та зумовило необхідність проведення процедури реструктуризації.



**Рис. 2.15. Гранична продуктивність державного боргу України впродовж 2010–2015 рр.\***

\*Джерело: розраховано та побудовано на основі [5; 51; 123].

Таким чином, державний борг у національній економіці зберігає певну продуктивність. Однак упродовж останнього періоду темпи зростання боргу значно перевищують темпи ВВП. У 2014–2015 рр., у період фінансової кризи, цей процес посилюється. На сьогодні боргова ситуація в Україні є доволі нестабільною. Головну роль у цьому відіграє не лише обсяг боргу, а його співвідношення з реальним і фінансовим секторами економіки

країни. Скорочення обсягів експорту, зменшення запасів обігових коштів, криза в країнах єврозони, низька продуктивність праці зумовлюють зростання ризику неможливості сплати боргових платежів у майбутньому.

У другій групі показників розглянемо можливості оцінювання боргової стійкості (Debt sustainability – Spd), що спрямована на формування основних тенденцій можливості настання критичних ситуацій, що виникають у разі підвищених ризиків, пов'язаних із проведенням боргової політики (табл. 2.11).

Оцінювання боргової стійкості, на нашу думку, дає змогу виявити можливості щодо:

- економії бюджетних коштів як за рахунок зменшення обсягу державного боргу, так і видатків на його обслуговування;
- оптимізації боргового портфеля;
- результативності дотримання вимог, встановлених Бюджетним кодексом України.

Центральними узагальнюючими показниками боргової стійкості держави є співвідношення державного боргу до ВВП / доходів бюджету. Так, в Україні за офіційно встановленого граничного рівня 60% значення показника співвідношення державного боргу до ВВП на кінець 2015 р. становило 67,4% (це найвище значення за період незалежності України), що зумовлено передусім активізацією процесу співробітництва з кредитними організаціями на ринку міжнародних позикових капіталів. Перевищення граничного рівня зумовлює вплив вітчизняного капіталу за кордон та зменшення обсягу інвестицій в економіку України через необхідність обслуговувати державний борг.

Разом з цим, негативні тенденції щодо зростання обсягу державного боргу та зменшення ВВП демонструє коефіцієнт зміни частки державного боргу щодо ВВП держави, який розраховується за формулою 2.3 [271, с. 33]:

Таблиця 2.11

**Динаміка показників боргової стійкості України  
(Debt sustainability – Spd) впродовж 2010–2015 рр.\***

№ з/п	Показник	Роки						Відхилення у 2015р. порівняно з 2010р.	
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
1	Співвідношення обсягу державного боргу до доходів бюджету, %	138,2	114,5	115,8	112,8	294,1	248,5	110,3	1,8
2	Частка умовного боргу в загальній структурі, %	33,6	32,4	29,1	26,3	14,0	15,1	-18,5	0,4
3	Питома вага бюджетних кредитів у структурі державного боргу, %	1,5	2,0	1,6	1,4	0,4	0,2	-14,8	0,1
4	Частка боргових зобов'язань в іноземній валюті, %	48,4	53,2	57,9	56,7	58,4	70,0	21,6	1,4
5	Коефіцієнт маневрування (співвідношення фактичних видатків на обслуговування державного боргу до планових)	1	0,9	1,2	1,1	0,8	1	0	1
6	Співвідношення державного боргу до ВВП, %	29,9	27,4	28,3	29,3	60,5	67,4	37,5	2,2
7	Зміна частки державного боргу по відношенню до ВВП держави	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,4	2,3
8	Динаміка зміни кредитного рейтингу відповідно до даних рейтингового агентства Standst and Poor's	B-	B	B+	Saa1	CCC-	BBB	—	—
9	Коефіцієнт чистого залучення (різниця між обсягами залучених позик та витратами на погашення і обслуговування державного боргу, млрд. грн	-2	11,9	17,5	14,9	154,9	10,7	12,7	5,3

\*Джерело: складено та розраховано на основі [5; 6; 51; 123].

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t}{1+g_t} - \frac{g_t}{1+g_t} \times d_t - p_t, \quad (2.3)$$

де  $d_t - d_{t-1}$  – зміна частки державного боргу до ВВП країни,  $d_t$  – рівень валового боргу щодо ВВП на кінець періоду  $t$ ,  $d_{t-1}$  – рівень валового боргу

щодо ВВП на кінець періоду  $t-1$ ,  $r_t$  – реальна відсоткова ставка в період  $t$ ,  $g_t$  – темп зростання реального ВВП у період  $t-1$  до  $t$ ,  $p_t$  – співвідношення первинного бюджетного сальдо (дефіциту або профіциту) щодо ВВП у періоді  $t$ .

Так, у 2015 р. коефіцієнт зміни державного боргу щодо ВВП держави зріс у 2,3 разу, що зумовлено значною девальвацією національної валюти, зростанням обсягу державних запозичень, зниженням експорту, погіршенням динаміки промисловості.

Показник співвідношення державного боргу щодо доходів бюджету використовується як показник стійкості безпечного рівня та характеризує можливість виникнення боргових проблем унаслідок невиконання зобов'язань у майбутньому в разі значних темпів зростання боргу порівняно з надходженнями бюджету. Максимальний рівень показника зафіксовано у 2014 р. – 294,1% (при граничному значенні 300%). Негативні тенденції пояснюються девальвацією валютного курсу (97,3%), збільшенням обсягу зовнішнього короткострокового боргу та зменшенням доходів домогосподарств. Таке зростаюче навантаження на вітчизняну економіку є внутрішнім негативним сигналом про стан економічного розвитку і на сучасному етапі, і в перспективі, що свідчить про потребу припинення подальшої акумуляції державного боргу та необхідність реформування фінансової політики держави в напрямі оптимізації державних фінансових витрат [80, с. 152].

Разом з цим, на погіршення боргової стійкості України, на нашу думку, вказує значний обсяг державного боргу в іноземній валюті (58,4% у 2014 р., 70,0% у 2015 р.). Нормативне значення цього показника становить 30% [30, с. 110]. Відхилення від норми свідчить про низький розвиток ринку цінних паперів в Україні, зростання залежності міжнародних запозичень в умовах відсутності внутрішніх ресурсів держави. Така зовнішня фінансова залежність негативно впливає на фінансовий стан держави, враховуючи різкі коливання курсу національної грошової одиниці щодо іноземних валют, що



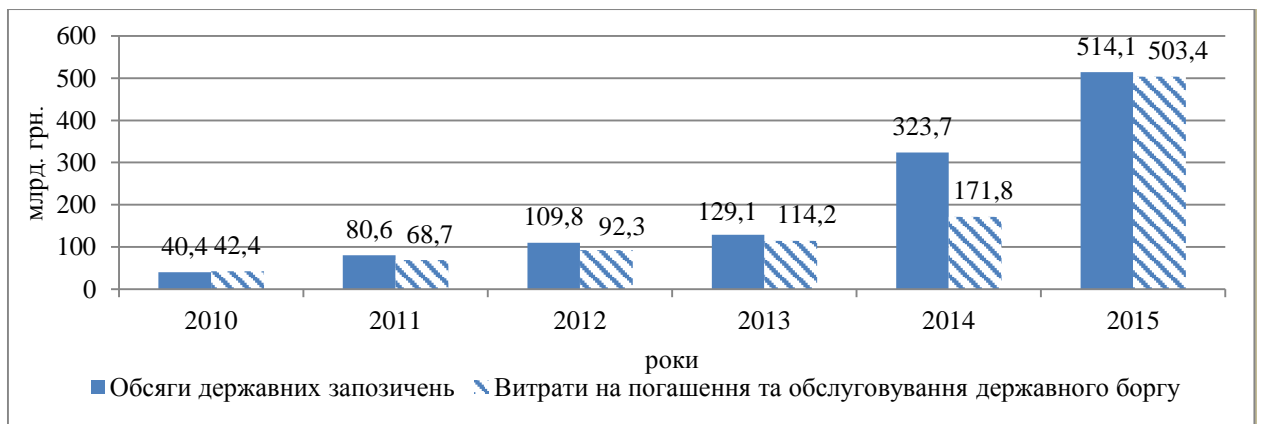
суттєво підвищує рівень витрат на обслуговування та погашення державного боргу.

Особливістю аналізу боргової стійкості є визначення коефіцієнта маневрування, який дає змогу оцінити державний борг з точки зору зміни співвідношення видатків на його обслуговування. У 2015 р. коефіцієнт маневрування становив 1, що вказує на позитивні тенденції процесу виконання державного бюджету та стійку боргову позицію.

Важливим показником оцінки стану боргової стійкості та безпеки держави є її суверенний кредитний рейтинг. Він є індикатором довіри більшості міжнародних інвесторів і кредиторів до держави та відповідно визначає рівень суверенного ризику як для кредитора, так і для боржника. Слід наголосити на суттєвому погіршенні кредитних рейтингів України впродовж останнього періоду, зокрема від категорії середнього кредитного ризику (неінвестиційного, спекулятивного класу ризиків (-B) до високоспекулятивного класу ризиків та екстремально-спекулятивного класу, а у подальшому – класу дефолту з малою вірогідністю зростання (ССС)), що спричинено низькою здатністю виконання боргових зобов'язань державою, погіршенням економічної активності (зниженням ВВП країни, індексів виробництва промислової продукції), високими кредитними ризиками. Це одні з найнижчих оцінок серед європейських країн, які вказують на високий ризик несплати боргів. Підвищення суверенних рейтингів країни можливе лише за умови сприятливої економічної кон'юнктури [274].

У жовтні 2015 р. Міжнародне рейтингове агентство Standard & poor's (S&P) підвищило рейтинг за довго- та короткостроковими зобов'язаннями України в іноземній валюті з SD/D (вибірковий дефолт) до B-/B. Рейтинги були переглянуті за підсумками закінчення переговорів про реструктуризацію зовнішнього боргу. У грудні 2015 р. агентство Fitch підвищило довгостроковий рейтинг за національною шкалою з до рівня «BBB» зі стабільним прогнозом.

Одним із показників боргової стійкості, що характеризує вплив позик на темпи зростання економіки, є баланс позикових фінансових ресурсів і витрат на обслуговування й погашення державного боргу. Динаміку обсягів державних запозичень та витрат з погашення і обслуговування державного боргу в 2010–2015 рр. відображено на рис. 2.16.



**Рис. 2.16. Динаміка обсягів державних запозичень і витрат на погашення та обслуговування державного боргу України за 2010–2015 рр., млрд. грн.\***

\*Джерело: побудовано на основі [5; 51; 123].

Так, упродовж 2008–2010 рр. баланс отриманих державних позик та витрачених фінансових ресурсів на обслуговування і погашення державного боргу мав від’ємний характер, що свідчить про відсутність реального впливу залучених коштів на економічне зростання в Україні. Відповідно відбувалося відволікання бюджетних коштів з економіки країни для виконання боргових зобов’язань уряду. Незважаючи на те, що впродовж 2011–2015 рр. такі витрати не перевищують обсяг державних запозичень, їхнє співвідношення є доволі високим. Зокрема, в 2015 р. витрати на погашення та обслуговування державного боргу України становили 503,4 млрд. грн., тоді як сума державних запозичень – 514,1 млрд. грн. Надмірне відтермінування видатків на виконання боргових зобов’язань, на наш погляд, не сприяє побудові

інвестиційно-інноваційної моделі економічного розвитку та потребує перегляду системи фінансово-кредитних відносин.

Отже, основні загрози борговій стійкості України, на нашу думку, були зумовлені такими факторами: суттєвим збільшенням державного боргу у 2010–2015 рр. (225,4%); уповільненими темпами зростання номінального ВВП (18,5% у 2010 р., 26,3% у 2015 р.); різким зниженням курсу національної грошової одиниці (на 300% за 2010–2015 рр.). Разом з цим, виявлено такі негативні тенденції, що вплинули на рівень боргової стійкості, як зменшення обсягу валютних ресурсів (28% експорту) на зовнішні боргові виплати всіх секторів економіки та значна частка боргових зобов'язань в іноземній валюті у структурі державного боргу України.

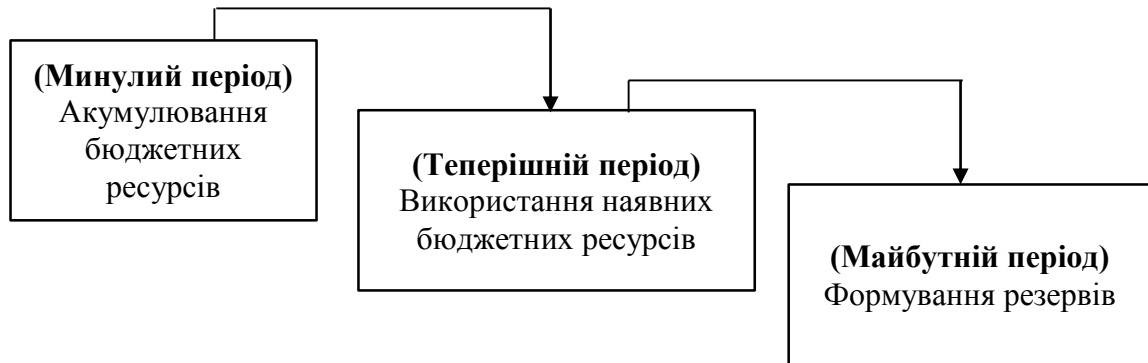
Наступним етапом аналізу боргової безпеки, на наш погляд, є визначення боргового потенціалу (Potencial of public debt – Ppd), що полягає в аналізі довгострокової перспективи фінансової забезпеченості бюджету для усунення піків платежів та в підтриманні безперебійного механізму погашення та обслуговування боргових зобов'язань і оцінці можливостей залучення нових державних запозичень для здійснення бюджетного процесу з урахуванням рівня залежності державного бюджету від кредиторів.

Борговий потенціал держави формується на основі акумуляції фінансових ресурсів та накопичення економічною системою нереалізованих фінансових ресурсів, їхнього практичного застосування та створення резервних фондів цих фінансових ресурсів для забезпечення безперебійного розвитку економіки у майбутньому (рис. 2.17).

Борговий потенціал характеризує:

– максимально можливий обсяг залучення державних запозичень з урахуванням необхідності їхнього погашення до досягнення гранично допустимого обсягу державного боргу, встановленого бюджетними обмеженнями;

– максимально можливий обсяг погашення боргових зобов'язань без звернення до процедур рефінансування або реструктуризації державного боргу з метою виявлення перспектив зниження його розміру.



**Рис. 2.17. Структура рівнів боргового потенціалу держави\***

\*Джерело: побудовано автором самостійно.

Так, на наш погляд, розрахунок боргового потенціалу для визначення максимально можливого обсягу залучення нових боргових зобов'язань можна здійснити з формулою 2.4:

$$\text{Бп} = \text{Д} + \text{Погаш}_{\text{дб}} - \text{Залуч}_{\text{дп}} - \text{Сальдо}_{\text{бж}} + \text{Держ. гарант.}, \quad (2.4)$$

де  $\text{Д}$  – обсяг доходів державного бюджету,

$\text{Погаш}_{\text{дб}}$  – обсяг виплат з погашення державного боргу,

$\text{Залуч}_{\text{дп}}$  – обсяг залучених державних запозичень згідно з джерелами фінансування дефіциту бюджету,

$\text{Сальдо}_{\text{бж}}$  – різниця між сумою наданих та повернутих бюджетних кредитів,

$\text{Держ. гарант.}$  – обсяг виплат за наданими державними гарантіями.

Разом з цим, показник максимально можливого обсягу погашення боргових зобов'язань визначаємо за формулою 2.5:

$$\text{Бп} = \text{Д} - \text{В} + \text{Д}_{\text{дцп}} - \text{Погаш}_{\text{бз пот. року}}, \quad (2.5)$$

де  $\text{Д}$  – обсяг доходів державного бюджету,

$\text{В}$  – обсяг видатків державного бюджету,

$\text{Д}_{\text{дцп}}$  – доходи від продажу державних цінних паперів,

*Погаши* *бз пот. року* – обсяг погашення боргових зобов'язань, термін виконання яких припадає на поточний фінансовий рік.

Динаміку показників боргового потенціалу України відображають дані табл. 2.12.

Таблиця 2.12

**Динаміка показників боргового потенціалу України  
(Potencial of public debt – Ppd) впродовж 2010–2015 рр.\***

№ з/п	Показники	Роки						Відхилення у 2015 р. порівняно з 2010 р.	
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Абсолютний приріст	Темп зростання
1	Максимально можливий обсяг залучення нових державних запозичень, млрд. грн.	382,9	388,4	401,3	370,7	308,8	315,6	-67,3	0,8
2	Максимально можливий обсяг погашення боргових зобов'язань, млрд. грн.	82,7	79,0	76,4	64,3	-33,2	24,5	-58,2	0,3
3	Співвідношення темпів зростання доходів державного бюджету щодо темпів зростання державного боргу, %	0,9	1,2	1	0,9	0,5	0,8	-0,1	0,8
4	Співвідношення щорічного надання та повернення кредитів державного бюджету, %	1,4	3,0	2,7	1,1	3,7	1,7	0,3	1,2
5	Співвідношення темпів зростання доходів державного бюджету щодо темпів зростання обсягів платежів з погашення та обслуговування державного боргу, %	5,5	4,5	3,7	3,0	1,9	0,6	-4,9	0,1
6	Додатковий потенціал між сталим первинним балансом і первинним ефективним балансом	-5,5	-4,4	0,2	1,9	2,3	2,5	8,0	0,4
7	Міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник Алана Гріспена)	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	0,4

\*Джерело: складено та розраховано на основі [5; 6; 51; 123].

Наведені дані свідчать про обмеження можливостей щодо залучення нових державних запозичень, а отже, зниження боргового потенціалу України. Основними причинами цього явища, на наш погляд, є обмеження доступу України до міжнародних фінансових ринків, зменшення обсягу офіційних резервів, економічна та політична нестабільність, низький рівень капіталізації банківської сфери, погіршення кредитних рейтингів і інвестиційного клімату.

Продовження співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями, на нашу думку, забезпечить отримання таких позитивних результатів для економіки країни, як внутрішня і зовнішня стабільність, підтримка обмінного курсу національної валюти, скорочення дефіциту бюджету. Разом з цим, програми міжнародних фінансових організацій передбачають також можливість появи певних ризиків, зокрема отримані від зазначених інституцій кошти можуть бути витрачені не за цільовим спрямуванням. Іншим ризиком є зростання державного боргу та нездатність уряду його обслуговувати.

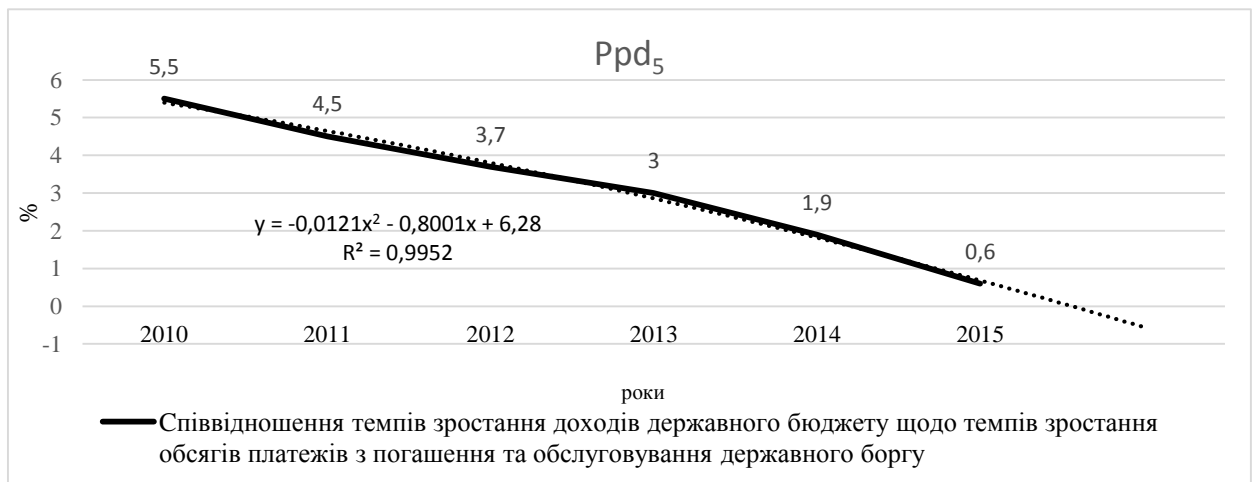
Негативне значення у 2015 р. боргового потенціалу при визначенні максимально можливого обсягу погашення боргових зобов'язань зумовлено відсутністю коштів для покриття боргових зобов'язань і необхідністю застосування методів реструктуризації. Відповідно борговий потенціал держави та потенційне погашення боргових зобов'язань залежать від суми доходів, одержаних понад затверджені ліміти, а також отриманої економії бюджетних коштів для здійснення оптимізації видатків бюджету. Разом з цим, на наш погляд, графік погашення доцільно формувати таким чином, щоб не більше 1/3 від обсягу наявної державної заборгованості на початок року погашалося у відповідному фінансовому періоді.

Так, зменшення загального боргового потенціалу України, на нашу думку, матиме такі негативні наслідки для вітчизняної економіки:

- погіршення соціально-економічних показників, зокрема зменшення доходів державного бюджету;

- зниження інвестиційної привабливості країни та зменшення кількості інвесторів;
- зростання вартості державних запозичень;
- обмеження доступу до внутрішнього боргового ринку та зменшення попиту з боку кредиторів;
- формування неефективної структури боргового портфеля держави;
- зниження можливості органів державної влади прораховувати втрати, зумовлені настанням незапланованих сценаріїв розвитку.

Серед негативних тенденцій, що суттєво впливають на зменшення обсягів боргового потенціалу, є зниження показника співвідношення темпів приросту доходів державного бюджету щодо темпів підвищення державного боргу за аналізований період із 0,9% до 0,8%, що свідчить про зростаючу динаміку державних запозичень. Наведені дані (рис. 2.18) свідчать, що темпи збільшення витрат на обслуговування та погашення державного боргу значно випереджають темпи зростання доходів бюджету, що є негативною тенденцією.



**Рис. 2.18. Динаміка та прогнозування співвідношення темпів зростання доходів державного бюджету щодо темпів зростання обсягів платежів з погашення та обслуговування державного боргу (Ppd<sub>5</sub>) у 2010–2015 рр., %\***

\*Джерело: розраховано та побудовано автором самостійно.

Починаючи з 2010 р., швидкі темпи акумуляції державного боргу й відповідно зростання платежів за борговими зобов'язаннями та суттєве зменшення доходів державного бюджету, що спричинено девальвацією гривні та складним соціально-політичним становищем України, негативно вплинули на динаміку цього показника (0,6% проти 5,5% у 2010 р.).

Прогнозовану величину співвідношення темпів зростання доходів державного бюджету щодо темпів зростання обсягів платежів з погашення та обслуговування державного боргу розрахуємо за рівнянням  $y = -0,0121x^2 - 0,8001x + 6,28$  з рівнем довіри 99,5%. За отриманими даними можемо зробити висновок про подальше зменшення значення цього показника у 2016 р. – 0,08% та в 2017 р. – (-0,8)%, що вказує на зниження боргового потенціалу та переорієнтацію державних доходів у напрямку погашення існуючих боргових зобов'язань.

Показником, який доцільно охарактеризувати, є також співвідношення платежів з обслуговування і погашення державного боргу щодо ВВП. Так, у 2010 р. значення показника становило 3,9%, в 2011 р. підвищилося до 5,3%, а в 2015 р. до 25,4% (хоча критичне значення платежів за державним боргом не має перевищувати 3,4% ВВП). Темпи підвищення витрат на обслуговування та погашення державного боргу були значно вищими, ніж темпи зростання економіки країни, що є підтвердженням системних прорахунків урядом у визначенні концептуальних напрямків ведення фінансової політики, зокрема щодо продовження фінансування державного бюджету через залучення внутрішніх і зовнішніх запозичень із високими відсотковими ставками, та посилення боргової кризи. Вплив світової фінансової кризи та проведення неефективної боргової політики впродовж попередніх періодів зумовили значне зростання обсягу державного боргу. Внаслідок цього більша частина бюджетних коштів відволікається на виплату основного обсягу державного боргу та відсотків за його обслуговування.



Для оцінювання боргового потенціалу України також проаналізуємо додатковий потенціал між сталим первинним балансом і первинним ефективним балансом (Buiter's indicator, 1985 p.). Розрахунок показника здійснюється за формулою 2.6 [240, с. 14]:

$$b^* - b_t = (r - q) \times w_t - b_t, \quad (2.6)$$

де  $b^*$  – співвідношення державного боргу щодо ВВП,  $b_t$  – співвідношення державного боргу щодо ВВП на кінець періоду,  $w_t$  – реальний ВВП;  $r$  – відсоткова ставка,  $q$  – темп приросту виробництва.

Впродовж останніх років спостерігаємо тенденцію до зростання цього показника: з -5,5 у 2010 р. до 2,5 у 2015 р. Позитивне значення індикатора свідчить про нестачу коштів первинного балансу для стабілізації ВВП та відсутність додаткового потенціалу для стабілізації боргової ситуації в країні.

Обсяг наданих кредитів з державного бюджету та частка їхнього повернення щороку зменшується. Так, у 2015 р. обсяг наданих бюджетних кредитів становив 7,2 млрд. грн., а повернутих – 4,3 млрд. грн. (дод. И). Найбільше кредитів із державного бюджету було надано у сфері дорожнього господарства, енергетики та економічної діяльності.

Разом з іншими індикаторами боргового потенціалу, значення показника А. Грінспена має тенденцію до зменшення з 2010 р. Наявне значення 0,3 підтверджує, що міжнародні резерви України становлять лише близько 30% від мінімально необхідного їхнього обсягу, що свідчить про ймовірність порушення урядом і резидентами країни графіка зовнішньоборгових виплат на ринку капіталів, а також про недостатній обсяг міжнародних резервів для проведення Національним банком України ефективної монетарної політики. Нижня межа показника МВФ (47,6 млрд. дол. США) вважається реалістичним цільовим показником, оскільки він базується на розрахунках, що передбачають можливе навантаження на міжнародні резерви. Відповідно в Україні у короткостроковому періоді такий показник не може бути досягнутий через суттєвий розрив між цільовими та

фактичними резервами (на кінець 2015 р. обсяг міжнародних резервів становив 13,3 млн. дол. США). Так, збільшення рівня міжнародних резервів має бути середньостроковою метою боргової політики. Разом з цим, нова програма з МВФ і перехід до більш гнучкого курсу, на нашу думку, є оптимальними напрямками збільшення міжнародних резервів у короткостроковому періоді. В середньостроковій перспективі доцільно проводити структурну політику, що сприятиме залученню іноземного капіталу та збільшенню міжнародних резервів.

В умовах загрозливої тенденції окремих боргових індикаторів виникає потреба в інтегральному вимірі боргової безпеки України [37, с. 250]:

$$K = \sum_{i=1}^N W_i K_i. \quad (2.7)$$

Для розрахунку інтегрального показника боргової безпеки України обчислимо вагу коефіцієнтів за формулою 2.8 [188, с. 8]:

$$W_{I=\frac{2(N-i+1)}{(N+1)N}}. \quad (2.8)$$

Припустимо, що розраховані коефіцієнти рівнозначно впливають на формування боргової безпеки України.

Для нормування показників пропонуємо використовувати стандартний підхід щодо їхнього нормування, що застосовується в математичній статистиці. При цьому серед усіх значень статистичних даних про змінювання в часі заданого показника знаходиться мінімальне  $x_{\min}$  та максимальне  $x_{\max}$  значення, а далі виконується нормування за формулою 2.9 [188, с. 9]:

$$\bar{x}_i = \frac{x_{\max} - x_i}{x_{\max} - x_{\min}}, i = \overline{1, n}, \quad (2.9)$$

де  $n$  – обсяг статистичних даних (довжина вибірки), або кількість точок часового ряду. При цьому  $\bar{x}_i = 0$ , коли  $x_i = x_{\min}$ , та  $x_i = 1$ , коли  $x_i = x_{\max}$ .

Відповідно таке нормування можна застосовувати в разі, якщо збільшення показника сприяє підвищенню рівня безпеки, тобто щодо показників-стимуляторів. Якщо ж збільшення показника призводить до

зниження рівня безпеки, тобто він належить до показників-дестимуляторів, нормування проводиться за формулою 2.10 [188, с. 9]:

$$\bar{x}_i = \frac{x_i - x_{min}}{x_{max} - x_{min}}, i = \overline{1, n}, . \quad (2.10)$$

При цьому  $\bar{x}_i = 0$ , коли  $x_i = x_{max}$ , та  $x_i = 1$ , коли  $x_i = x_{min}$ .

Динаміка інтегрального показника боргової безпеки та державного боргу України відображена на рис. 2.19. Нормовані значення розрахунку інтегрального показника боргової безпеки України у 2010–2015 рр. наведено у дод. К.

Значення інтегральних показників боргової безпеки України у 2010–2015 рр. такі:

$Ds_{(debt\ security)\ 2010} = 0,62$ ;

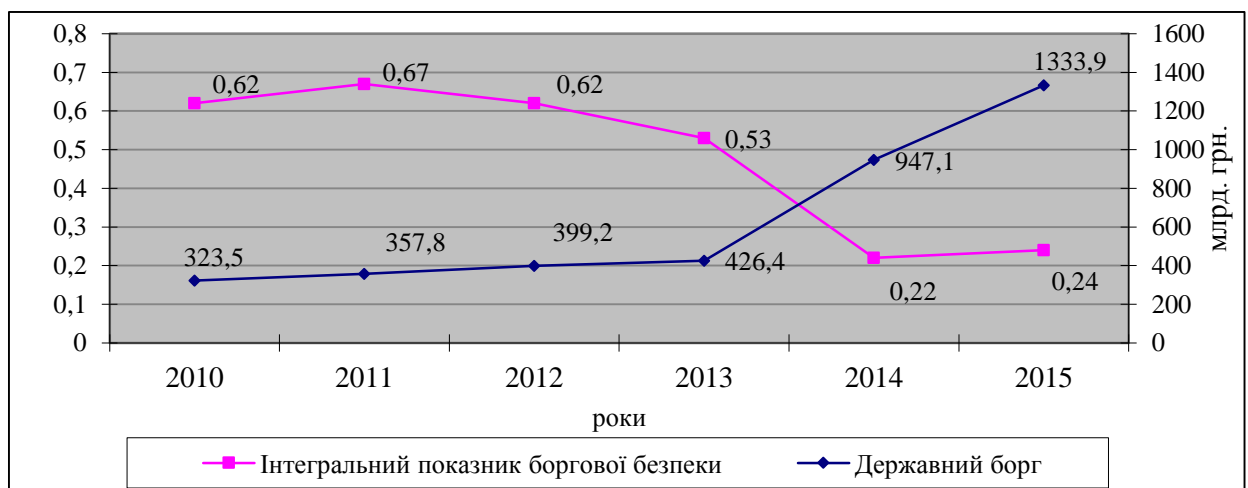
$Ds_{(debt\ security)\ 2011} = 0,67$ ;

$Ds_{(debt\ security)\ 2012} = 0,62$ ;

$Ds_{(debt\ security)\ 2013} = 0,53$ ;

$Ds_{(debt\ security)\ 2014} = 0,22$ ;

$Ds_{(debt\ security)\ 2015} = 0,24$ .



**Рис. 2.19.** Динаміка інтегрального показника боргової безпеки та державного боргу України за 2010–2015 рр.\*

\*Джерело: розраховано та побудовано автором самостійно.

Аналіз динаміки боргової позиції свідчить про значне послаблення боргової безпеки України впродовж останнього періоду. Так, у 2014–2015 рр. боргова позиція України досягла негативного максимального значення за останні п'ять років.

Отже, крива інтегрального показника здебільшого відображає динаміку акумуляції державного боргу. Відповідно першочерговим завданням підвищення рівня боргової безпеки є збільшення боргового потенціалу.

## **Висновки до розділу 2**

Результати аналізу практики формування та обслуговування державного боргу України дають змогу зробити такі висновки:

1. Обґрунтовано, що заходи уряду України, спрямовані на зменшення обсягу державного боргу, передбачають необхідність стабілізації державних фінансів через зменшення нерациональних видатків і реструктуризацію виплат, проведення комплексних структурних реформ у напрямі полегшення умов ведення бізнесу та стимулювання конкуренції. Вони мають позитивне значення для економіки. Водночас такі заходи є достатньо непослідовними для забезпечення довгострокових перспектив сталого розвитку країни. Пріоритети короткострокового балансування переважають над спроможністю визначати основні напрями модернізації структури вітчизняної економіки.

2. З'ясовано, що фактори, які визначають видатки на обслуговування державного боргу, залежно від дії та наслідків впливу можна розподілити на умовні, які залежать від способу формування державного боргу (інфляція, девальвація національної валюти), та безумовні – спричинені тією бюджетною та грошово-кредитною політикою, яку проводить уряд (ефект витіснення, вплив капіталу (при зовнішніх запозиченнях), перекладення

тягаря сплати податків на майбутні покоління, перерозподіл доходів на користь власників цінних паперів, нецільове використання залучених ресурсів, соціальна нестабільність).

3. Доведено, що збільшення видатків на обслуговування державного боргу в Україні спричиняє негативні соціально-економічні наслідки, зумовлені зростанням дефіцитності державного бюджету, необхідністю економії видатків (зокрема соціальних), додаткового залучення позик, що зменшує кредитоспроможність країни, погіршує стан платіжного балансу, динаміку валютного курсу, інвестиційні очікування та обмежує можливості держави щодо фінансування соціально-економічних заходів, спостерігається ефект звуження бюджетних доходів.

4. У процесі наукового пошуку підтверджено, що впродовж останнього періоду зменшується гранична продуктивність та ефективність державного боргу України, посилюються негативні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки. Незважаючи на те, що на сьогодні державний борг зберігає продуктивність, темпи зростання боргових зобов'язань перевищують темпи ВВП, що спричиняє збільшення боргових ризиків щодо неможливості виплати боргових платежів у майбутньому.

5. За даними аналізу дослідження індикаторів боргової безпеки України зроблено висновок про значне зростання рівня боргового навантаження. Відповідно суттєво зменшується рівень боргової стійкості держави, що характеризується тенденціями значного погіршення кредитних рейтингів України, зростанням обсягу зовнішніх державних запозичень, збільшенням частки державного боргу щодо ВВП. Такі тенденції зумовлюють зниження показників боргового потенціалу та відповідно боргової позиції України впродовж останнього періоду.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [196; 197; 198; 200; 206; 208; 210; 212; 213].

### РОЗДІЛ 3

## НАПРЯМКИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

### 3.1. Стратегія формування державного боргу в системі гарантування боргової безпеки держави

Розвиток лібералізації транскордонного руху капіталу та посилення глобалізаційних процесів спричиняють негативні наслідки використання державних кредитів і позик, що призвело до виникнення труднощів щодо управління державним боргом. Збільшення кількості боргових криз у світовій економіці впродовж останніх десятиліть негативно впливає на стан державних фінансів багатьох держав. Проведення значної кількості антикризових заходів і застосування методів стимулювання економіки були причинами різкого збільшення бюджетного дефіциту та обсягу державного боргу, що є головним фактором нестабільності макроекономічної ситуації на фінансовому ринку впродовж останніх трьох десятиліть.

Аналіз показників державного боргу у світовій практиці та його частки у ВВП у 2014 р. свідчить про наявність стійкої тенденції до зростання. Найбільший обсяг державного боргу за досліджений період спостерігався у Японії, США, Німеччині, Великобританії та Франції. У більшості з цих країн частка державної заборгованості у ВВП була вищою, ніж 60%, що вказує на недотримання нормативів ЄС щодо рекомендованого значення цього показника, а отже, наявність прорахунків в управлінні державним боргом (табл. 3.1). Разом з тим, державний борг у розвинутих країнах (як у загальних обсягах, так і на душу населення) у 2014 р. суттєво перевищив відповідні боргові показники висхідних країн. Так, значне зростання державного боргу в деяких країнах було зумовлене не лише антикризовими фіскальними потребами, а й спрямуванням коштів у банківську систему для недопущення

її краху. В підсумку відбувалось перекладання боргових зобов'язань окремих банківських і корпоративних структур на державу з метою підвищення економічного розвитку країни.

Особливої уваги заслуговує стан державного боргу в Японії. У країні обсяг державного боргу досяг критичного рівня 242,3% ВВП у 2014 р., проте така ситуація не вважається катастрофічною. Такий факт зумовлений переважно зосередженням державного боргу в інвесторів країни. Разом з тим, в Японії створені різні державні агентства, діяльність яких спрямована на виконання функціональних завдань держави, та впродовж тривалого періоду утримуються практично нульові відсоткові ставки на боргові ресурси [222, с. 15].

Таблиця 3.1

**Обсяги державного боргу окремих країн світу в 2014 р.\***

Країни	Показники		
	Борг на душу населення, дол. США	ВВП, млрд. дол. США	Валовий державний борг, % ВВП
Японія	99725	5228,5	242,3
США	58604	17437,9	107,3
Італія	46757	2148	133,1
Франція	42397	2862,5	94,8
Великобританія	38938	2627,4	95,3
Греція	38444	248,2	174,0
Німеччина	35881	3747,1	78,1
Іспанія	30031	1394,4	99,1
Угорщина	11099	137,2	80,0
Словаччина	10894	102,5	57,5
Бразилія	7431	2169,8	69,0
Аргентина	5444	497,2	45,9
Туреччина	3840	851,4	34,9
Китай	1489	9761,2	20,9
Індія	946	1750,0	68,1
Україна	2942,3	99358	70,2

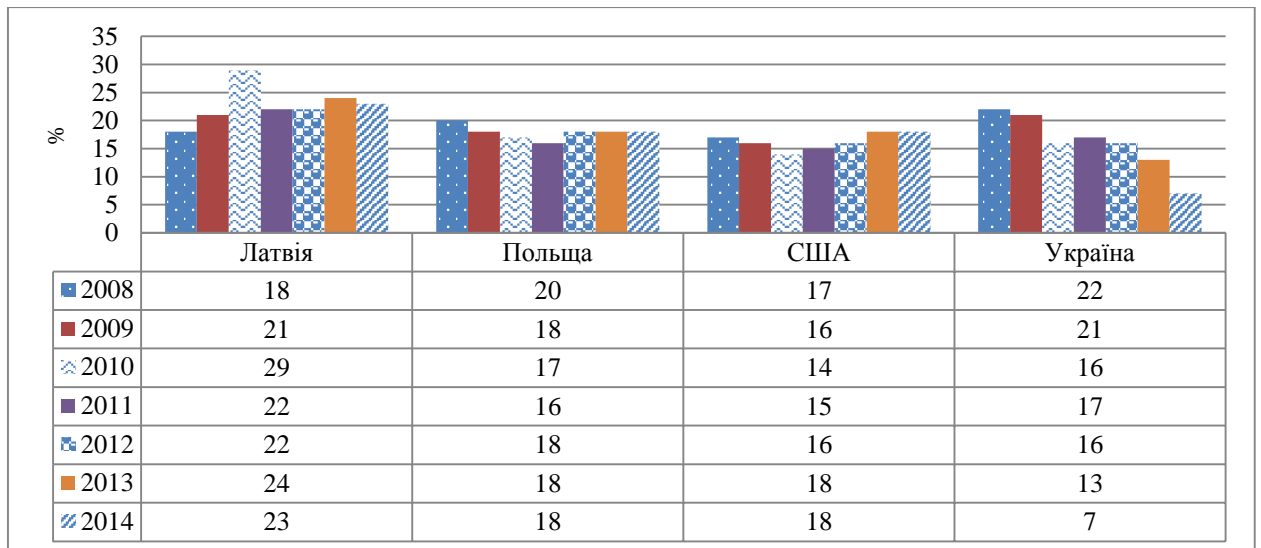
\*Джерело: складено на основі [257].

В умовах розгортання боргової кризи та нестачі власних фінансових ресурсів висхідні країни, намагаючись вийти на міжнародний ринок позикового капіталу, зіткнулися із значними перешкодами та недовірою міжнародних організацій щодо їхньої платоспроможності, що призвело до зростання вартості нових запозичень. Слід зазначити, що динаміка державних боргів була пов'язана з певним рівнем бюджетного дефіциту. Разом з цим, при високому рівні бюджетного дефіциту розвинутим країнам загалом вдалось не допустити подвійні дефіцити. Так, якщо США і Великобританія мали доволі високі подвійні дефіцити через високий рівень споживання, то європейські країни характеризувалися позитивним зовнішньоторговельним сальдо. Для європейських розвинутих країн у посткризовий період зменшення бюджетних дефіцитів було зумовлене необхідністю фіскальної консолідації [108, с. 34].

Вагомим, на наш погляд, є досвід вирівнювання дисбалансів, який демонструють Латвія та Литва. Країни Балтії та Україна найбільше постраждали від глобальної кризи 2008–2009 рр. Дефіцит державних фінансів у 2009–2011 рр. перевищував 8–10% ВВП. Разом з цим, антикризові заходи дали змогу в 2012–2013 рр. знизити дефіцит до граничного рівня 3% ВВП за значного зменшення державних видатків у структурі економіки. Вагомою складовою зменшення фіскальних і боргових ризиків у країнах, яким вдалося обмежити кризові явища, стало збільшення заощаджень. Проте в Україні рівень заощаджень зменшується, що посилює фіскальні та боргові ризики (рис. 3.1). Уряд України не провів ефективної політики структурних змін, залишившись зорієнтованим на енерговитратну, низькотехнологічну і напівсировинну експортну модель.

У короткостроковому періоді забезпечити довгостроковий розвиток економіки можна за збалансованості фіскальної політики та бюджетного дефіциту, а в довготривалому періоді – структури державного боргу та кредитів. Зовнішній борг уряду США становить менше 30% від обсягу зовнішнього боргу, Польщі – 40% та Аргентини – понад 50% (табл. 3.2).





**Рис. 3.1. Рівень заощаджень окремих країн світу за 2008–2014 рр., % ВВП\***

\*Джерело: побудовано на основі [257].

Разом з цим, при визначенні місця держави у борговій структурі слід урахувувати потенціал країни щодо обслуговування боргу, здатності до акумуляції виробництва зі значним рівнем доданої вартості, значення країни у підтриманні фінансової ліквідності та обігу цінних паперів для збереження резервних коштів. Відповідно за такої ситуації боргові зобов'язання для країни не зумовлюють виникнення проблем.

Основна особливість структури державного боргу розвинених країн (США, Великобританії, Японії) полягає в тому, що валюти держав (долар, фунт, єна та євро) є світовими валютами зі стійким попитом. У розвинутих країнах великий обсяг державного боргу не обов'язково свідчить про боргові проблеми, а зменшення розміру чистого боргу при збільшенні валових надходжень зумовлює підвищення їхньої ролі як центрів фінансування міжнародних операцій. Разом з тим, у країнах ЄС причиною значної акумуляції державного боргу є високий рівень соціальних видатків. Враховуючи наявність економічних проблем, країни ЄС забезпечують підтримання достатнього рівня соціальних гарантій та лише в окремих випадках можуть його зменшити (як приклад, дефолт у 2015 р. в Греції).

Неефективна політика соціальних видатків, яка не підтримується динамікою зростання економіки, призводить до збільшення заборгованості.

Таблиця 3.2

**Структура зовнішніх боргів окремих країн у 2014 р., млрд. дол. США\***

Країни	Загальний уряд	Центральний банк	Депозитні інститути (банки)	Інші сектори	Прямі інвестиції (внутр. фірмовий борг)	Разом
США	6223,5	563,5	3019,6	6062,1	1389,4	17258,1
Великобританія	694,2	32,7	4938,0	2857,0	697,5	9219,4
Єврозона	3305,5	424,0	4871,6	3420,8	2388,9	14410,7
Японія	872,1	42,5	1128,6	658,7	24,6	2726,4
Аргентина	73,7	7,1	2,6	35,2	28,3	147,0
Бразилія	223,0	4,2	156,7	120,9	207,8	712,5
Польща	145,8	5,8	61,0	57,2	84,4	354,2
Угорщина	59,6	2,7	22,2	22,3	75,4	182,2
Туреччина	88,2	2,5	172,4	133,9	5,4	402,4
Україна	32,9	2,2	18,8	63,3	9,2	126,3

\*Джерело: побудовано на основі [257].

Таким чином, на нашу думку, залежно від причин зростання державного боргу доцільним є розмежування боргових криз на 2 групи – фактичні й фіктивні, що передбачає застосування різних шляхів та інструментів для їхнього подолання. Фіктивні кризи спричинені неефективною структурою державного боргу, зростанням частки короткострокового боргу в загальній структурі зовнішнього боргу, розвитком рівня лібералізації економіки, низьким рівнем інституційних імперативів забезпечення фінансової системи, неефективним використанням зовнішніх позик. Розвиток фактичних криз пов'язаний з фінансовою кризою та низьким рівнем конкурентоспроможності країни, перманентним дефіцитом державного бюджету, зменшенням інвестиційної привабливості тощо.

Так, фактична боргова криза характерна для Греції (2010–2015 рр.). Підґрунтям для зростання обсягу державного боргу в Греції були загальні для Європи проблеми (низький рівень диверсифікації економіки, мінімальний прогрес процесу лібералізації ринку праці та реформування пенсійної системи), які в цій країні набули особливо критичної форми. Ситуація в країні погіршувалася також наявністю специфічних проблем, таких як надмірний рівень військових витрат і збільшення боргу через проведення Олімпійських ігор (2004 р.). Через неможливість самостійно обслуговувати державний борг уряд Греції був змушений звернутися за кредитами до європейських партнерів і Міжнародного валютного фонду.

Для запобігання кризи в Греції країни єврозони надали 80 млрд. євро під 5% річних. Разом з цим, 30 млрд. євро надав країні Міжнародний валютний фонд. 18 травня 2010 р. Греції був наданий кредит від ЄС розміром 14,5 млрд. євро, що дало змогу погасити 10-річні облігації вартістю 8,5 млрд. євро. Для зменшення обсягу дефіциту бюджету країна скоротила державні витрати, перестала виплачувати зарплати бюджетним працівникам, зменшила соціальні допомоги на 20%. Для поповнення бюджету коштами уряд Греції здійснив приватизацію державних підприємств і підвищив податки. Проте на початку 2015 р. ситуація в країні залишалася доволі напруженою. Міжнародні фінансові організації більше півроку затримували перерахування траншів кредитів за програмою допомоги, й уряд Греції допустив дефолт, не перерахувавши транш Міжнародного валютного фонду розміром 1,54 млрд. євро [251].

Таким чином, боргова криза в Греції була зумовлена насамперед проблемами з обслуговування зовнішнього державного боргу. Основною причиною неефективності боргової політики є відмінності між цілями, які визначають міжнародні організації та уряд цієї країни. Головною метою міжнародних фінансових організацій було збереження стійкості банківської системи шляхом підтримки платоспроможності країни. Значне зростання боргових зобов'язань призвело до підвищення нестійкості банківського

сектору від фінансової ситуації країни. З огляду на це можна зробити висновок, що в умовах боргової кризи у країнах, які розвиваються, доволі складно здійснювати одночасно підтримку фінансової стійкості банківської системи та її платоспроможність.

Як приклад фіктивної кризи розглянемо боргову кризу в Південно-Східній Азії (1997–1998 рр.). Основна проблема виникнення кризових умов полягала в перекредитуванні реального сектору економіки за рахунок банківських позик із зовнішніх джерел. Криза в Південно-Східній Азії мала корпоративний характер, оскільки фінансово-кредитні установи залучали боргові зобов'язання. Відповідно механізм надання кредитів також відрізнявся від латиноамериканського. Банк надавав кредити не кінцевому позичальнику, а банку-посереднику, щоб убезпечити себе. Кредити видавалися на короткий строк, проте його можна було продовжити, доки платоспроможність позичальника була надійною. Використовуючи інвестиційну модель фінансування та збільшуючи обсяги експорту, країни Південно-Східної Азії характеризувались високими темпами економічного зростання, проте ефективність капітальних вкладень зменшилася. Так, показник капіталомісткості, який визначає обсяг фінансових ресурсів, спрямованих для виробництва одиниці продукції, підвищився з 3 до 5 пунктів. Оскільки фінансові установи країн Південно-Східної Азії не розраховувалися згідно з графіком погашення боргових зобов'язань, то на балансі банків сформувалися кредити, які не обслуговувались та перестали здійснюватися платежі закордонним кредиторам.

Основним недоліком застосованих антикризових заходів у країнах Південно-Східної Азії, на нашу думку, є проведення неефективної фіскальної політики, що посилило економічний спад, спричинило масове закриття банків і зростання кредитного навантаження. У цих країнах фінансові кризи призвели до зменшення довіри інвесторів до їхніх економік та масового відпливу капіталу. Вважаємо, що урядам цих країн доцільно сформулювати

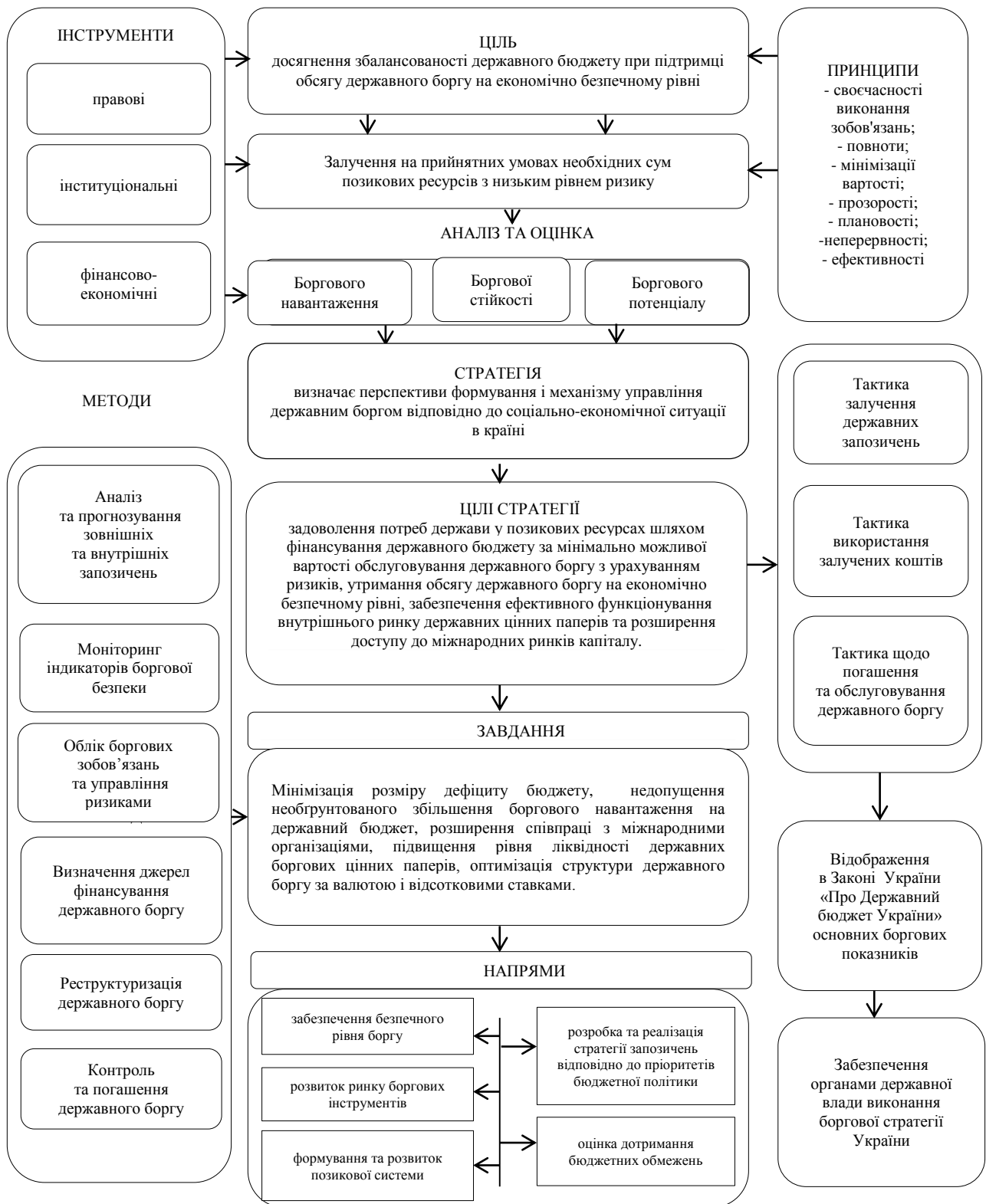
боргову стратегію, спрямовану насамперед на забезпечення довгострокового функціонування внутрішнього ринку цінних паперів.

Таким чином, формування державного боргу, на наш погляд, реалізується за допомогою проведення органами державної влади боргової політики, що виявляється у встановленні законодавчих та інституційних основ, а також постановці цілей і завдань. Основною метою формування державного боргу є досягнення збалансованості бюджету з метою дотримання його безпечного рівня, що передбачає залучення необхідних розмірів позикових ресурсів з прийнятним рівнем ризику та урахуванням можливості виконати боргові зобов'язання, тобто забезпечити оптимальний рівень боргу.

На підставі розробленої боргової стратегії в процесі забезпечення контролю за досягненням окреслених цілей і завдань визначаються її тактичні напрями (рис. 3.2). У загальному вигляді, на наш погляд, тактичне управління передбачає розробку тактики щодо:

- 1) залучення нових боргових зобов'язань – затвердження планових показників максимально можливого залучення позик;
- 2) використання залучених коштів – формування цільових реєстрів спрямування коштів з поквартальною розбивкою;
- 3) обслуговування та погашення – розгляд граничних можливостей виконання зобов'язань з метою сповільнення темпів зростання державного боргу.

Наявні недоліки й проблемні елементи механізму формування та обслуговування державного боргу України свідчать про необхідність його вдосконалення з метою створення раціональної системи, яка забезпечуватиме досягнення цілей соціально-економічного розвитку країни. Створення сучасної системи формування державного боргу в Україні вважаємо можливим, проте це потребує розробки ефективної боргової стратегії.



**Рис. 3.2. Концептуальні підходи до формування боргової стратегії**

**України\***

\*Джерело: побудовано автором самостійно.

Формування середньострокової стратегії управління державним боргом є ефективним лише за наявності якісної макроекономічної бази з

визначеними чіткими й послідовними цілями бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики, основними елементами якої, на нашу думку, можуть бути такі:

- законодавча база;
- дієві інституційні механізми;
- комплексна система обліку боргових зобов'язань.

Відповідно на першому етапі доцільним є вирішення проблем, пов'язаних з урегулюванням нормативно-правового забезпечення.

Рівень законодавчої бази охоплює нормативні документи, які містять положення про первинні, основоположні засади діяльності у сфері формування державного боргу, котрі є загальними для виконання суб'єктами, залученими до цього процесу, а їхнє становище визначається як відносно стає впродовж тривалого періоду. Зміст нормативних документів цього рівня, на наш погляд, має, чітко регламентувати такі аспекти:

1) перелік суб'єктів, наділених повноваженнями залучати позики від імені держави. Неврегульованість або неоднозначність цього питання може трактуватись як право кожного міністерства, відомства чи іншого органу виконавчої влади на здійснення позик і містити ризик появи широкого кола позичальників, що ускладнює підтримання дисципліни у сфері управління державним боргом;

2) перелік суб'єктів, наділених повноваженнями щодо надання гарантій відносно державних позик, що здійснюють вищезгадані органи влади чи інші суб'єкти. Умовний характер зобов'язання, котрим є гарантія, зумовлює специфічність цього напряму управління державним боргом і виділення його в окремий розділ. Оскільки вимога виконати гарантійне зобов'язання надходить лише у разі неспроможності позичальника виконати боргове зобов'язання, облік державних гарантій може вестись окремо. Зокрема, Кабінет Міністрів України затвердив Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками №131 від 23.02.2011 р.

[150]. Небезпека такого підходу полягає у можливій недооцінці ризиків, пов'язаних із неповним врахуванням загального обсягу вимог щодо отримання державних коштів, що у перспективі може негативно відобразитися на спроможності держави погасити боргові зобов'язання. З цієї причини базове нормативно-правове забезпечення управління державним боргом має містити положення щодо державних гарантій;

3) обмеження, котрі накладаються на повноваження органів державної влади щодо здійснення позик і видачі гарантій. Вони можуть бути різними і охоплювати як кількісні, так і якісні параметри, починаючи від установлення верхньої межі суми загального боргу, котрий може на себе взяти держава, до обмеження видів діяльності, на фінансування яких можуть залучатися позикові кошти. Таким самим чином регулятивна система може накладати обмеження на повноваження держави до видачі гарантій. Сукупно це дасть змогу підвищити дисципліну у системі управління боргом;

4) процедури, необхідні для здійснення правочинів при здійсненні позик. Це питання є важливим з огляду на необхідність дотримання прозорості та легітимності процесу укладання боргової угоди.

Отже, першочергового вирішення, на наш погляд, потребує питання забезпечення регуляторної бази вітчизняної системи формування державного боргу нормативно-правовим підґрунтям, зокрема законом, в якому мають бути чітко визначені такі положення:

- основні поняття у сфері формування, обслуговування та управління державним боргом (зовнішній та внутрішній державний борг, державна позика, боргова політика держави, гарантійні зобов'язання держави, погашення боргу, валюта позики та ін.);
- загальна мета державних запозичень;
- принципи державних запозичень і надання державних гарантій;
- перелік суб'єктів, уповноважених здійснювати управління державним боргом, та їхніх функцій;
- загальна процедура залучення, розподілу і повернення позик;



- оптимальні значення та ліміти кількісних параметрів щодо державного боргу і державних гарантій (максимально допустима величина боргу, строки погашення, співвідношення часток державного боргу в іноземній та національній валютах), а також відповідні якісні обмеження;
- порядок обліку і звітності державного боргу та державних гарантій;
- напрями використання коштів, отриманих за державними позиками, котрі охоплюють передусім вкладення позикових коштів у державні інвестиційні проекти, здатні забезпечити у середньо- та довгостроковій перспективі дохід, достатній для погашення боргу та його обслуговування;
- відповідальність реципієнтів за кошти, отримані за державними позиками (гарантіями);
- інструментарій для генерування зовнішнього та внутрішнього боргу держави;
- випадки та порядок надання державних гарантій.

Водночас особливого значення на сучасному етапі розвитку економіки країни набуває питання формування законодавчої основи функціонування боргової безпеки України. Діюча методика розрахунку рівня боргової безпеки дає змогу визначити лише необхідний обсяг профіциту державного бюджету для утримування стабільного рівня державного боргу за інших рівних умов. Однак це не дає відповіді на запитання, чи виникне проблема боргової стійкості в довгостроковій перспективі, оскільки в цьому разі не враховано динамічну взаємодію між основними змінними. Для забезпечення боргової безпеки нашої країни доцільно розробити та законодавчо ухвалити Концепцію боргової безпеки України. В цьому документі важливо окреслити загальну методику розрахунків боргової безпеки та комплексну систему показників, які, крім оцінки боргового навантаження на бюджет, охоплювали б також індикатори гранично безпечного рівня боргової стійкості та боргового потенціалу. Разом з цим, у

Концепції доцільно визначити:

– систему контролю та аудиту ефективності використання бюджетних коштів;

– порядок проведення моніторингу використання державних кредитів.

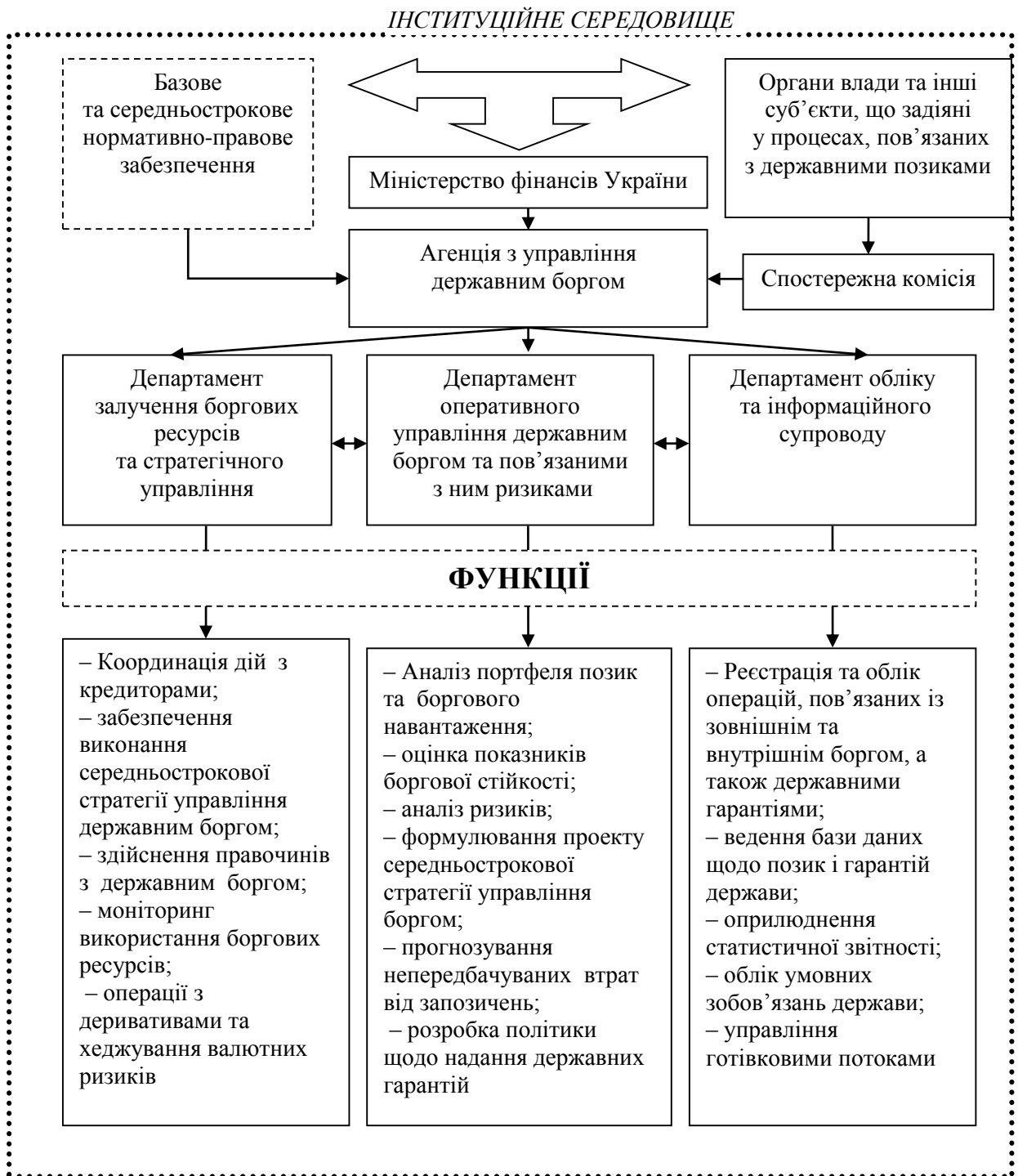
Водночас законодавча база з питань формування державного боргу, на наш погляд, має містити такі основні положення про: санкціонування Верховною Радою України повноважень виконавчих органів щодо затвердження обсягу запозичень і гарантій за позиками від імені Уряду України; визначення цілей формування та управління боргом; розробку боргової стратегії; обов'язкову звітність на щорічній основі з відображенням досягнутих результатів щодо окреслених цілей і заявленої стратегії; проведення державного аудиту.

Ефективний процес формування державного боргу, на нашу думку, передбачає створення інституційної структури, в якій чітко розмежовані функції, повноваження та механізми звітності відповідних відомств. Як зазначалося, діюча організаційно-функціональна структура державного боргу України є занадто складною, суперечить принципам відкритості та повної прозорості запозичень і потребує виваженого, належним чином обґрунтованого переформування. Враховуючи відсутність в Україні позитивного емпіричного досвіду формування державного боргу, неврегульованість процедур його контролю та неефективність системи моніторингу, пропонуємо впровадження трикомпонентної моделі інституційного забезпечення цього процесу. Вона передбачає виокремлення агенції або комітету, підпорядкованої Міністерству фінансів України, чії функції будуть зосереджені навколо виконання трьох концептуальних завдань у системі управління державними запозиченнями (рис. 3.3):

1) залучення боргових ресурсів та прийняття стратегічних рішень щодо здійснення внутрішніх і зовнішніх позик, надання державних гарантій на основі базового нормативно-правового забезпечення;

2) оперативне управління державним боргом і борговими ризиками;

3) забезпечення обліку та інформаційного супроводу управління державним боргом.



**Рис. 3.3. Трикомпонентна модель інституційного забезпечення державного боргу України\***

\* Джерело: побудовано автором самостійно.

На наш погляд, для досягнення узгодженості боргової політики з грошово-кредитною та бюджетною при агенції доцільно створити спеціальну спостережну комісію, до складу якої мають входити міністр фінансів України, голова Національного банку України, очільники інших владних структур, що займаються питаннями боргової політики, представники приватних структур (комерційних банків, підприємств).

При об'єднанні функцій з формування та обслуговування державного боргу в одному відомстві доцільно забезпечити чітке внутрішнє розмежування повноважень для зниження операційного ризику. Відповідно поділ повноважень для роботи з клієнтами та оформлення документації має найважливіше значення для зменшення ризику зловживань у будь-якій організації, що здійснює фінансові операції. У більш складних операціях розмежування первинної та середньої ланок забезпечує незалежність тих, хто розробляє та здійснює моніторинг системи управління ризиком і відповідальних за проведення операцій на ринку, що має важливе значення для забезпечення цілісності боргових операцій.

Водночас необхідною умовою формування ефективної боргової стратегії, на нашу думку, є облік боргових зобов'язань. Ефективний процес обліку державного боргу полягає у формуванні точної, послідовної та комплексної бази даних щодо внутрішнього, зовнішнього і гарантованого державного боргу. На наш погляд, високоефективна система обліку боргових зобов'язань передбачає необхідність:

- ефективного розподілу непогашеного державного боргу за такими характерними особливостями, як валюта, кредитори, пільгові зобов'язання, інструменти;
- формування графіка обслуговування сукупного боргу за різними категоріями боргових зобов'язань;
- визначення основних показників боргового портфеля: середній строк погашення та питома вага зобов'язань в іноземній валюті;

– складання графіків виплат відсотків і погашення коштів за позиками й цінними паперами разом з відповідними платіжними повідомленнями.

Вагомим напрямком вдосконалення процесу формування державного боргу України, на нашу думку, є посилення функцій стратегічного планування, прогнозування, обліку, регулювання, контролю та аудиту.

Поточний моніторинг та аналіз структури, обсягу і динаміки державного боргу України доцільно проводити шляхом ведення обліку та статистичної звітності за операціями боргових зобов'язань, що дасть змогу виплатити належні суми кредиторам, здійснювати поточну оцінку потреби в коштах для погашення та обслуговування державного боргу. Для досягнення цього ефекту управління державним боргом пропонуємо привести у відповідність до засад економічної та фінансової політики країни.

Розглядаючи процес управління державним боргом з функціональної точки зору, варто враховувати таку частину його циклу, як контроль, що охоплює аналіз поточного стану боргової безпеки, оцінювання передумов виникнення кризи й впливу на динаміку економічного зростання (дод. Л). Разом з цим, Уряду України, на наш погляд, доцільно розробити план ефективної аудиторської перевірки державного боргу, який передбачає:

- відображення в щорічних звітах Департаменту боргової та міжнародної фінансової політики аналізу чутливості боргу до відсоткових ставок, обмінних курсів;

- щоквартальне проведення аналізу стійкості державного боргу;

- включення в кварталні, піврічні, річні звіти зведеного відділу обліку та моніторингу державного боргу, показників ризику відсоткових ставок та строків погашення кредитних зобов'язань.

Регулювання державного боргу полягає в проведенні заходів, спрямованих на недопущення загроз і факторів стримування економічного розвитку країни, виявлених на етапі контролю.

Прогнозування полягає у забезпеченні стану боргової безпеки в середньо- і довгостроковому періоді за допомогою оцінки динаміки

державного боргу й макроекономічних змінних. Завдання стратегічного планування, на нашу думку, передбачають визначення оптимальної боргової структури та державних запозичень шляхом прогнозування результатів формування середньо- і довгострокових напрямів боргової політики.

Таким чином, основними напрямками вдосконалення формування та обслуговування державного боргу України, на наш погляд, мають бути такі: підвищення ролі стратегічного управління державним боргом, посилення функцій боргового планування, регулювання, прогнозування, обліку та контролю з метою вирішення довгострокових завдань. Боргова стратегія в Україні має бути зорієнтована на вирішення завдань макроекономічної стабілізації, яка є функціональною за характером і забезпечує компромісне співвідношення затрат та ризиків.

Проведені дослідження дають змогу, крім розглянутих законодавчих та інституційних компонентів, визначити й інші елементи, які, на наш погляд, потребують вдосконалення у системі формування державного боргу України.

1. Розвиток ринку державних цінних паперів з метою часткової переорієнтації із зовнішніх державних запозичень на внутрішні. Вагомість вирішення проблем, пов'язаних із розвитком внутрішнього боргового ринку, зумовлено високим рівнем нестабільності міжнародних ринків і переважанню у структурі іноземних боргів (70,0% на кінець 2015 р.). Це передбачає об'єктивну необхідність зміни курсу боргової політики держави шляхом використання інструментів, здатних максимально задіяти внутрішній потенціал позикових ресурсів. До таких інструментів належать облігації, дохідність яких коригується залежно від темпів інфляції, а також ощадні облігації державної позики.

Введення довгострокових інструментів із плаваючим рівнем дохідності, який встановлюють залежно від темпів інфляції, дасть змогу підвищити попит на цінні папери, подовжити їхній строк і знизити ризики

продовження боргу, зменшити вартість обслуговування внутрішнього державного боргу та непередбачуваної інфляції [226, с. 110].

Впровадження ощадних облігацій є перспективним з огляду на можливість їхнього використання для забезпечення потреб накопичувальної системи пенсійного страхування в Україні. Такий вид цінних паперів держави може стати перспективним об'єктом капіталовкладень інституційних інвесторів – організацій, інвестиційних фондів. Для забезпечення довгострокового попиту на ощадні облігації вони мають передбачати тривалий строк погашення і можливість отримання доходу, що відповідатиме рівню інфляції.

Разом з цим, рекомендуємо розробити програму розвитку боргового ринку, яка дасть змогу: вирішити завдання оптимізації структури державного боргу за валютою запозичення, видами ставок і строками погашення; фінансувати потреби країни з мінімальними витратами; проводити операції активного управління, що дасть змогу мінімізувати боргові ризики.

2. Оптимізація ризиків портфеля державного боргу України. На сьогодні, постійний моніторинг боргових ризиків є однією з обов'язкових умов успішного формування стратегії державного боргу України. В рамках проведення оптимізації ризиків державного боргу пропонуємо:

- збільшити частку вітчизняних зобов'язань і провести диверсифікацію валют;
- підвищити відсоткові ставки та зменшити нестабільність щорічного бюджетного навантаження шляхом підтримання найбільшої частки державного боргу у фіксованій відсотковій ставці;
- стимулювати розвиток внутрішнього ринку капіталів;
- здійснювати залучення кредитів з фіксованою ставкою і можливістю дострокового погашення;
- впроваджувати адекватну систему внутрішнього контролю, а також провести модернізацію існуючого програмного забезпечення для моніторингу державного боргу України;

– неперервно підвищувати кваліфікацію персоналу, розмежовувати основні його функції.

3. Формування оптимальної боргової структури. Неоптимальна за строками структура державного боргу призводить до утворення «пиків» платежів, що є причиною формування боргової кризи. Так, еталонний борговий портфель має базуватися на борговій структурі, розробленій відповідно до показників співвідношення між ризиком державного боргу та його вартістю. Пропонуємо формувати структуру державного боргу з урахуванням таких факторів, як валюта позики, строк запозичення, гнучкість макроекономічної політики, ліквідність фінансового ринку та стабільність інвестиційної бази. Вважаємо, що частку боргових зобов'язань у вітчизняній валюті доцільно збільшити за рахунок розширення ринку внутрішніх позик.

Для реалізації цієї ідеї можна застосувати декілька поширених світових методик, зокрема базових точок, ефективного попереднього аналізу та моделювання [80, с. 147].

4. Підвищення інвестиційної спрямованості державних позик і кредитів. На нашу думку, стратегічною метою формування державного боргу України має бути залучення фінансових ресурсів для забезпечення безпосередньої підтримки інвестиційно-інноваційного процесу. Орієнтуючись на досвід розвинутих країн, рекомендуємо законодавчо визначити пріоритетне використання позик для інвестиційних проектів з метою забезпечення майбутнього зростання економіки та доходів бюджету. Відповідно пропонуємо ухвалити Програму державних запозичень України на трирічний період, метою якої є розвиток основних секторів вітчизняної економіки – інфраструктури, енергетики, освіти, охорони здоров'я, інноваційних технологій, науки та агротехнологій.

Для забезпечення ефективного функціонування та реалізації визначених пріоритетів, цілей і завдань Програми доцільно дотримуватися таких положень:



- при позиковому фінансуванні надання переваги проектам, які відповідають встановленим критеріям пріоритетності та якості;
- спрямування державних запозичень на інвестиційні цілі, що сприятиме економічному зростанню;
- розподіл інвестицій відповідно до комерційних, економічних та соціальних цілей має бути політично обґрунтованим і проводитись на основі об'єктивних критеріїв;
- використання кредитів з метою фінансування соціальних інвестиційних проектів у короткостроковому періоді, що дасть змогу покращити макроекономічну ситуацію;
- поширення державно-приватного партнерства в діяльності інвестиційних фондів шляхом надання державних гарантій на вкладення в інвестиційні та інноваційні проекти;
- централізоване управління державними запозиченнями на портфельній основі відповідно до положень інвестиційної стратегії, а не за окремими операціями.

5. Підтримання видатків на обслуговування державного боргу в економічно безпечних межах у середньостроковому періоді та продовження строку запозичень шляхом залучення довгострокових боргових інструментів. З метою збереження прийняттого рівня видатків на обслуговування державного боргу згідно з запланованим бюджетом Уряду України доцільно провести заходи для ефективного та ліквідного розвитку внутрішнього фінансового ринку, що сприятиме постійному плавному зростанню кривої прибутковості, забезпечуючи при цьому позитивний ефект для обслуговування державного боргу та вибір оптимальних інструментів державного боргу, які дадуть змогу визначити найбільш вигідні умови позик, а також суму, строк погашення, тип відсоткової ставки, валюту.

Разом з цим, для мінімізації видатків з обслуговування державного боргу України доцільним, на нашу думку, є забезпечення таких умов: підтримання стабільності національної валюти; проведення виваженої

бюджетної політики з метою зменшення дефіциту держави; підвищення довіри інвесторів до фінансової й боргової політики уряду; проведення диверсифікації інструментів запозичення; підвищення кредитних рейтингів держави.

6. Узгодженість процесу формування державного боргу з валютною, фіскальною та бюджетною політикою. На сьогодні простежуємо односторонність дій уряду щодо вирішення завдання збалансування бюджету. Процес формування державного боргу доцільно узгоджувати з принципами бюджетної політики на етапі виконання основних показників бюджету та фінансового планування, що забезпечить взаємозв'язок боргової та бюджетної політики.

Для узгодження та реалізації ефективної боргової, фіскальної та кредитної політики рекомендуємо чітко скоординувати дії всіх ланок, насамперед Міністерства фінансів України та Національного банку України. Координація має охоплювати всі етапи розроблення та реалізації політики разом з удосконаленням інфраструктури фінансового ринку.

7. Обмеження зростання умовних боргових зобов'язань, взятих під гарантії держави в довгостроковій перспективі. Пропонуємо шляхом розроблення відповідної методології у сфері державного боргу встановити єдиний перелік критеріїв, яким мають відповідати державні підприємства, що претендують на залучення кредитів під державні гарантії. Зокрема, підприємства, що претендують на одержання зовнішніх позик, мають бути прибутковими та платоспроможними, з достатнім обсягом валютних надходжень від основної діяльності. Кредити державних підприємств, отримані під державні гарантії, рекомендуємо використовувати на інвестиційно-інноваційний розвиток. У методології також доцільно визначити кількісні та якісні характеристики ризиків надання гарантованих позик і встановити розмір плати за них. Застосування урядом цих критеріїв дасть змогу підвищити ефективність використання кредитів державними підприємствами.

8. Підвищення результативності співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями та управління суверенним кредитним рейтингом. З метою вдосконалення напрямів співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями та поліпшення процесу формування державного боргу, на нашу думку, доцільно реалізувати такі завдання:

- спрямувати фінансову політику на економічний розвиток, стабілізацію цін, покращення добробуту населення;
- розробити ефективні механізми контролю за іноземними кредитами з дотриманням строку їхнього використання;
- затвердити програму, яка б визначила кількісні показники та містила заходи, спрямовані на досягнення позитивних соціально-економічних результатів;
- забезпечити розвиток міжнародних ринків, підвищити ефективність діяльності підприємств шляхом створення відкритої та конкурентної системи управління закупівельними операціями;
- забезпечити розвиток малого та середнього бізнесу;
- створити автоматизовану базу даних, що дасть змогу забезпечити інформаційну та аналітичну підтримку проектів міжнародних фінансових організацій на всіх етапах їхньої підготовки.

Основними напрямками зростання кредитного рейтингу, на наш погляд, є такі: зменшення бюджетного дефіциту; мінімізація ризиків, зумовлених політичною нестабільністю; оптимізація боргових показників; активне застосування інструментів хеджування ризиків; посилення співпраці з рейтинговими агенціями.

9. Формування та законодавче закріплення боргової стратегії на довгострокову перспективу. Вважаємо, що основним заходом реформування механізму формування державного боргу України є перехід планування на довготривалий період із покращенням якості прогнозів. З огляду на це доцільно подовжити процес планування боргової стратегії до 10-ти років, що

дасть змогу оцінити наслідки бюджетної й інвестиційної політики, забезпечить стабільність фінансової системи та зменшить її вразливість до дії зовнішніх шоків.

Довгострокове планування рекомендуємо здійснювати після реалізації середньострокової боргової стратегії та довготривалого планування дохідної і видаткової складових бюджету, що дасть змогу підвищити якість прогнозів.

На сьогодні основними довгостроковими завданнями боргової політики вважаємо такі:

- планування витрат на погашення і обслуговування державного боргу, спрямоване на уникнення пікових навантажень з верифікації можливості їхнього виконання;

- планування боргового портфеля, що дасть змогу урахувати ризики зміни відсоткових ставок, кон'юнктури боргового ринку, неефективного формування державного бюджету, що сприятиме мінімізації вартості запозичень, дасть можливість створити оптимальну структуру державного боргу;

- спрямування державних гарантій в інфраструктуру, що сприятиме підвищенню темпів зростання національної економіки та зменшенню державного боргу;

- встановлення контролю за рівнем міжнародних резервів з метою збереження стабільного валютного курсу, формування ліквідних коштів для усунення розривів між борговими витратами та надходженнями, нейтралізації дії шоків, що впливають на стан рахунка платіжного балансу й спричиняють зростання державного боргу;

- встановлення доцільності фінансування соціальних видатків та зменшення обсягу фінансових запозичень для покриття дефіциту;

- зниження рівня відсоткових ставок і проведення ефективної курсової політики, що сприятиме зменшенню обсягу державного боргу.

### **3.2. Модернізація обслуговування державного боргу з урахуванням міжнародних стандартів і норм**

Спектр підходів до проблеми обслуговування державного боргу доволі значний: «план Бейкера», що полягає в продовженні фінансування боргу без зміни умов угоди, та «план Брейді», який акцентує увагу на доцільності списання більшої частини боргу, котрий при здійсненні структурних реформ може сприяти зростанню економічної ефективності країни-позичальника й підвищити ймовірність повернення позичкових коштів. Проміжні підходи передбачають безліч інших варіантів врегулювання, охоплюючи коригування відсотків.

У сучасних умовах найчастіше держави використовують такий метод обслуговування державного боргу, як рефінансування, що полягає у погашенні кредитів за умови залучення нових. Однак такий метод посилює залежність від кредиторів на зовнішньому ринку та супроводжується додатковими вимогами МФО, що обмежує політичну та економічну незалежність держави [57, с. 40]. Проте небезпека цього методу обслуговування боргу, на нашу думку, полягає насамперед в утворенні нескінченної спіралі акумуляції боргу до того моменту, доки кредитори надаватимуть позики. Рефінансування дає змогу отримати економічний ефект у короткостроковому періоді, проте не в довгостроковому.

Оптимальною стратегією управління заборгованістю вважаємо реструктуризацію боргу, що передбачає укладення договору боржників і кредиторів про відтермінування боргових виплат, а також складання нового графіка їхнього здійснення. Проміжним підсумком реструктуризації є надання пільгового періоду, впродовж якого виплачуються тільки відсотки за зобов'язаннями державного боргу, що дає змогу позичальникові мобілізувати додаткові грошові кошти для економічного зростання і відповідно створити сприятливі умови для погашення боргових зобов'язань. Однак підписання реструктуризаційної угоди обмежує можливість доступу до джерел

фінансування, що спричиняє зниження обсягу іноземних інвестицій, вивезення капіталу з країни.

Разом з цим, суперечливим, на нашу думку, є питання про те, за яких умов країна може проводити реструктуризацію власних боргів, оскільки у світовій практиці не існує загальновизнаних величин індикаторів (табл 3.3). Так, кожний процес реструктуризації державного боргу здійснюється в особливому порядку, відповідно до специфічних обставин.

У 1998 р. в Україні було здійснено певні заходи, спрямовані на зменшення темпів приросту державного боргу, проведення конверсії облігацій державної внутрішньої позики та підписання реструктуризаційної угоди.

Таблиця 3.3

**Макроекономічні показники окремих країн світу в період  
реструктуризації\***

Країни	Роки	Показники	
		Загальний зовнішній борг, % ВВП	Частка державного боргу перед офіційними кредиторами, %
Аргентина	1993	29,1	36,8
Аргентина	2005	54,1	33,2
Бразилія	1994	20,9	28,3
В'єтнам	1997	82,5	77,7
Мадагаскар	1990	146,7	96,4
Мексика	1990	36,3	32,1
Молдова	2004	68,6	95,2
Південна Африка	1993	16,0	0
Туреччина	1982	33,0	64,4
Уругвай	2003	85,7	41,0
Чилі	1990	49,3	52,4
Україна	2000	54,0	68,4
Україна	2015	122,8	65,7

\*Джерело: складено на основі [257].

Проте саме 2000 р. вважається піком реструктуризації державного боргу України, оскільки було успішно здійснено реструктуризацію

зовнішнього комерційного боргу на суму близько 2,2 млрд. дол. США. Відповідно реструктуризація державного боргу України у цей період відбувалася шляхом трансформування зовнішнього боргу у внутрішній, реалізації конверсійних заходів, анулювання частини боргу у вигляді відсотків за кредитами Національного банку України [88, с. 3].

Найпоширенішою формою реструктуризації зовнішнього боргу вважаємо конверсію боргу, яка передбачає різні механізми зменшення обсягу державного боргу та спрощення умов щодо його обслуговування, зокрема обмін державного боргу на власність (цінні папери держави), що уможлиблюється через проведення тендерів шляхом обміну акцій підприємств на боргові зобов'язання.

Країни, що розвиваються, які неспроможні обслуговувати наявний обсяг зовнішнього боргу, переходять до стратегій зменшення обсягу боргу через такі механізми, як «борг на допомогу розвитку», «борг на охорону природи», та «борг на охорону навколишнього середовища (реалізацію природоохоронних заходів) – «ОБОНС». Перший такий договір було ухвалено в 1987 р. між урядом Болівії та Conservation International (CI). Результатом укладення угоди було анулювання 650 тис. дол. США державного боргу та погодження умов щодо формування Біосферного заповідника Бені в Північно-Східній Болівії, а також виділення коштів на покриття витрат на його експлуатацію. Відтоді такий механізм обслуговування боргу використовувався у країнах з низьким рівнем доходів для капіталізації екологічних фондів. Така практика також спостерігалася в африканських, латиноамериканських країнах, у тому числі в Аргентині, Чилі, Колумбії, Уругваї, на Ямайці, а також у країнах із перехідною економікою (Польща, Болгарія, Грузія). Загалом більше 30 країн застосували «ОБОНС», у результаті чого отримано понад 1 млрд. дол. США на фінансування заходів з охорони навколишнього середовища [98, с. 50].

Міністерство економіки України в серпні 2001 р. розглянуло питання про започаткування процесу екоконверсії та надало певні доручення щодо

вивчення можливостей її застосування, проте такий метод обслуговування боргу досі так і не використовується в нашій державі. Метод екоконверсії вигідний як боржникам, так і кредиторам. Для реалізації механізму «ОБОНС» в нашій країні пропонуємо об'єднати зусилля Міністерства екології та природних ресурсів України, Міністерства закордонних справ України, Національного банку України, Міністерства юстиції України.

В Україні існують передумови для здійснення обміну за механізмом «борги на проведення природоохоронної діяльності». В проведенні таких конверсій зацікавлені як Україна, так і банки-кредитори, природоохоронні організації. Разом з цим, відсутність досвіду здійснення таких операцій, а також напружені відносини з міжнародними фінансовими організаціями, можуть позначитися на ймовірності проведення перших операцій «ОБОНС». Враховуючи екологічну й економічну ситуацію, застосування такого методу може бути унікальним й ефективним інструментом, що дасть змогу залучити фінансові ресурси на захист природи.

Основою у механізмі випуску «зелених облігацій» в Україні є потреба використання таких ресурсів. Так, кошти від розміщення облігацій пропонуємо спрямовувати на інвестиційні проекти. Обмін боргів економічно доцільний за готовності кредиторів визначати вартість боргів нижче від її номінального значення та готовності держав-позичальників платити більше, ніж у разі досягнення домовленості про списання боргу. «ОБОНС» може забезпечити отримання численних вигод для України – кредитори будуть звільнені від частини активів, які не окуповуються, а позичальники зменшать тягар зовнішнього боргу, не витрачаючи валютні запаси.

Однак застосування в Україні методу обміну «боргу на охорону навколишнього середовища», на нашу думку, містить також певні недоліки:

– обмін боргів передусім зумовлює збільшення вкладень додаткової кількості місцевої валюти в економіку, що спричинить розвиток інфляції. З метою послаблення інфляційного ефекту Уряду України доцільно структурувати платежі за допомогою поділу на транші або випуску облігацій.



Випустивши цінні папери в місцевій валюті, уряд здатний стримати потенційний інфляційний вплив обміну боргів. Водночас обмін боргів на майно не має несприятливих інфляційних ефектів;

- операції з обміну боргів є трудомісткими та складними, потребують залучення консультантів, що збільшує вартість операції;

- наявні ризики корупції та реконвертації сум, призначених для обміну (інвестори переводять місцеву валюту, отриману від обміну боргу, в тверду валюту з метою отримання незаконної вигоди). Для обмеження цих ризиків рекомендуємо встановити суворі вимоги щодо звітності.

Одним з найбільш поширених інструментів реструктуризації, на наш погляд, є сек'юритизація – переоформлення зобов'язань за кредитними договорами та іншими угодами в цінні папери, які можна вільно продати на вторинному ринку, а не зберігати до настання строку їхнього погашення. Управління боргом за допомогою сек'юритизації залежить від можливості міжнародного ринку позикових капіталів прийняти додаткові ризики від їхнього розміщення та готовність до обслуговування нового обсягу боргу.

З точки зору залучення міжнародних фінансових інститутів, сек'юритизація передбачає переоформлення також зобов'язань на нові інструменти. На світовому ринку позичкового капіталу виділяють два типи сек'юритизованого боргу – іноземні облігації, що випускаються нерезидентами на внутрішній борговий ринок іноземної держави, та євробонди – середньо- і довгострокові зобов'язання, які випускаються з метою розміщення на євrorинках для зарубіжних інвесторів [81, с. 70].

Найбільшу популярність отримала сек'юритизація боргів через облігації Брейді. Основні характеристики сек'юритизації боргу за допомогою конверсії боргу в такі облігації наведені в дод. М.

Позитивними аспектами такої сек'юритизації, на нашу думку, є:

- збільшення строку виплат за державним боргом до 20 років;
- широкий спектр інструментів з різним ступенем ризику та забезпечення;

- відносно висока прибутковість інструментів;
- додаткове забезпечення стабільних казначейських облігацій США;
- розвиненість вторинного ринку обігу державного боргу;
- співробітництво з Міжнародним валютним фондом із метою прийняття боржником боргових зобов'язань як підсумку проведення структурних реформ в економіці.

Порівняльні характеристики зазначених угод подано у дод. Н.

Отже, особливостями ринку сек'юритизації в Україні, на нашу думку, є такі: незначні обсяги активів; їхня однорідність та відсутність попиту на цінні папери, забезпечені активами; численні проблеми в галузі права, бухгалтерського обліку, оподаткування; низький рівень суверенних рейтингів. Перелічені вище фактори є причиною незначної кількості й обсягів угод сек'юритизації на вітчизняному ринку.

Для розвитку методу сек'юритизації в Україні рекомендуємо створити такі передумови:

- усунути структурну недосконалість ринку через податкові обмеження та високу вартість кредитних ресурсів;
- забезпечити адекватне, сприятливе юридичне та регулятивне середовища і щодо банкрутства, податків і корпоративного управління;
- встановити прозору структуру транзакції щодо здійснення контролю над активами для моніторингу рейтингових агентств.

За умови впровадження таких передумов сек'юритизація державного боргу може стати ефективним механізмом фінансування й інвестування. Вітчизняні фінансово-кредитні установи можуть отримати доступ до відносно недорогого фінансування. Органи виконавчої влади та установи державного сектору зможуть залучати кошти для фінансування інвестиційних проектів.

Разом з цим, варто розглянути такий спосіб обслуговування державного боргу, як його списання, що передбачає відмову держави від боргових виплат, у тому числі відсотків за ними. Списання частини

державного боргу України дасть змогу покращити стан державних фінансів. З огляду на це Україні доцільно послідовно здійснювати певні заходи у напрямку списання частини державного боргу, що дасть змогу зменшити видатки на його обслуговування. Обережність має дотримуватись тому, що вимога списання боргів значно знижує інвестиційну привабливість як країни, так і окремих її позичальників, котрі за розумінням міжнародних кредиторів у будь-який момент можуть заявити про небажання сплачувати отримані кошти або оголосити себе банкрутами.

Одним із важливих підходів до модернізації обслуговування державного боргу, на наш погляд, можна вважати наповнення золотовалютних резервів країни через їхнє придбання Національним банком України у внутрішньому банківському секторі. Це дасть змогу залучити відносно дешевші валютні ресурси, необхідні для погашення зовнішнього державного боргу, не здійснюючи нових запозичень у міжнародних установ, та зменшити вартість обслуговування боргів. Міжнародним досвідом доведена доцільність активізації внутрішніх зусиль країни на покриття державних боргів, оскільки вони створюються за рахунок національної валюти, яка має бути дешевша для національного банку. Суттєві відмінності у наповненні за рахунок внутрішніх можливостей золотовалютних резервів національних банків полягають у створенні передумов для отримання значних валютних надходжень та покращенні загального бізнес-клімату країни [83, с. 44].

Для зростання валютних надходжень із-за кордону Уряду України, на нашу думку, доцільно: знижувати фіскальне навантаження на бізнес; забезпечити дотримання законодавства, яке регулює діяльність підприємств; зменшувати кількість перевірок з боку контролюючих органів та усунути їхній неправомірний тиск на фінансові можливості підприємств; стимулювати залучення інвестицій, ліквідувати прояви корупції; знижувати рівень бюрократії при обслуговуванні національної економіки.

Надлишок валюти на ринку Національний банк України може

викупувати за національні грошові одиниці, а отримані валютні ресурси спрямовувати на покриття державних боргів перед зовнішніми позичальниками.

Зважаючи на вищезазначене, подамо перелік відомих підходів, які, на нашу думку, дадуть змогу модернізувати систему заходів щодо обслуговування державного боргу України з урахуванням практики розвинутих країн світу:

- проведення переговорів щодо списання частини боргів за попередньо визначеними умовами, що дасть змогу знизити розмір державного боргу та відповідно видатки на його обслуговування;

- залучення нових кредитів або перегляд умов за існуючими щодо зниження відсоткових ставок за ними;

- перегляд строків сплати кредитів та продовження строків обслуговування державного боргу;

- активізація зусиль щодо наповнення золотовалютних резервів країни для погашення боргів за рахунок внутрішніх можливостей, зокрема через повернення валюти на рахунки українських банків із-за кордону, зниження корумпованості бізнес-відносин у країні, лібералізацію бізнес-середовища, що стимулюватиме виведення економіки із нелегального чи прихованого сектору;

- вчасне погашення зобов'язань за внутрішніми та зовнішніми боргами, що дасть змогу уникнути додаткових зобов'язань у вигляді штрафів та інших подібних платежів за несвоєчасне відшкодування;

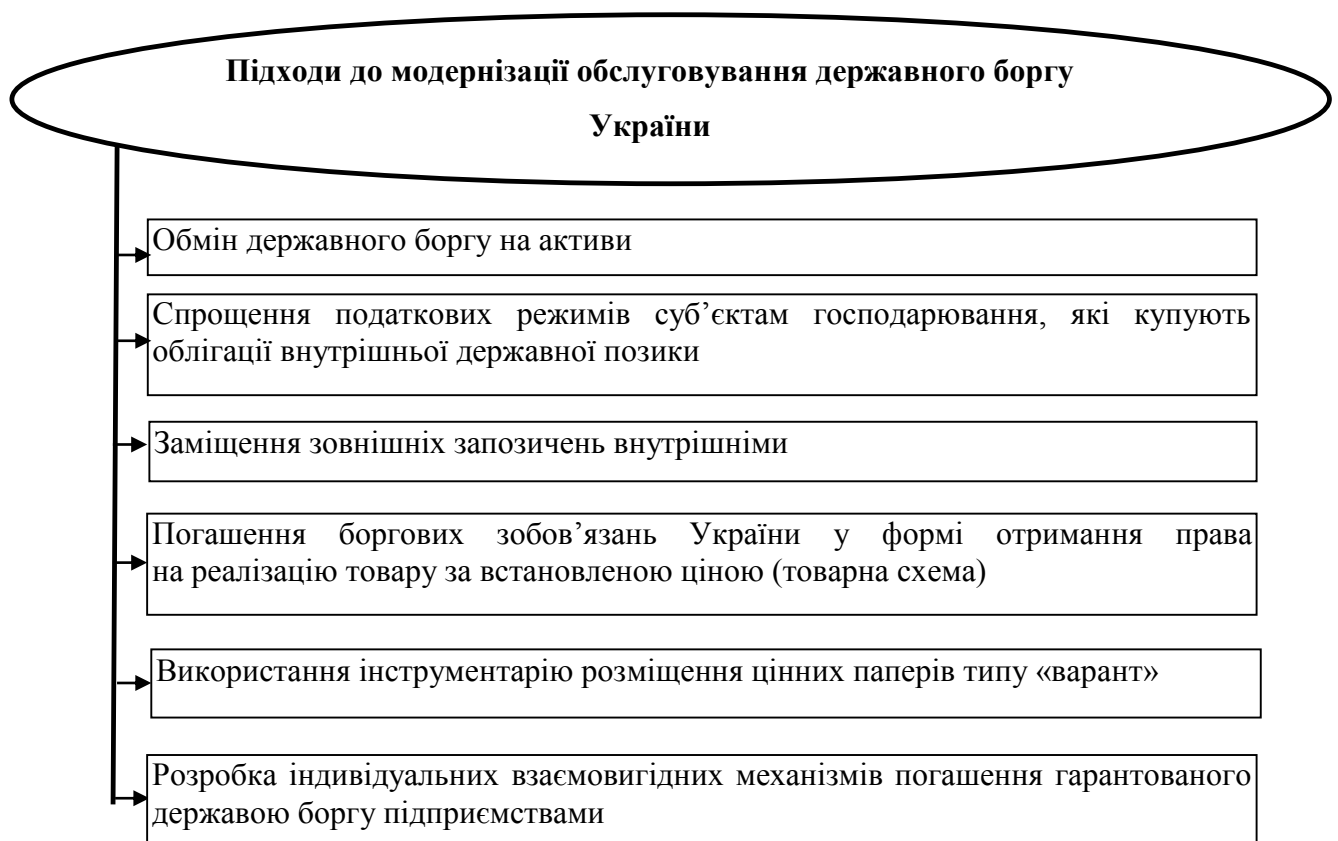
- використання залучених коштів для конкретних проектів розвитку національної економіки, а не на покриття дефіциту бюджету, на основі чого створюватиметься потенціал до підвищеної віддачі позик, що забезпечить обслуговування не лише створених боргів, а й попередніх зобов'язань;

- розробка заходів щодо зменшення потреби у валютних ресурсах, зокрема через активну політику імпортозаміщення у національній економіці, розширення асортименту товарів і послуг від українських товаровиробників,

важливих для повноцінного функціонування населення і галузей економіки, з одночасним підвищенням їхньої якості.

У процесі реалізації цих підходів можна як прямо, так і опосередковано покращити процеси обслуговування державного боргу шляхом зниження потреби у його формуванні та видатків на обслуговування. Як свідчить міжнародна практика, всі зазначені пропозиції щодо модернізації обслуговування державного боргу активно використовуються у різних країнах світу. Разом з доволі поширеними способами обслуговування державного боргу можна запропонувати й нові підходи до модернізації цього процесу, які відповідають міжнародним стандартам та використовуються у світовій практиці.

Нові підходи до модернізації обслуговування державного боргу України відображені на рис. 3.4.



**Рис. 3.4. Нові підходи до модернізації обслуговування державного боргу України з урахуванням міжнародного досвіду\***

\* Джерело: побудовано автором самостійно.

Деякі із запропонованих способів модернізації обслуговування державного боргу стосуються втрати національних інтересів через допуск закордонних учасників до управління державним майном. За умов залучення інших країн або закордонних фінансово-кредитних установ до володіння і використання майна України може бути втрачено національні надбання, проте, залучаючи зовнішні позики, варто розуміти, що неспроможність їхнього погашення спричиняє ризик банкрутства нації. Відповідно лише в умовах відсутності інших можливостей для обслуговування державного боргу можна використовувати схеми, які передбачають передачу державного майна у власність закордонних кредиторів.

Для вирішення проблеми відсутності вільних коштів на обслуговування державного боргу можна запропонувати новий спосіб модернізації цього процесу, що полягає в обміні боргових зобов'язань на активи, які є у власності держави. Так, можливим шляхом застосування такого інструмента в умовах України, на наш погляд, є передача певних активів основним кредиторам-утримувачам державних облігацій України частки акцій конкретних вітчизняних підприємств, які є інвестиційно привабливими на ринку. Окреслений підхід передбачає також:

- участь закордонних кредиторів (банків, міжнародних фінансових організацій у приватизації державного майна за рахунок зниження ними частини боргів України);

- створення інвестиційних фондів, в активи яких передаються акції приватизованих підприємств.

Вказаний підхід доцільно виокремити з переліку запропонованих як найбільш потенційно ефективний саме за сучасних умов функціонування вітчизняної фінансової системи. Висока ефективність забезпечується наявністю в Україні активів – об'єктів інвестування, в придбанні яких можуть бути зацікавлені закордонні інвестори, тобто за потенційного попиту, з одного боку, на певні активи, що розміщені та функціонують у нашій країні. З іншого боку, вказаний попит може бути задоволений за умови, що:

– значна частка привабливих активів перебуває у власності держави та може бути реалізована в ході виконання масштабних планів приватизації найближчим часом;

– внаслідок негативного впливу фінансової кризи в Україні вартість потенційно привабливих активів є доволі низькою, тому потенційні інвестори можуть обміняти їх за відносно меншу частку списаного боргу, ніж у період стабільного розвитку економіки України, і за подальшого зростання економіки інвестори можуть отримати додатковий прибуток від зростання ринкової вартості придбаних активів.

Отже, власник частки державного боргу України може бути зацікавлений в отриманні певних активів у країні як з огляду на їхню поточну привабливість, так і їхній потенціал, і матиме змогу (завдяки проведенню масштабної приватизації державних активів у найближчий період) придбати ці активи за відносно низькою вартістю, не відволікаючи оборотних коштів, власних високоліквідних фінансових активів, а лише оперуючи борговими зобов'язаннями і відповідно знижуючи ризик їхнього неповернення (у разі можливого дефолту України).

З'ясувавши вигоди від реалізації такого підходу, варто вказати, що на сьогодні державні підприємства не завжди ефективно функціонують, тому передача їхнього майна у власність іноземним фінансовим установам сприятиме розвитку окремих галузей економіки, впровадженню сучасної техніки та технологій, виходу вітчизняної продукції на міжнародні ринки, створенню нових робочих місць. Однак при реалізації цього підходу пропонуємо врахувати такі моменти з метою:

– забезпечення вимог національної економічної, енергетичної та інформаційної безпеки, що визначає потребу недопущення впливу на національну безпеку іноземних контрагентів через контроль і можливість створення таких обставин, які впливатимуть на економічні, політичні рішення влади країни та її громадян;

- недопущення можливості створення монополій та олігополій на ринку;

- врахування соціальних факторів і забезпечення при приватизації та передачі державної власності іноземним контрагентам інтересів працівників цих підприємств;

- недопущення корупції при прийнятті рішень щодо вибору об'єктів для обміну державного боргу на активи та оцінки ринкової вартості цих об'єктів, яка суттєво знижує ефективність такого підходу та обмежує (навіть часто нівелює) вигоди від мінімізації видатків на обслуговування державного боргу.

Разом з цим, конверсія боргів на активи підприємств, які перебувають у власності держави, на нашу думку, зумовлює додаткові витрати на створення інфраструктури товарних поставок. Очевидно, що врегулювати борги в грошовій формі набагато простіше. Однак у поточних умовах зниження вітчизняного ВВП і зростання безробіття саме активізація виробництва в Україні дасть змогу створити додаткові робочі місця і посилити мультиплікативний ефект, пришвидшуючи вихід країни з кризи. Відповідно держава-кредитор за рахунок спеціальних цін і великих обсягів поставок могла б отримувати продукцію за вигідною ціною.

Пік популярності подібних схем обміну державного боргу на активи припадає на початок 1990 рр. За цих умов доцільно запропонувати участь кредиторів у приватизації через зарахування відповідної частки державного боргу як плати за цю частку або повний пакет акцій приватизованих підприємств, для чого потрібно створити рівні та прозорі умови участі в приватизації та надати інформаційне і законодавче забезпечення цього процесу.

Цікавим інструментом обслуговування державного боргу шляхом його обміну на активи є відповідний обмін такого боргу на нематеріальні активи, зокрема реалізація програми «борг в обмін на інтелектуальну власність», використовуючи потенціал вітчизняної науки та надалі



розвиваючи його. Так, проекти організації виробництва та продажу прав на виробництво вітчизняних літаків у Саудівській Аравії та бронетранспортерів в Королівстві Таїланд могли би бути взірцем також для розширення варіантів співпраці, зокрема з країнами, які є кредиторами України, проте в в цьому разі важливо враховувати стратегічні інтереси нашої країни та обмеження щодо розповсюдження її державних таємниць і пріоритетних для розвитку унікальних інноваційних винаходів вітчизняних науковців.

Таким чином, постає питання забезпечення балансу інтересів конкретних кредиторів, які можуть змінити повністю або частково свій статус на статус іноземних інвесторів лише за умови зацікавленості в певних державних активах та розвитку їхнього потенціалу, й інтересів національної економіки, що дасть змогу через реалізацію такого підходу до модернізації обслуговування державного боргу не лише зменшити основну суму боргу та відсотки за зовнішніми запозиченнями, а й створити умови для стабільного функціонування та розвитку переданих за борги підприємств.

Фактично за умови усунення імовірності виникнення корупційної складової при реалізації цього способу обслуговування державного боргу України та недопущення до стратегічних державних об'єктів іноземних партнерів суттєвих негативних проявів від застосування такого механізму не має бути. Більшість суб'єктів господарювання у розвинутих країнах бажає функціонувати за прозорими схемами і за дотримання цієї умови може інвестувати більше коштів, ніж розмір погашеного державного боргу, що вказує на позитивний характер такого підходу.

Наступним рекомендованим способом вдосконалення обслуговування державного боргу України є спрощення податкових режимів для суб'єктів господарювання, що придбали облігації внутрішньої державної позики.

Може спостерігатись ситуація, коли підприємства, що придбали облігації внутрішньої державної позики, володіючи ними, не мають вільних коштів для сплати податків. У таких умовах доцільно передбачити можливість часткової несплати ними податків за рахунок погашення

державою частини вартості цінних паперів перед суб'єктами господарювання.

Таким чином, з метою стимулювання придбання облігацій внутрішньої державної позики як способу мінімізації податкового навантаження вважаємо доцільним розглянути такі можливості:

- зменшення податку на прибуток, військового збору та зборів за операціями придбання таких цінних паперів підприємствами країни;
- зниження загального податкового навантаження за умови викупу підприємствами боргових зобов'язань держави;
- забезпечення можливості часткової несплати підприємствами податків за рахунок погашення державою частини вартості цінних паперів перед суб'єктами господарювання, тобто взаємозаліку зобов'язань.

Важливим є недопущення виділення окремих суб'єктів господарювання чи галузей при формуванні умов зниження відсоткової ставки, що може стати причиною поширення корупції та політичного тиску на органи влади окремих фінансово-промислових груп, насамперед олігархічних, які зацікавлені в мінімізації податкового тиску саме для підприємств з метою збільшення їхньої прибутковості. Умови мають бути рівними для всіх галузей і можуть диференціюватись лише за масштабами підприємств. Вважаємо доцільним забезпечення більш ефективних умов розвитку для малого та середнього підприємництва, що стимулюватиме їхній розвиток.

При розрахунку розміру податкової пільги рекомендуємо врахувати, що описаний вище підхід має забезпечувати такі умови, за яких він є вигідним передусім для держави. Слід зазначити, що зниження розмірів податків для підприємств зменшуватиме обсяг надходжень до бюджету (а бюджет є основним джерелом акумулювання ресурсів для обслуговування державного боргу країни), відповідно вартість викуплених цінних паперів має бути значно вищою від розміру несплачених податків, тобто підприємства мають не лише мінімізувати податки, а й визначити потенціал

ОВДП як перспективного інструменту заощадження та примноження ресурсів.

Такий підхід до удосконалення обслуговування державного боргу варто реалізовувати за згодою сторін, тому важливо, щоб всі учасники ринкового середовища були платоспроможними та фінансово стійкими. Отже, фінансові можливості підприємств потрібно узгоджувати з виконанням бюджетних функцій через механізми викупу боргів держави, а державі доцільно створювати умови для повноцінного функціонування суб'єктів господарювання.

Іншим підходом до модернізації обслуговування державного боргу, який частково є продовженням попереднього, вважаємо надання дозволу на діяльність в Україні міжнародним фінансовим установам в обмін на:

- погашення частини вартості державного боргу;
- продовження строків його погашення;
- зниження вартості позички (відсоткової ставки за кредитом).

Значна кількість міжнародних корпорацій з країн Азії, Європи та американських континентів розглядає нині територію України як привабливий регіон, в якому можна розміщувати виробничі потужності через близькість до ринків збуту, наявність відносно дешевих природних ресурсів, робочої сили, земель та інших ресурсів. Актуальним прикладом такої взаємовигідної співпраці є організація діяльності закордонних (насамперед американських) нафтогазових підприємств з видобутку сланцевих нафти та газу в Україні (четверте місце в Європі за обсягами резервів цього типу ресурсів після Польщі, Франції та Норвегії), тоді як саме американські інвестиційні фонди є утримувачами значної частки боргових цінних паперів України, що уможливорює взаємозалік боргових зобов'язань, активів і прав використання цих ресурсів.

Заміщення зовнішніх запозичень внутрішніми дає змогу зменшити валютне навантаження та видатки на обслуговування боргу. При цьому доцільним за поточного стану боргової структури України є заміщення

зовнішніх запозичень внутрішніми, тому що внутрішнім боргом у сучасних умовах легше управляти, а його обслуговування дешевше.

Проте існує небезпека неефективного зростання внутрішніх позик та кредитів, що може бути основним засобом зменшення обсягу грошової маси і в подальшому погіршити економічну ситуацію в Україні, активізувавши інфляційні процеси, що спричинить відповідно зниження кредитних рейтингів країни. Разом з цим, інвестиції в цінні папери можуть витіснити інвестиції у приватний сектор, оскільки вільні в країні інвестиційні ресурси є обмеженими і їхнє спрямування лише одним каналом обмежує потенціал розвитку іншого. Отже, процес перерозподілу структури державного боргу на користь внутрішнього чи зовнішнього має відбуватись лише з урахуванням стратегічних пріоритетів розвитку країни. Основними пріоритетами вважаємо такі:

- стабілізація фінансово-економічної системи країни, вихід з кризи (доцільно збільшувати частку внутрішнього боргу);
- забезпечення економічного зростання (доцільно збільшувати частку зовнішнього боргу, а внутрішні ресурси орієнтувати на інвестування реального сектору економіки).

Запровадження окресленого підходу потребує зваженості щодо джерел залучення внутрішніх запозичень, своєчасного їхнього заміщення зовнішніми у разі виникнення негативних тенденцій позбавлення реальної економіки ресурсів розвитку. Необхідно розробити довгострокову боргову стратегію з урахуванням загроз і перспектив.

Товарна схема обслуговування боргу є популярною в міжнародній практиці за кількістю та масштабами операцій. У процесі її реалізації стає можливим:

- підтримка вітчизняних експортоорієнтованих виробництв;
- економія бюджетних коштів на погашення боргу шляхом дисконтування виробництва товарів відносно їхньої контрактної вартості;

– забезпечення безвідсоткового характеру обслуговування боргу впродовж усього або частини періоду його погашення, на відміну від традиційної грошової форми, де майже завжди необхідні видатки на обслуговування виплати відсотків;

– використання при постачаннях принципу «змішаного фінансування».

Ефективність застосування такого підходу можлива лише за умови урахування всіх факторів, загроз і перспектив трансформації боргового навантаження в товарну форму, можливостей виконання вітчизняними підприємствами своїх зобов'язань з постачання товарів за визначеною схемою і потребує в умовах України вдосконалення взаємовідносин учасників товарних схем через оптимізацію механізмів дій усіх сторін і вдосконалення нормативно-правової бази. А можливості схеми з точки зору цільового товару, потенційно цікавого для іноземних кредиторів, відкриваються передусім у таких пріоритетних галузях, як сільське господарство, аерокосмічна галузь, постачання унікальних сировинних ресурсів (титан, алюміній тощо).

Розробка індивідуальних взаємовигідних механізмів погашення гарантованого державою боргу підприємствами передбачає можливості для повернення заборгованості держави перед цими суб'єктами господарювання на основі індивідуального підходу до взаємодії з кожним боржником, за яким прогарантовано виплати та обслуговування боргу.

Так, держава здатна запропонувати підприємствам пільгові умови реструктуризації заборгованості, взаємозалік, відтермінування податкових виплат тощо. Проте за певних обставин разом із стимулюванням та пошуком взаємовигідних способів взаємодії в напрямку погашення боргу можуть застосовуватись також заходи примусу та адміністративні норми.

Отже, важливо не лише отримати результат у вигляді хоча б частково виплаченого боргу, а й забезпечити недопущення повторення ситуації з

виникненням подібних випадків невиконання підприємствами своїх зобов'язань, які перекладаються на державу.

Доволі функціональним підходом щодо обслуговування державного боргу вважаємо державно-приватне партнерство, яке передбачає залучення приватного сектору економіки до реалізації інфраструктурних, освітніх, медичних, соціальних, житлово-комунальних, енергетичних та інших проектів, які традиційно належать до сфери державного управління та потребують фінансування з державного бюджету. Такі проекти часто призводять до виникнення дефіциту державного бюджету та формування державного боргу. За участі приватних підприємств та організацій в управлінні такими проектами Уряду України доцільно перекладати на них фінансові зобов'язання щодо погашення державного боргу. Міжнародну практику державно-приватного партнерства розпочато недавно, але вона довела свою перспективність і доцільність впровадження. Вища мобільність грошових коштів приватного бізнесу та їхній потенціал спроможні реалізувати загальнонаціональні проекти, отримуючи від них прибутки та знижуючи розмір державного боргу.

Погашати державний борг, на наш погляд, можна за рахунок грантів та безповоротної фінансової допомоги країн-позичальників. Такий підхід до обслуговування державного боргу не заборонений міжнародними стандартами, але доволі обмежений у використанні через окремі причини. Однієї з таких причин є незіставність розмірів безповоротної фінансової допомоги з обсягом державного боргу або відсотками за користування залученими кредитами. Також країни-кредитори або міжнародні фінансово-кредитні установи не завжди бажають надавати різні гранти та безповоротну фінансову допомогу своїм країнам-позичальникам, оскільки конкуренція на ринку капіталів загострюється і безповоротний характер надання коштів не поширений.

В останній період на ринку державних зовнішніх запозичень домінують кредитні інструменти. Однак вони не дають змогу залучити

достатній обсяг коштів через обмеженість капіталів будь-якого одиничного кредитора та низький рівень гнучкості – реструктуризація, пролонгація, часткове погашення кредитної заборгованості потребують спеціальних додаткових угод, які збільшують операційні витрати держави. Альтернативою кредитним запозиченням на зовнішніх ринках вважаємо запозичення, засновані на використанні цінних паперів, зокрема єврооблігації – довгострокові купонні облігації, випущені в іншій валюті, ніж валюта країни-емітента. Основна валюта позик єврооблігацій – євродолари, на які припадає понад 60% всіх емісій. Середній розмір єврооблігаційної позики становить 20–30 млн. дол. США. Державні облігації країн з розвинутою економікою відіграють системоутворюючу роль у світовій економіці та міжнародних фінансах [111, с. 40].

Відповідно пропонуємо здійснювати перехід від практики залучення кредитів до облігаційних позик, що дасть можливість заощадити на видатках з обслуговування державного боргу за більш низьких ставок прибутковості для бюджету як наслідку ринкового ціноутворення. Разом з цим, облігаційні позики, як правило, мають більш довготривалі строки погашення, що є їхньою перевагою та дає змогу змінити графік платежів на сприятливий період з урахуванням перспектив економічного розвитку країни. Недоліком емісії цінних паперів є складні процедури розміщення. Операційні видатки на залучення коштів через емісію цінних паперів зумовлюють виникнення значно більших витрат порівнянно з кредитними механізмами [178, с. 62].

Прийнятними для України, на наш погляд, можуть бути такі варіанти обслуговування державного боргу:

– борг в обмін на експорт, що дасть змогу підтримати конкурентоспроможність національного виробництва, розвивати експортний потенціал, фінансування інвестицій. Товарні поставки в погашення заборгованості дали б також змогу отримати Україні додатковий ефект порівнянно з прямим грошовим погашенням боргу. Водночас позитивний

ефект для України можливо досягнути через зарахування до зовнішнього боргу товарів кінцевої переробки;

– виплата відсоткових платежів у місцевій валюті, що передбачає їхнє здійснення за привабливим курсом. Застосування конверсійних методів в Україні може спричиняти розгортання інфляційних процесів, якщо обмін здійснюватиметься без відповідного контролю, а також забезпечення проведення ефективної фіскальної та грошово-кредитної політики.

Одним із можливих методів обслуговування державного боргу є «бай-бек» (debt buyback). Отримання Урядом України міжнародного кредиту для фінансування угоди «бай-бек», на нашу думку, матиме такі позитивні ефекти:

- списання частини номіналу боргу України;
- зниження показника співвідношення обсягу державного боргу до ВВП;
- зменшення видатків на обслуговування державного боргу в результаті обслуговування лише непогашеної заборгованості;
- зростання кредитоспроможності України.

Враховуючи низький рівень ліквідності вітчизняного фінансового ринку, залучення коштів для викупу єврооблігацій із строком погашення у 2020–2021 рр. є неефективним. Викуп облігацій, що погашаються у 2018 р. або пізніше, є малоімовірним, відсутність іноземної валюти може зумовити купівлю облігацій із найближчим строком погашення (у 2016–2017 рр.).

Розміщення цінних паперів типу «варант», на наш погляд, є ефективними способом модернізації обслуговування державного боргу. Так, даний інструмент використовувався в процесі реструктуризації державного боргу України у 2015 р. Зокрема, угода про реструктуризацію передбачала списання 20% боргу України із збільшенням відсоткової ставки з 7,22% до 7,75% річних та відтермінуванням на 4 роки виплат за єврооблігаціями (з 2015–2023 рр. до 2019–2027 рр.) [274]. Було здійснено випуск 20-річних інструментів «value recovery instruments», які за суттю є варантами. Суми



виплати відповідно встановлюватимуться залежно від темпів зростання економіки.

Застосування такого інструменту є доцільним і надалі при формуванні умов погашення та обслуговування боргу відповідно до певних узгоджених з кредиторами обставин не лише у роботі із зовнішніми кредиторами, а й внутрішніми. Такий напрям обслуговування державного боргу сприятиме активізації можливостей розраховуватись за боргами в умовах економічної кризи та погашенню заборгованості перед державою.

Таким чином, застосування новітніх, нестандартних, науково обґрунтованих підходів до модернізації обслуговування державного боргу України з урахуванням особливостей та поточних умов розвитку країни дає змогу відійти від стандартної схеми управління боргом, особливостями якої є обслуговування та погашення такого боргу відповідно до графіків, передбачених угодами, до нестандартної схеми, яка характеризується: наявністю елемента списання частини боргу; можливостями застосування негрошових форм розрахунків; індивідуальним підходом до кожної конкретної ситуації щодо реструктуризації та обслуговування боргу. Основними цільовими орієнтирами, що відкривають потенціал запропонованих нестандартних підходів, вважаємо такі:

- економію на відсоткових платежах за рахунок більш швидкого погашення основної суми боргу;
- зниження фактичних видатків бюджету значно менше від номіналу боргу, що погашається;
- мультиплікаційний ефект (додаткові податкові та соціальні платежі, підтримка розвитку економіки).

Для успішної реалізації запропонованих підходів в умовах України рекомендуємо:

- здійснення певних дій і операцій у режимі конфіденційності (прикладом є реструктуризація боргу в Україні в 2015 р., у результаті чого

відбулось списання значної суми боргу та значне переформатування умов виплати відсотків та основної суми боргу);

– розвиток законодавчого забезпечення системи реалізації боргової політики;

– розвиток методології управління боргом та обліку операцій з погашення боргу, механізмів аналізу й оцінки ризиків, забезпечення повноти для прийняття управлінських рішень щодо застосування визначених підходів і варіантів їхньої реалізації в конкретній ситуації.

Таким чином, для приведення у відповідність до міжнародних стандартів методик обслуговування державного боргу доцільно адаптувати до умов України існуючий передовий світовий досвід. Так, органам державного управління пропонуємо розробити спільний план дій щодо вивчення та імплементації міжнародних стандартів у практику формування та обслуговування державного боргу. На основі цього можна підвищити інвестиційну привабливість національної економіки, збільшити платоспроможність країни, знизити видатки на обслуговування боргу, зменшити відсоткові ставки за зовнішніми кредитами та у перспективі зменшити залежність від зовнішнього фінансування через активізацію спрямування інвестицій у приватний сектор економіки. Варто зазначити, що прозорі схеми формування державного боргу створять сприятливе підґрунтя для досягнення вигідних умов повернення боргу зовнішнім позичальникам.

### **3.3. Удосконалення прогнозування державного боргу на основі економіко-математичних моделей**

Важливим інструментом у процесі проведення економічних досліджень є математичне моделювання, кореляційний і регресивний аналіз, застосування трендових моделей, що дає змогу визначити взаємозв'язки між факторами, здійснити моделювання впливу показників на різні шоки та

ризика. Практичне значення моделювання на основі трендових моделей полягає у кількісному визначенні характеру взаємозв'язків, прогнозуванні економічних явищ і процесів, дослідженні сценаріїв економічного розвитку [16, с. 32].

На першому етапі моделювання динаміки державного боргу спрогнозуємо обсяг державного та гарантованого державою боргу на 2016–2020 рр. за допомогою статистичної функції «Тенденція», яка за методом найменших квадратів визначається прямою лінією масиву даних  $x$  та  $y$ .

Рівняння для прямої має такий вигляд:

$$y = ax + b, \quad (3.1)$$

де залежне значення  $y$  – функція незалежного значення  $x$ , значення  $a$  – коефіцієнти, що відповідають кожній незалежній змінній  $x$ ,  $b$  – постійна.

У табл. 3.4 наведено динаміку і прогноз державного боргу та гарантованого державою боргу України.

Таблиця 3.4

**Прогнозні показники загального обсягу державного та гарантованого державою боргу в 2016–2020 рр., млрд. грн.\***

Роки	Показники			
	Загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу	Гарантований борг	Внутрішній борг	Зовнішній борг
2009	316,88	90,90	105,13	211,75
2010	432,24	108,83	155,49	276,75
2011	473,12	115,91	173,71	299,41
2012	515,51	116,29	206,51	309,00
2013	584,11	104,14	284,09	300,03
2014	1100,56	153,74	488,87	611,70
2015	1571,77	237,90	529,46	1042,31
2016	1458,04	207,07	570,48	930,96
2017	1644,19	234,32	643,7	1168,78
2018	1829,99	265,22	716,92	1467,14
2019	2016,49	300,21	790,14	1842,32
2020	2202,64	339,81	863,36	2312,81

Джерело: складено та розраховано за даними [5; 51].

Відповідно до отриманих даних можемо зробити висновки, що впродовж прогнозних років спостерігатиметься подальше зростання темпів загального обсягу державного та гарантованого державою боргу (у 2016 р. – 0,93; у 2017 р. – 1,13; у 2018 р. – 1,11; у 2019 р. – 1,10; у 2020 р. – 1,09), що сигналізує про зростаючі потреби держави у додаткових коштах і необхідність розробки нової боргової політики.

Для наочного представлення прогнозу можна дослідити лінії тренду (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

**Прогноз зміни державного та гарантованого державою боргу  
за 2009–2015 рр.\***

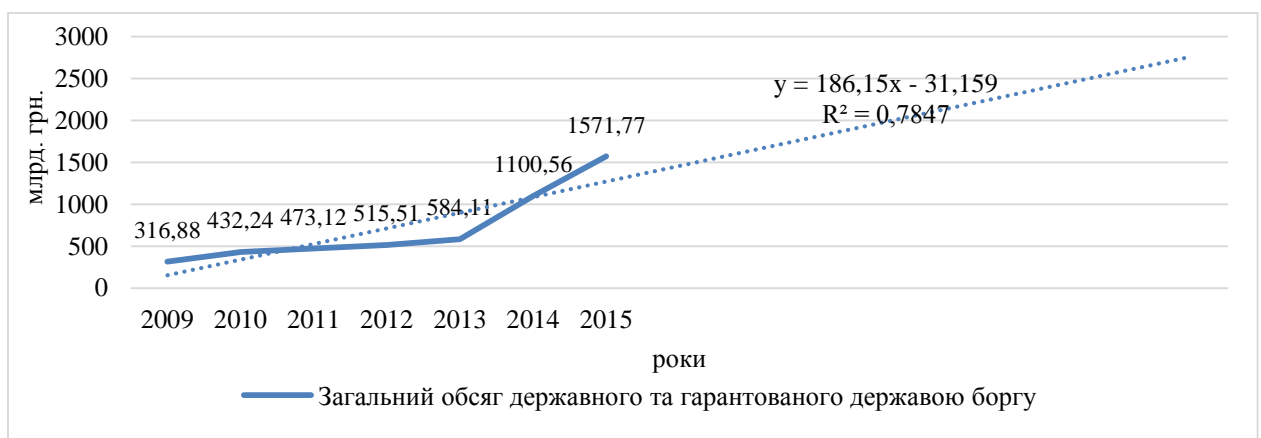
№ з/п	Показники	Рівняння моделі	Достовірність прогнозу
1	Внутрішній борг	$y = 73,219x - 15,267$	$R^2 = 0,8902$
2	Зовнішній борг	$y = 150,84e^{0,2275x}$	$R^2 = 0,787$
3	Гарантований борг	$y = 76,83e^{0,1239x}$	$R^2 = 0,6922$
4	Загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу	$y = 186,15x - 31,159$	$R^2 = 0,7847$

\* Джерело: розраховано автором самостійно.

Оскільки всі показники характеризуються різким зростанням, то для нашого дослідження найдоцільнішим є використання експоненційної функції. Крім того, вона ілюструє більш високий коефіцієнт детермінації, ніж лінійна та логарифмічна функції прогнозів. Експоненційна регресія обчислюється за крапками методом найменших квадратів за допомогою рівняння  $y = ce^{bx}$ , де  $c$  і  $b$  – константи,  $e$  – натуральний логарифм. Експоненційну функцію застосовують тоді, коли спостерігається дуже різке зростання показника  $y$ .

Прогнозована величина державного та гарантованого державою боргу на наступні періоди може бути розрахована з використанням рівняння  $y = 186,15x - 31,159$ . Достовірність прогнозу є високою, якщо  $R^2$

перебуває в діапазоні від 70 до 99%. Якщо ця умова виконується, то прогноз буде надійним. У нашому разі  $R^2$  становить 78,4%, отже, рівень довіри високий. Як і очікувалось, згідно з прогнозними даними, передбачається стрімке накопичення і подальше зростання загального обсягу державного та гарантованого державою боргу. Так, на кінець 2015 р. державний борг України становив, як зазначалося, 1571,77 млрд. грн. проти 316,8 млрд. грн. у 2009 р. Траєкторію зміни обсягу державного боргу України впродовж 2009–2015 рр. проілюстровано на рис. 3.5.

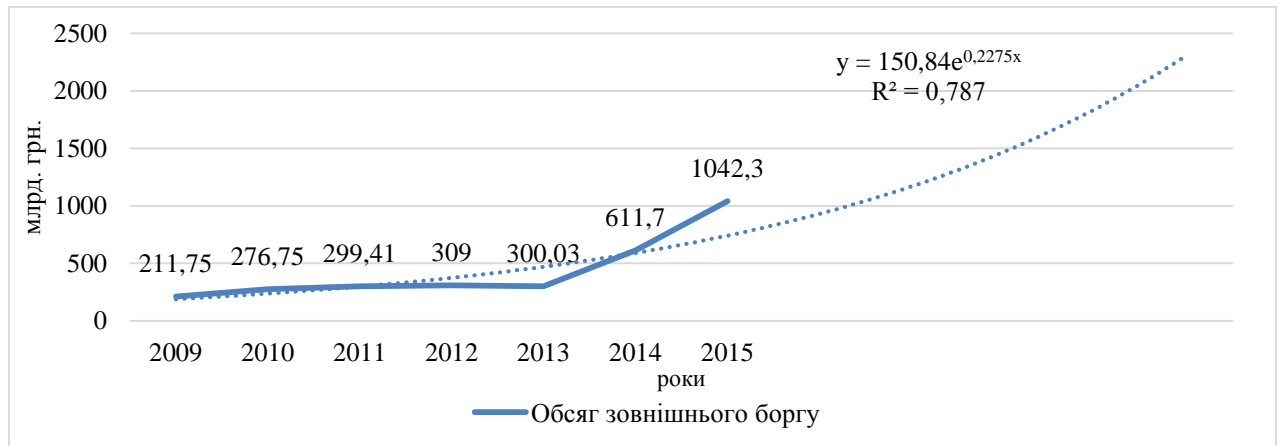


**Рис. 3.5. Формування тренду загального обсягу державного та гарантованого державою боргу України впродовж 2009–2015 рр., млрд. грн.\***

\* Джерело: розраховано та побудовано автором самостійно.

Проявами тенденцій зростання державного боргу України є такі: вплив державного боргу на грошово-кредитну політику (зменшення обсягів національних заощаджень обмежує пропозицію капіталу, що призводить до підвищення рівня реальних відсоткових ставок); «непоправні втрати» від податків, пов'язані з необхідністю збільшення оподаткування для обслуговування боргу; негативний вплив державного боргу на чутливість національної економіки до можливих міжнародних фінансових криз; послаблення політичної та економічної незалежності країни, девальвація

національної валюти. Сформуємо також лінію тренду для відображення обсягів зовнішнього боргу України (рис. 3.6).



**Рис. 3.6. Формування тренду зовнішнього боргу України впродовж 2009–2015 рр., млрд. грн.\***

\* Джерело: розраховано та побудовано автором самостійно.

Так, побудований тренд зовнішнього та внутрішнього державного боргу у вітчизняній валюті характеризується чітким зростанням та високим коефіцієнтом кореляції з певними часовими періодами.

Разом з цим, розроблені трендові моделі державного боргу містять деякі недоліки, оскільки виникнення та формування такого боргу визначається тільки зміною часу, а причини і передумови не враховано. Це зумовлено тим, що за основу побудови моделі за трендом взято гіпотезу щодо необхідності підтримання закономірностей формування прогнозованого обсягу державного боргу, який встановлений спостереженням упродовж тривалого часового проміжку в минулому і розраховуватиметься прогнозом на майбутній період [131, с. 84].

Розробляючи економетричну модель, залежною змінною ( $y$ ) було обрано загальний обсяг гарантованого боргу і досліджено вплив на нього 3 факторів ( $x_1, x_2, x_3$ ):

$$y = f(x_1, x_2, x_3), \quad (3.2)$$

де  $y$  – загальний обсяг гарантованого боргу;

$x_1$  – загальний обсяг державного боргу;

$x_2$  – внутрішній борг;

$x_3$  – зовнішній борг.

Аналіз кореляційної матриці показників засвідчив, що формування гарантованого державного боргу має прямий зв'язок з усіма досліджуваними факторами (табл. 3.6). Однак найбільшим є позитивний коефіцієнт кореляції залежної змінної із зовнішнім боргом – 0,993. Трохи нижчий, але також значний коефіцієнт кореляції залежної змінної із загальним обсягом державного боргу – 0,968 та внутрішнім боргом – 0,865.

Таблиця 3.6

**Кореляційна матриця залежності обсягу гарантованого боргу  
з досліджуваними факторами за 2009–2015 рр.\***

Показники	Гарантований державний борг	Загальний обсяг державного боргу	Внутрішній борг	Зовнішній борг
Гарантований державний борг	1			
Загальний обсяг державного боргу	0,968174512	1		
Внутрішній борг	0,865183641	0,96118	1	
Зовнішній борг	0,993301683	0,987755	0,906363	1

\* Джерело: розраховано автором самостійно.

Отже, аналізовані показники можна проранжувати за щільністю (тісністю) позитивного зв'язку із залежною змінною в такому порядку:

- 1) зовнішній борг;
- 2) загальний обсяг державного боргу;
- 3) внутрішній борг.

Загальновідомо, що майже всі економічні явища взаємопов'язані між собою. На наш погляд, застосувати інститут державного боргу можна набагато ефективніше, якщо мати отримані характеристики взаємозв'язків із макроекономічними показниками. Встановлення таких зв'язків дасть змогу проаналізувати результат такого взаємовпливу одного економічного явища на інше та спрогнозувати їхні подальші зміни.

Серед багатьох методів моделювання доцільно, на нашу думку, обрати кореляційно-регресійний на основі багатofакторного взаємозв'язку результативних ознак, оскільки його використання дасть можливість підвищити точність розрахунків при вирішенні завдань управління державним боргом шляхом як стратегічного, так і тактичного прогнозування. Багатofакторний кореляційно-регресійний аналіз дає змогу оцінити вплив кожного із встановлених у моделі фактора на результативний показник. Базовою домовленістю передбачена відсутність функціональних зв'язків між факторами [89, с. 55].

Для проведення кореляційно-регресійного аналізу визначимо показник впливу та результуючий показник. Спочатку оберемо показником впливу державний борг, а залежними показниками – рівень ВВП, обсяг доходів і видатків бюджету, сальдо платіжного балансу. Для проведення кореляційно-регресійного аналізу застосовують графічний та кількісний методи. Суть графічного методу полягає у побудові поля кореляції. За кількісним методом розраховують коефіцієнт кореляції та складають рівняння регресії. На основі отриманих результатів роблять висновки про щільність залежності між показниками.

У разі застосування багатofакторних економіко-математичних моделей, які побудовані на ймовірнісних зв'язках, а не факторних між основними факторами та результативними показниками, розробляється стохастичний прогноз, що дає змогу отримати ймовірну оцінку прогнозних значень показників:

$$Y = A_0 + A_1 \times X_1 + A_2 \times X_2 + \dots + A_k \times X_k, \quad (3.3)$$

де  $Y$  – значення прогнозованого показника,  $A_i$  – коефіцієнти регресії,  $i = 1, 2, \dots, k$ ,  $X_i$  – значення факторного показника.

Розрахуємо багатofакторну модель впливу на державний борг України обсягу доходів, видатків державного бюджету, сальдо платіжного балансу та динаміки ВВП. Наведені статистичні дані (табл. 3.7) за останні



шість років підтверджують негативні прогнози щодо екстенсифікації національного виробництва в Україні.

Таблиця 3.7

**Фактори кореляційного багатофакторного аналізу моделювання  
динаміки державного боргу України  
за 2009–2015 рр., млрд. грн.\***

№ з/п	Фактори	Роки						
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Y Державний борг, млрд. грн.	226,9	323,4	357,2	399,2	426,4	947,1	1333,9
2	X <sub>1</sub> Надходження державного бюджету, млрд. грн.	209,7	240,6	314,5	346,1	339,1	403,1	534,7
3	X <sub>2</sub> Видатки державного бюджету, млрд.грн.	242,4	303,5	333,4	395,6	403,4	447,3	576,9
4	X <sub>3</sub> Сальдо платіжного балансу держави, млрд. грн.	-1,8	-3,01	-9,0	-14,3	-16,3	-13,3	0,8
5	X <sub>4</sub> Валовий внутрішній продукт, млрд. грн.	913,3	1082,5	1302,1	1411,2	1454,9	1566,7	1979,5

\* Джерело: складено за даними [5; 6; 51; 123].

Можемо простежити також стрімке збільшення з року в рік державного боргу, видатків бюджету та дефіциту платіжного балансу. Так, за досліджуваний період обсяги імпорту перевищували обсяги експорту й генерували постійне зростання дефіциту платіжного балансу. Показники надходжень знизилися внаслідок різкого економічного спаду та труднощів зі збиранням податків на Сході України.

Обсяг податкових надходжень зменшився, що було частково компенсоване зарахуванням прибутку Національного банку України до державного бюджету. Загострення конфлікту на Сході спричинило збільшення видатків на оборону. Таким чином, економіка України

характеризується тривалою подвійною дефіцитністю, що підтверджує негативна різниця між темпами економічного зростання й темпами збільшення обсягу державного боргу.

За результатами побудованої моделі отримаємо таке рівняння:

$$y = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3, \quad (3.4)$$

де  $y$  – державний борг України;

$x_1$  – надходження державного бюджету;

$x_2$  – видатки державного бюджету;

$x_3$  – сальдо платіжного балансу держави;

$x_4$  – ВВП:

$$Y = 82,51 + 7,98X_1 + 5,25X_2 + 4,65X_3 - 3,04X_4. \quad (3.5)$$

Розрахунок рівняння регресії впливу на державний борг України обсягу надходжень, видатків державного бюджету, сальдо платіжного балансу та динаміки ВВП наведено в дод. П.

За умови, що факторні ознаки характеризуються різними одиницями виміру або сутністю, коефіцієнти регресійної моделі  $b_j$  за різних факторів не порівнюються. Рівняння регресії у такому разі доповнюємо порівняльними факторами щільності взаємозв'язку з результатом фактора, що дає змогу визначити найпотужніші фактори за впливом на кінцевий результат. Такими показниками є приватні коефіцієнти еластичності,  $\beta$ -коефіцієнти та приватні коефіцієнти кореляції. Для аналізу регресійної моделі застосуємо приватні коефіцієнти еластичності, які розрахуємо за формулою 3.6 [169, с. 53]:

$$E_i = b_i \frac{\bar{x}_i}{\bar{y}}. \quad (3.6)$$

Приватний коефіцієнт еластичності вказує, наскільки відсотків у середньому змінюється ознака-результат зі збільшенням ознаки-фактора  $x_j$  на 1% від свого середнього рівня при фіксованому стані інших факторів моделі:

$$E_1 = 7,98 \frac{341,11}{573,44} = 4,75.$$

Приватний коефіцієнт еластичності становить:  $|E_1| > 1$ . Отже, вплив у загальній моделі надходжень державного бюджету на обсяг державного боргу є значним.

$$E_2 = 5,25 \frac{386,07}{573,44} = 3,54.$$

Приватний коефіцієнт еластичності дорівнює:  $|E_2| > 1$ . Отже, вплив у загальній моделі видатків державного бюджету на зростання державного боргу порівняно з іншими факторами є також значним.

$$E_3 = 4,65 \frac{-8,13}{573,44} = -0,0659.$$

Приватний коефіцієнт еластичності становить:  $|E_3| < 1$ . Показник кореляції між показниками державного боргу та сальдо платіжного балансу є від'ємним, що зумовлено зворотною пропорційністю факторів. Це спричинено початковими даними, які мають від'ємне значення. Таким чином, зростання дефіциту платіжного балансу сприятиме збільшенню обсягу державного боргу.

$$E_4 = -3,04 \frac{1387,17}{573,44} = -7,36.$$

Приватний коефіцієнт еластичності дорівнює:  $|E_4| < 1$ . Відповідно можна зробити висновок, що у загальній моделі кореляції вплив ВВП є суттєвим. Так, збільшення обсягу ВВП зумовлює поліпшення загальної економічної ситуації у країні, відповідно потреба у залученні кредитних ресурсів зменшується, що відображається на зниженні показників державного боргу.

Проведені розрахунки свідчать, що такі фактори, як обсяг надходжень (за рахунок державних запозичень) і видатків бюджету, здійснюють прямий вплив на обсяг державного боргу, тобто з їхнім зростанням збільшується розмір боргу, а вплив обсягу ВВП та сальдо платіжного балансу є

опосередкованим, тобто з їхнім збільшенням розмір державного боргу зменшується, і навпаки.

Отже, якщо коефіцієнт  $b_1 = 4,75\%$ , то при збільшенні надходжень державного бюджету (за рахунок запозичень) на 1%, обсяг державного боргу зросте на 4,75%. Значення  $b_2 = 3,54\%$  означає, що при збільшенні видатків бюджету на 1% обсяг державного боргу зросте на 3,54%. Якщо коефіцієнт  $b_3 = - 0,0659\%$ , то при збільшенні сальдо платіжного балансу на 1% обсяг державного боргу зменшиться на 0,0659%. За коефіцієнтом регресії  $b_4 = - 7,36\%$  спостерігаємо, що за умови збільшення ВВП на 1% обсяг державного боргу зменшиться на 7,36%.

Таким чином, результати аналізу підтверджують, що істотний вплив на формування державного боргу мають надходження та видатки бюджету. Відповідно основною причиною значної акумуляції державного боргу України є перманентний характер бюджетного дефіциту. Разом з цим, збільшення державного боргу України внаслідок підвищення обсягу видатків на його обслуговування спричиняє зростання дефіциту державного бюджету. Така «боргова спіраль» призводить до зростання темпів державного боргу та обсягу бюджетного дефіциту, погіршуючи економічну ситуацію та провокуючи виникнення боргової кризи.

Результати моделювання свідчать про існування взаємозалежностей між іншими макроекономічними показниками, проте всі фактори та їхні взаємозв'язки характеризуються особливим впливом на економічні процеси. Так, зокрема, за умови зменшення рівня ВВП та обсягу податкових надходжень відбувається зростання державних видатків, що також призводить до збільшення державного боргу.

Матриця парних коефіцієнтів кореляції впливу факторів на обсяг державного боргу України за 2009–2015 рр. представлена у табл. 3.8. Розрахунок матриці парних коефіцієнтів кореляції  $R$  наведено в дод. Р.

За результатами аналізу моделі доходимо висновку, що між усіма змінними спостерігаються значні кореляційні зв'язки. Наприклад,

коефіцієнти парної кореляції зростання обсягу державного боргу із видатками держави становлять 0,92, а із надходженнями – 0,93. Таким чином, високі значення коефіцієнтів свідчать, що серед усіх факторів, що впливають на формування та обслуговування державного боргу, важливе місце відводиться бюджетному дефіциту, оскільки на його покриття залучаються державні позики і кредити.

Таблиця 3.8

**Матриця парних коефіцієнтів кореляції впливу факторів на обсяг державного боргу України при  $p < 0,05$  за 2009–2015 рр.**

Показники	Y	x <sub>1</sub>	x <sub>2</sub>	x <sub>3</sub>	x <sub>4</sub>
Y Державний борг	1	0,935	0,923	0,231	0,903
x <sub>1</sub> Надходження державного бюджету	0,935	1	0,989	0,0161	0,993
x <sub>2</sub> Видатки державного бюджету	0,923	0,989	1	-0,0223	0,993
x <sub>3</sub> Сальдо платіжного балансу держави	0,231	0,0161	-0,0223	1	-0,0586
x <sub>4</sub> Валовий внутрішній продукт	0,903	0,993	0,993	-0,0586	1

\* Джерело: розраховано автором самостійно.

Для оцінювання адекватності моделі проведемо статистичну перевірку значимості отриманих результатів:

1. Коефіцієнт регресії ( $R^2$ ): відображає загалом наявність залежності між значенням  $y$  та множиною  $x_i$ ; змінюється від 0 до 1 (слабка залежність, якщо  $R^2 < 0,5$ ; середня –  $0,5 \leq R^2 \leq 0,7$ ; сильна –  $R^2 > 0,7$ ); є сенс використовувати модель при  $R^2 > 0,7$ ; у разі, якщо  $R^2 = 1$  або наближається до цього значення наявна, функціональна залежність між результативною ознакою і факторами, за якої кореляційно-регресійне моделювання використовувати не доцільно.

$$R = \sqrt{1 - \frac{s^2 e}{\sum (y_i - \bar{y})^2}} = \sqrt{1 - \frac{45555,3}{999271,26}} = 0,955.$$

Взаємозв'язок між результативною ознакою  $Y$  та факторами  $X$  є сильним. Розрахунок коефіцієнта кореляції здійснено шляхом застосування відомих значень лінійних коефіцієнтів парної кореляції і  $\beta$ -коефіцієнтів:

$$R = \sqrt{\sum r_{yxi} \beta_{yxi}} = \sqrt{r_{yx1}\beta_{yx1} + r_{yx2}\beta_{yx2} + r_{yx3}\beta_{yx3} + r_{yx4}\beta_{yx4}}. \quad (3.7)$$

$$R = \sqrt{0,935 \times 2,104 + 0,923 \times 1,399 + 0,231 \times 0,0776 + 0,903 - (2,571)} = \sqrt{0,954} = 0,977.$$

Коефіцієнт детермінації дорівнюватиме:  $R^2 = 0,977^2 = 0,955$ .

Так, одержане рівняння адекватне і його можна застосовувати на практиці. Отриманий показник детермінації, підтверджуючи адекватність рівняння свідчить також про те, що аналізовані фактори впливу в 95,5% випадків змінюють залежний показник (обсяг державного боргу).

2. Критерій Фішера (F-критерій): дає змогу оцінити ймовірну випадковість отримання високого значення коефіцієнта детермінації; F критерій має бути меншим за критичне значення у нашій моделі:  $F=30 >$  Значимість  $F=7$ . Отже, висновки, отримані щодо прийнятності моделі, не є випадковими.

Відповідно до результатів парного кореляційного зв'язку спостерігаємо, що збільшення видатків бюджету та зменшення сальдо платіжного балансу призводять до збільшення державного боргу України.

Одним зі способів економіко-математичного моделювання є пряме кореляційне моделювання, яке полягає у пошуку математичного виразу, який відобразить зв'язок між досліджуваними показниками та факторами, що їх визначають. Проаналізуємо залежність 3.8:

$$y = f (X_1, X_2, X_3, \dots, X_n). \quad (3.8)$$

Кореляційна модель визначається шляхом застосування методів кореляції та регресії, а також їхнього аналізу.

З метою оцінювання впливу інших причинно-наслідкових зв'язків державного боргу України застосуємо функцію «кореляційний аналіз» в системі електронних таблиць «MS Excel». Для однофакторного моделювання впливу факторів на формування обсягу державного боргу можна використовувати фактично всі показники економічного розвитку держави. Для виявлення кореляційних залежностей використано статистичні річні дані Національного банку України, Державної служби статистики України, Міністерства економічного розвитку та торгівлі України впродовж 2009–2015 рр. (дод. С).

Отже, моделі впливу чинників на формування державного боргу України наведено у табл. 3.9.

Таблиця 3.9

**Фактори кореляційного аналізу державного боргу України  
впродовж 2009–2015 рр.\***

№ з/п	Фактори	Рівняння	Коефіцієнт кореляції
1	Видатки на економічну діяльність $X_1$	$Y = -61,19 + 16,13 * X_1$	0,19
2	Видатки на соціальне забезпечення $X_2$	$Y = -297,62 + 12,48 * X_2$	0,81
3	Капіталізація за рахунок державного боргу $X_3$	$Y = 661,49 - 4,39 * X_3$	-0,13
4	Капітальні інвестиції $X_4$	$Y = 313,77 + 1,24 * X_4$	-0,20
5	Реальна заробітна плата $X_5$	$Y = 3163,5 - 24,42 * X_5$	-0,82

\* Джерело: розраховано автором самостійно.

Таким чином, за допомогою кореляційно-регресійного аналізу визначено вагомий кореляційний вплив на державний борг України державних видатків на економічну діяльність та соціальне забезпечення і капітальних інвестицій.

Так, зростання державного боргу призвело до зниження обсягу інвестицій, через підвищення бюджетних видатків на обслуговування боргових зобов'язань. Оскільки збільшення видатків не впливає на підвищення бюджетних надходжень в Україні, воно призводить до зменшення обсягів інших державних видатків, зокрема інвестиційних. Одним з основних макроекономічних показників, за значеннями якого простежуємо значне спадання в умовах економічної кризи, є державні запозичення. Проте збільшення обсягу державного боргу зумовлює декапіталізацію банків, звужуючи спрямованість та зменшуючи розмір їхньої кредитної діяльності, що відповідно знижує рівень ділової активності цих установ.

Через виникнення державного боргу збільшується кількість проблем у зв'язку з необхідності його обслуговувати. Здійснюючи виплату відсотків, країна підвищує податкову ставку та зменшує державні видатки. Збільшення податкової ставки, на наш погляд, гальмує економічну активність суб'єктів господарювання, розширюючи напрямки діяльності для тіньової економіки. Зменшення обсягів державних видатків призводить до виникнення соціальних та економічних проблем у суспільстві. Сплачуючи платежі за державним боргом, держава обмежує свої можливості для фінансування програм соціально-економічного напрямку, звужує джерела надходження бюджетних доходів.

Так, у 2015 р. питома вага фінансування програм соціального захисту та забезпечення зменшилась на 4% (до 15%), освіту – на 2% (до 7 %), охорону здоров'я – на 1% (до 3%) [33].

В таких умовах з особливою гостротою постали проблеми вдосконалення процесу формування державного боргу України та розробки ефективної боргової стратегії.



### Висновки до розділу 3

У результаті розробки пріоритетних напрямків вдосконалення формування та обслуговування державного боргу України зроблено такі висновки:

1. Аргументовано, що у світовій економіці домінують тенденції до нарощування державної заборгованості, обсяг якої у більшості країн не відповідає раціональним значенням. Перевищення обґрунтованих боргових нормативів створює загрози економічній стабільності в усьому світі. Розвиток та інтеграція світового співтовариства зумовили перетворення державних проблем окремих країн у комплексні проблеми міжнародної спільноти (переростання боргової кризи окремих країн у міжнародну боргову кризу).

2. Встановлено, що для проведення ефективної економічної політики уряду доцільно розмежовувати фактичні та фіктивні боргові кризи. Спільним заходом для запобігання борговим кризам є аналіз обсягу та структури боргу через зниження загального обсягу запозичень. Для усунення фактичних криз запропоновано реалізовувати такі напрямки: врегулювання дисбалансів бюджетної політики, підвищення конкурентоспроможності економіки, стимулювання зростання інвестицій. У разі наявності фіктивних криз доцільно підвищувати ефективність інституційних імперативів механізму фінансової системи країни, зменшити частку короткострокового боргу, забезпечити належний контроль за переміщенням міжнародного капіталу.

3. Проаналізовано основні проблеми у сфері державного боргу України. Розроблено програму дій щодо вдосконалення формування боргової стратегії, основними напрямками якої визначено такі: вдосконалення організаційно-правового забезпечення; облік боргових зобов'язань; розвиток національного боргового ринку; оптимізація ризиків портфеля державного боргу; формування оптимальної структури державного боргу; узгодженість формування державного боргу з валютною та бюджетною політикою;

комплексне використання інструментарію боргової, грошово-кредитної та фіскальної політики.

4. Обґрунтовано, що неефективний борговий механізм сформовано внаслідок поєднання та врахування інтересів як кредиторів, боржників, так і міжнародних організацій. Проаналізовано системні підходи щодо врегулювання боргових криз шляхом запровадження методів обслуговування державного боргу – реструктуризації, конверсії, консолідації, рефінансування, списання боргів. Доведено, що їхнє застосування дасть змогу знизити рівень боргової кризи на міжнародному просторі.

5. Константовано, що модернізація підходів до обслуговування державного боргу України є актуальним завданням, оскільки висока частка боргів держави у ВВП та дефіцит бюджету здійснюють суттєвий тиск на національну економіку і гальмують її розвиток. Відповідно до міжнародних стандартів і норм запропоновано використовувати такі напрями: проведення переговорів щодо списання частини боргів; активізація зусиль щодо наповнення золотовалютних резервів країни для погашення боргів за рахунок внутрішніх можливостей; обмін державного боргу на державні активи; спрощення податкових режимів для суб'єктів господарювання, які купують ОВДП; залучення приватного сектору економіки до здійснення боргових платежів; зменшення обсягу державного боргу за рахунок надання грантів та безповоротної допомоги країнами-кредиторами.

6. Для усунення недоліків і забезпечення ефективності боргової політики України запропоновано здійснити такі заходи: реформувати фіскальну політику, зокрема зменшити частку непродуктивних витрат; підвищити ефективність регулювання міжнародного руху капіталу та обмежити приплив короткострокового капіталу; проводити боргову політику з урахуванням прогнозованого зменшення експортних надходжень у середньостроковому періоді; створити сприятливі умови для внутрішнього кредитування; проводити державну політику, спрямовану на стимулювання

вітчизняного експорту, розвиток фондового ринку; удосконалити графік боргових виплат.

7. Здійснено прогнозування державного та гарантованого державою боргу й аргументовано, що впродовж прогнозних років спостерігатиметься подальше зростання темпів його загального обсягу, що сигналізує про зростаючі потреби держави у додаткових коштах і необхідність розробки нової боргової політики. На основі результатів кореляційно-регресійного аналізу підтверджено значний вплив на формування державного боргу надходжень і видатків бюджету. Високі значення коефіцієнтів свідчать, що серед усіх факторів, що впливають на формування та обслуговування державного боргу, важливе місце займає бюджетний дефіцит, оскільки на його покриття залучаються фінансові ресурси на ринку позикових капіталів.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [202; 203; 204; 207; 209; 211; 215; 216; 254; 255].

## ВИСНОВКИ

На основі дослідження теоретико-організаційних засад і передумов формування державного боргу, основних науково-методичних підходів до оцінювання його результатів, виявлення соціально-економічних наслідків у процесі обслуговування боргових зобов'язань України запропоновано науково обґрунтовані напрями модернізації формування державного боргу в системі гарантування боргової безпеки, а також шляхи вдосконалення обслуговування державного боргу України з урахуванням міжнародних стандартів та норм для підтримання стабільності фінансової системи України.

1. В умовах фінансової нестабільності вітчизняної й світової економіки дослідження економічної природи державного боргу є надзвичайно важливим напрямом сучасної науки та зумовлює доцільність запровадження нового підходу до його формування і обслуговування, що дасть змогу зменшити боргові платежі, підвищити платоспроможність і кредитоспроможність держави. За допомогою теоретико-методологічного інструментарію розкрито місце державного боргу в фінансовій науці. З'ясовано, що в економічній думці співіснують альтернативні погляди на теоретичні аспекти цього питання. Авторський підхід до розуміння поняття «державний борг» побудовано на визначенні його як похідної від економічного поняття державного кредиту – інструменту мобілізації додаткових грошових коштів на кредитній основі. Аргументовано, що головною причиною формування та зростання державного боргу є фінансування дефіциту бюджету. Визначено, що важливими складовими формування державного боргу є такі: бюджетна, валютна, інвестиційна, спекулятивна, складова гарантування боргу та компенсації видатків на його обслуговування.

2. У ході дослідження функціонування системи законодавчого забезпечення формування та обслуговування державного боргу України

констатовано, що основна мета правового регулювання – стабільний економічний розвиток та підтримка боргової безпеки держави. З'ясовано, що регулювання правовідносин у сфері державного боргу здійснюється за відсутності чіткої нормативно-правової регламентації на рівні окремого законодавчого акта таких фундаментальних складових, як зміст, принципи формування, структура боргового портфеля, напрями управління (від формування, розподілу до обслуговування й погашення), контроль ефективності та доцільності на всіх етапах здійснення запозичень, відповідальність за правопорушення й фінансова дисципліна. Доведено, що діюча інституційно-функціональна структура державного боргу України є занадто складною, суперечить принципам відкритості й прозорості та потребує виваженого, належним чином обґрунтованого реформування. Для ефективного процесу формування державного боргу рекомендовано створити Агенцію з управління державним боргом, в якій чітко розмежовано функції, повноваження та механізми звітності відповідних відомств.

3. Досліджено методологічні підходи до оцінювання боргової безпеки, які використовуються у вітчизняній та міжнародній практиці. За допомогою їхнього узагальнення сформовано систему показників оцінювання результатів формування та обслуговування державного боргу, адаптованих до боргової ситуації в країні з урахуванням її соціально-економічного та фінансового забезпечення. Запропоновано до цієї системи ввести три групи показників – боргового навантаження, боргової стійкості та боргового потенціалу. Перша група дає змогу виявити залежність виконання бюджету від позикових коштів і визначити можливі ризики невиконання боргових зобов'язань, що безпосередньо впливатиме на вартість залучених позикових ресурсів. Друга група показників забезпечує формування й аналіз основних тенденцій і можливостей виникнення критичної ситуації, що зумовлено підвищенням боргових ризиків. Третя група визначає резерв міцності для забезпечення балансу бюджету в разі негативних змін на борговому ринку,

надаючи країні можливість розраховуватися за своїми зобов'язаннями з мінімальним ризиком.

4. На основі аналізу причин виникнення, факторів, динаміки, соціально-економічних наслідків і результативності дії механізму формування та обслуговування державного боргу України визначено п'ять основних етапів у його розвитку: перший етап (1991–1996 рр.) характеризується економічним спадом та порушенням фінансової рівноваги, що спричинено хаотичною акумуляцією державного боргу; другий етап (1997–1999 рр.) – період зростання державного боргу, що в умовах високої вартості позик та їхньої короткостроковості призвело до його перетворення на небезпечний фактор впливу на макроекономічну ситуацію; третій етап (2000–2007 рр.) – період часткової макроекономічної стабілізації в певних секторах економіки; четвертий етап (2008–2014 рр.) – зростання обсягу державного боргу, зумовлене загостренням світової фінансової кризи, коливанням валютного курсу, погіршенням військово-політичної та соціально-економічної ситуації; п'ятий етап (2015–2016 рр.) – період значного зростання боргового навантаження та підписання угоди про реструктуризацію державного боргу.

5. Аргументовано, що збільшення видатків на обслуговування державного боргу зумовлює негативні соціально-економічні наслідки, зокрема зростання інфляції у країні, збільшення цін і девальвацію національної валюти. Відповідно перед урядом постають складні завдання, пов'язані зі зміною валютної політики та переходом до плаваючого обмінного курсу. З'ясовано, що акумуляція платежів на обслуговування державного боргу, спричинена зростанням вартості державних позик, призводить до підвищення цін на грошові ресурси, зростання відсоткових ставок за кредитами, переорієнтацію банків. Посилюється також ефект витіснення приватних інвестицій унаслідок нераціонального використання державних позик, спрямування їх на поточне споживання та перенесення тягара боргу на майбутні покоління.

6. Здійснено оцінку індикаторів цільових орієнтирів формування та обслуговування державного боргу в контексті боргової безпеки України. Аргументовано, що в Україні боргові залучення не мали цілеспрямованого характеру, супроводжувалися прийняттям розбіжних рішень щодо вибору векторів спрямування акумульованих ресурсів, унаслідок чого відбулося зростання боргового навантаження на державний бюджет та збільшення обсягу видатків на обслуговування державного боргу. Це, відповідно, спричинило послаблення боргової стійкості, оскільки продовжувалось зменшення обсягу чистих надходжень від позик, нераціональне використання коштів міжнародних фінансових організацій без урахування фінансування фонду накопичення тощо. Зменшився також борговий потенціал України, що зумовлено зниженням значень соціально-економічних показників, погіршенням інвестиційного клімату країни, зростанням вартості державних запозичень, обмеженням доступу до внутрішнього боргового ринку. Сукупно це значно послабило боргову безпеку України, понизивши її боргову позицію у 2014–2015 рр. до показника негативного максимуму.

7. За результатами дослідження процесу формування державного боргу зроблено висновок, що Україна потребує впровадження системи заходів за трьома взаємопов'язаними напрямками: законодавчим, інституціональним та регулятивним. В їхніх межах сформульовано завдання, які потребують першочергового вирішення, зокрема такі:

- розробка й затвердження закону, який регламентуватиме базові засади регулювання основних питань, пов'язаних з формуванням та обслуговуванням державного боргу;

- реформування організаційної структури та перегляд функцій суб'єктів у сфері державного боргу шляхом впровадження трикомпонентної моделі інституційного забезпечення;

- введення перспективних інструментів активізації внутрішнього потенціалу позикових ресурсів управління боргом, у т. ч. облігацій,

дохідність яких коригується залежно від темпів інфляції, та ощадних облігацій державної позики;

- оптимальне структурування боргових зобов'язань щодо валют запозичення, строків і відсоткових ставок, збільшення внутрішнього боргу та запозичень із фіксованою відсотковою ставкою, підвищення середньої строковості боргових зобов'язань;

- введення єдиної методології обліку формування державного боргу та інтегрованої бази даних за видами боргових зобов'язань, надійного механізму планування, принципів відкритості та підзвітності;

- узгодженість процесу формування державного боргу з валютною й бюджетною політикою шляхом визначення допустимого обсягу видатків, що можуть бути профінансовані, зменшення частки долара США як основної валюти та перехід до системи декількох валют;

- комплексне використання інструментарію боргової, грошово-кредитної та фіскальної політик, що ґрунтується на принципі комплементарності їхніх інструментів і механізмів.

8. З'ясовано, що основою забезпечення ефективної економічної політики є зменшення боргового навантаження шляхом вдосконалення податкової системи та проведення податкової реформи. Ухвалення угоди про реструктуризацію означено як неефективний напрям зменшення державного боргу України, що лише в черговий раз дає змогу відкласти цю проблему. Запропоновано використовувати такі підходи до модернізації обслуговування державного боргу: обмін державного боргу на активи; погашення боргових зобов'язань у формі отримання права на реалізацію товару за встановленою ціною; спрощення податкових режимів для суб'єктів господарювання, які купують облігації внутрішньої державної позики; заміщення зовнішніх запозичень внутрішніми; розробка індивідуальних взаємовигідних механізмів погашення гарантованого державою боргу підприємствами; використання інструментарію розміщення цінних паперів типу «варант».



9. Встановлено тісний кореляційний взаємозв'язок між надходженнями, видатками бюджету, платіжним балансом, ВВП та державним боргом. Основною причиною акумуляції державного боргу визначено збільшення дефіциту, що зумовлено зростанням видатків бюджету. За результатами проведених розрахунків з'ясовано, що зростання видатків на обслуговування державного боргу на 1% призводить до збільшення загальних боргових витрат на 0,89%, підвищення рівня інфляції на 0,42%, бюджетного дефіциту – 0,34%, зменшення обсягу промислової продукції – 0,93%, наслідком чого є зменшення платіжного балансу – 0,82%. Відповідно доведено, що зростання обсягу державного боргу та видатків на його обслуговування спричинюватиме збільшення дефіциту бюджету, підвищуючи рівень боргових ризиків для соціально-економічної стійкості в Україні.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аверіхіна Т. В. Зовнішній борг України: аналіз динаміки і структури, методи управління / Т. В. Аверіхіна, В. О. Коломієць // Економіка: реалії часу. – 2013. – № 5. – С. 143–148.
2. Агапова Т. А. Макроэкономика: учебник / Т. А. Агапова, С. Ф. Серегина. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2004. – 448 с.
3. Аналітична записка «Аналіз фондового ринку» за 2007–2015 рр. / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/analytical.Htm>.
4. Аналітична записка щодо ситуації на валютному ринку за 2010–2015 рр. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://me.kmu.gov.ua/control/publish/article/main?art>.
5. Аналітичні матеріали щодо державного боргу України за 2008–2015 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>.
6. Аналітично-статистичні матеріали про стан платіжного балансу та зовнішнього боргу України за 2010–2015 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan.htm](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.htm).
7. Андрусів Р. Р. Теоретичні концепції боргового фінансування державних потреб / Р. Р. Андрусів // Економіка та держава. – 2011. – № 5. – С. 54–56.
8. Андрущенко В. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В. Андрущенко. – Львів: Каменяр, 2000. – 303 с.
9. Бажан Л. Аналіз взаємозв'язку дефіциту державного бюджету та зовнішнього державного боргу / Л. Бажан, Ю. Матвєєва // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Військово-спеціальні науки. – 2012. – Вип. 29. – С. 40–43.

10. Базилевич В. Д. Макроекономіка: підручник / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич, Л. О. Баластрик. – К.: Знання, 2007. – 703 с.
11. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізм забезпечення): моногр. / за ред. О. І. Барановського – Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2004. – 735 с.
12. Бачо Р. Й. Державний борг Угорщини: ретроспективний аналіз та політика управління / Р. Й. Бачо // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Сер.: Економічні науки. – 2013. – № 1. – С. 218–221.
13. Башко В. Й. Оцінка валютних ризиків та вартості зовнішніх державних запозичень в Україні / В. Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 94–104.
14. Бенч Л. Напрями вдосконалення управління державним боргом в Україні / Л. Бенч, В. Лісовенко // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 9–10. – С. 3–10.
15. Бец О. І. Еволюція наукових концепцій державного кредиту і державного боргу / О. І. Бец // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 9 – 10. – С. 39–45.
16. Бідак П. П. Моделювання структури державного боргу / П. П. Бідак // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – №8. – С. 30–34.
17. Близнюк О. П. Оцінка державного боргу України та методи його регулювання / О. П. Близнюк, І. Л. Шевчук // Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг. – 2010. – Вип. 1. – С. 330–335.
18. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. – 2013. – №2 (615). – С.4–17.
19. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2011. – С. 10–17.

20. Бондарчук А. Державні цінні папери в борговій політиці: міжнародний досвід та перспективи його адаптації в Україні / А. Бондарчук // Незалежний аудитор. – 2013. – № 8. – С. 82–85.

21. Бондарук Т. Зарубіжний досвід використання механізму управління і обслуговування державного зовнішнього боргу та можливості його застосування / Т. Бондарук // Збірник наукових праць. – 2006. – Вип. 34. – С. 187–193.

22. Боринець С. Моделі організаційного забезпечення управління державним боргом: світовий досвід та перспективи для України / С. Боринець, Л. Могилко // Банківська справа. – 2012. – № 4. – С. 43–50.

23. Борисюк О. В. Напрямки управління державного боргу України в сучасних умовах / О. В. Борисюк // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. : Економіка. – 2013. – Вип. 21. – С. 121–125.

24. Боровікова М. Зростання державного боргу в післякризовий період та шляхи його стабілізації / М. Боровікова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2013. – №149 (8). – С. 25–29.

25. Бюджетний кодекс України № 2456-VI від 08.07.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/page2>

26. Вавилов А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления / А. Вавилов. – 2-изд., перероб и доп. – М.: ООО Городец-издат, 2003. – 400 с.

27. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии / Л. Вальрас // Теория общественного богатства. – М.: Изограф, 2000. – 448 с.

28. Василик О. Д. Державні фінанси України : підруч. / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – К. : Центр навч. літ., 2003. – 608 с.

29. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.

30. Величкін В. О. Бюджетний дефіцит і державний борг як чинники економічної небезпеки держави / В. О. Величкін, В. Я. Олійник, І. В. Дем'яненко // Вісник ДДФА. Економічні науки. – 2014. – № 1. – С. 108–117.
31. Венгер Т. А. Порівняльний аналіз класичної та кейнсіанської теорій державного боргу / Т. А. Венгер // Формування ринкових відносин в Україні. – 2012. – № 1. – С. 40–44.
32. Верещака І. М. Теоретичні основи формування державного боргу / І. М. Верещака // Держава та регіони. Сер. : Економіка та підприємництво. – 2014. – № 2. – С. 154–157.
33. Висновки щодо виконання Державного бюджету за 2015 р. / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/>.
34. Вишневська Н. В. Проблеми обслуговування та управління зовнішнім державним боргом України / Н. В. Вишневська, М. В. Кучерук // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. : Економіка. – 2013. – Вип. 21. – С. 126–129.
35. Вівчар О. Й. Вплив державного боргу на економічну безпеку держави / О. Й. Вівчар, О. Б. Курило // Економіка та держава. – 2013. – № 4. – С. 15–17.
36. Войтко С. Зовнішній борг країн Євросоюзу та України в координатах сталого розвитку / С. Войтко // Журнал європейської економіки. – 2014. – № 1. – С. 20–31.
37. Гаркавий В. Г. Математична статистика / В. Г. Гаркавий, В. В. Ярова. – К: Професіонал, 2004. – 484 с.
38. Глібчук В. М. Сутність державного боргу та його вплив на економіку України / В. М. Глібчук, Г. Р. Кісь // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2012. – Вип. 8(2). – С. 24–28.
39. Грачев О. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика / О. Грачев. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 432 с.

40. Гребенюк Т. Борги перед державним бюджетом та способи їх повернення / Т. Гребенюк // Казна України. – 2010. – № 4. – С. 27–28.

41. Горин В. Фінансовий механізм регулювання державного боргу / В. Горин // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті : національна ідентичність та тенденції глобалізації: зб. тез доп. ІХ Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчен. (м. Тернопіль, 23-24 лютого 2012 р.) / редкол. Б. П. Адамик, Р. Ф. Бруханський, В. А. Валігура, Н. Д. Гандзола, Т. Г. Дудар. – Тернопіль: ТНЕУ, 2012. – Ч. 2. – С. 46–48.

42. Грубляк О. М. Стан та стратегічні напрями боргової політики України в контексті державної фінансової політики економічного зростання / О. М. Грубляк // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. – 2013. – Вип. 4. – С. 251–258.

43. Гусев К. Долговой кризис в Европе: причины и последствия / К. Гусев // Деньги и кредит. – 2011. – № 12. – С. 58–61.

44. Данилюк В. О. Боргова політика держави: поняття, види, особливості реалізації / В. О. Данилюк // Вісник Одеського національного університету. Економіка. – 2013. – Т. 18, Вип. 3 (1). – С. 115–118.

45. Данилюк В. О. Макроекономічні ефекти державного боргу (на прикладі Німеччини, США та Японії) / В. О. Данилюк // Економічний часопис-ХХІ. – 2013. – № 11–12 (2). – С. 37–40.

46. Дем'янишин В. Г. Теоретична концептуалізація і практична реалізація бюджетної доктрини України: моногр. / В. Г. Дем'янишин. – Тернопіль : ТНЕУ, 2008. – 496 с.

47. Дем'янишин В. Г. Бюджет. Бюджетна система / В. Г. Дем'янишин // Фінанси: підручник / С. І. Юрій, В. М. Федосов, Л. М. Алексеєнко, В. Г. Дем'янишин; за ред. С. І. Юрія., В. М. Федосова. – К. : Знання, 2012. – С. 153–210.

48. Дідур С. В. Зовнішній державний борг України та розробка стратегії управління ним / С. В. Дідур, В. І. Глухова, В. П. Попович // Економіка і регіон. – 2011. – № 4. – С. 44–48.

49. Додонов В. Ю. Нарращивание государственного долга развитых стран: тенденции, факторы, риски / В. Ю. Додонов. – Алматы: КИСИ при Президенте РК, 2012. – 164 с.
50. Доліновська О. Я. Суперечливий характер впливу державного зовнішнього боргу на розвиток національної економіки / О. Я. Доліновська // Економічні науки. Серія: Облік і фінанси. – 2011. – Вип. 8. – С. 119–131.
51. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу за 2008–2015 рр. / Міністерство фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish>.
52. Дохідність державних цінних паперів України / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/>.
53. Дудченко В. Сучасний стан та структура державного боргу країн Європи / В. Дудченко // Економічний аналіз. – 2012. – Вип. 11, Ч. 1. – С. 98–103.
54. Дунець М. І. Емісія внутрішніх державних запозичень в Україні / М. І. Дунець // Управління розвитком. – 2014. – № 13. – С. 133–135.
55. Елерс Г. Управління державним боргом: завдання, цілі, учасники / Г. Елерс // Фінанси України. – 2014. – № 1. – С. 7–21.
56. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / М. М. Єрмошенко. – К.: Київ.нац.торг.-екон. ун-т., 2001. – 309 с.
57. Жиленко С. М. Управління державним боргом як складова системи антикризового регулювання економіки / С. М. Жиленко // Часопис економічних реформ. – 2014. – № 2. – С. 39–45.
58. Жулин О. В. Управління державним боргом з метою максимізації суспільного добробуту / О. В. Жулин // Управління проектами, системний аналіз і логістика. Технічна серія. – 2012. – Вип. 9. – С. 319–322.

59. Заверуха І. Б. Зміст управління державним боргом: правові аспекти / І. Б. Заверуха // Університетські наукові записки. – 2006. – № 3–4. – С. 312–317.

60. Захарченко О. Г. Державний борг України: оцінка та прогнози / О. Г. Захарченко // Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2013. – № 4. – С. 92–97.

61. Иванов В. В. Долговой кризис стран Латинской Америки: причины и проблемы урегулирования / В. В. Иванов // Вестник СПбГУ. – 2005. – Вып. 3. – С. 101–106.

62. Илларионов А. Платить или не платить? Альтернативные стратегии снижения бремени государственного внешнего долга / А. Илларионов // Вопросы экономики. – 2001. – № 3. – С. 4–23.

63. Іваненко Ю. Агенство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії / Ю. Іваненко, А. Мамишев // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 14–19.

64. Капранова Л. Г. Сучасний стан світового зовнішнього боргу / Л. Г. Капранова // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2014. – Вип. 1(2). – С. 179–184.

65. 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.

66. Карапетян О. М. Управління державним зовнішнім боргом: методологія оцінки боргової стійкості / О. М. Карапетян // Наука молода: збірник наукових праць молодих вчених. – 2008. – Вип. 10. – С. 101–110.

67. Кармелюк Г. Зовнішній борг України і валовий внутрішній продукт: моделі трендів динаміки / Г. Кармелюк, С. Пласконь, Х. Кармелюк



// Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2014. – Вип. 2. – С. 130–143.

68. Качинський А. Б. Індикатори національної безпеки: визначення та застосування їх граничних значень: моногр. / А. Б. Качинський. – К.: НІСД, 2013. – 104 с.

69. Кириленко О. Проблеми оптимізації структури державного боргу / О. Кириленко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2007. – № 5. – С. 115–119.

70. Кізима Т. О. Управління державним боргом: навч. посіб. / Т. О. Кізима, А. І. Машко, О. Л. Шашкевич; за ред. Т. О. Кізими. – Тернопіль: Вектор, 2012. – 228 с.

71. Ковтун Н. В. Фактори формування зовнішнього державного боргу / Н. В. Ковтун, О. Я. Доліновська // Фінанси України. – 2013. – № 6. – С. 38 – 52.

72. Козелецький П. С. Проблеми зовнішнього державного боргу України, його обслуговування та регулювання / П. С. Козелецький, А. В. Кравченко // Економічний простір. – 2013. – № 71. – С. 56–65.

73. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.

74. Козюк В. Управління макроекономічною позицією державного боргу у перехідній економіці України: проблеми та орієнтири / В. Козюк // Вісник Тернопільської академії народного господарства : наук. зб. / гол. ред. З. В. Гуцайлюк. – Тернопіль : Економічна думка, 2000. – Вип. 11. – С. 108–113.

75. Колесова И. В. Совершенствование механизма управления государственным долгом / И. В. Колесова, А. Е. Сорокин // Вісник СевНТУ: зб. наук. пр. – 2011. – Вип. 116. – С. 87–92.

76. Коляда Т. А. Особливості формування бюджетної стратегії в умовах глобального зростання державного боргу / Т. А. Коляда // Бізнес Інформ. – 2013. – № 2. – С. 20–24.

77. 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.

78. Кончин В. І. Причини та прояви боргової кризи в ЄС і суперницькі підходи антикризової політики / В. І. Кончин, М. В. Максименко // Київський інститут бізнесу та технологій. – 2012. – № 2 (18). – С. 19–30.

79. Кравчук Н. Колізії боргової безпеки держави: Україна в системі світових індикаторів безпеки глобального економічного простору / Н. Кравчук // Наука молода. – 2005. – № 3. – С. 74–82.

80. Крайчак Є. В. Оцінка ключових проблемних питань зовнішнього боргу України / Є. В. Крайчак // Збірник наукових праць. – 2008. – Вип. 57. – С. 145–154.

81. Крилова Н. Управління державним боргом в Україні: вплив Європейської боргової кризи / Н. Крилова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2012. – №140. – С. 69–71.

82. Крисоватий А. І. Інституційне середовище фіскального регулювання соціально-економічних процесів / А. І. Крисоватий, Т. В. Кошук // Фінанси України. – 2011. – № 9. – С. 18–32.

83. Кудрявцев К. О. Вплив державного боргу на економічне зростання Греції / К. О. Кудрявцев // Бізнес Інформ. – 2014. – № 10. – С. 42–48.

84. Кукіна Н. В. Державний борг як фактор ризику безпеки України: макроекономічний огляд / Н. В. Кукіна, О. Г. Захарченко // Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2013. – № 3. – С. 116–122.

85. Кульпінський С. В. Механізми монетарного регулювання вартості державних запозичень / С. В. Кульпінський // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 116–126.
86. Кучер Г. В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні / Г. В. Кучер // Фінанси України. – 2012. – № 6. – С. 44–57.
87. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2011. – № 2. – С. 47–58.
88. Лановий В. Державний борг, зовнішні фактори та макроекономічна політика / В. Лановий // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 11. – С. 3–4.
89. Лижник Ю. Б. Багатофакторне моделювання діяльності / Ю. Б. Лижник, І. В. Комарова-Пейсахович // Збірник наукових тез IV Всеукраїнської науково-практичної конференції «Проблеми трансформаційної економіки». – КФ ЗНУ: Кривий Ріг, 2012. – С. 55–58.
90. Лисяк Л. В. Боргова політика України в умовах реформування системи публічних фінансів / Л. В. Лисяк // Економічний вісник університету: Зб. наук. праць. – 2015. – Вип.27/1. – С.189–195.
91. Лисяк Л. В. Боргова політика України в умовах реформування системи публічних фінансів та реалізації доміантних напрямів суспільного розвитку / Бюджетна складова реалізації доміантних напрямів суспільного розвитку: монографія / Л. В. Лисяк, О. В. Гриценко, С. В. Качула, К. М. Роменська; за наук. ред. д.е.н., проф. Л. В. Лисяк. – Дніпропетровськ: ДДФА, 2015. – С. 185–202.
92. Лисяк Л. В. Роль та значення державного боргу в грошово-кредитній та податковій політиці України / Л. В. Лисяк // Світ фінансів. – 2016. – Вип. 1. – С. 16–26.
93. Лісовенко В. В. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти / В. В. Лісовенко, Л. Я. Бенч, О. І. Бец // Фінанси України. – 2014. – № 12. – С. 7–31.

94. Лютий І. О. Теоретико-методологічні засади бюджетної політики держави / І. О. Лютий // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 13–19.
95. Львовчкін С. В. Суперечності фінансової теорії і практики в контексті циклічності економічного розвитку / С. В. Львовчкін, В. М. Опарін, В. М. Федосов // Фінанси України. – 2011. – № 5. – С. 3–13.
96. Макконнелл К. Р. Экономика: Принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С. Брю. – Бишкек, 1998. – 399 с.
97. Малерик М. Проблеми формування державного боргу України в умовах розвитку глобалізаційних процесів / М. Малерик // Економічний аналіз. – 2011. – Вип. 9, Ч. 3. – С. 178–181.
98. Мамишев А. В. Стратегія на грошах, або про аудит ефективності управління державним боргом / А. В. Мамишев // Фінансовий контроль. – 2007. – № 5. – С. 46–51.
99. Маринкевич І. С. Оцінка стану державного боргу України та його вплив на фінансову безпеку / І. С. Маринкевич // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія: Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. – 2014. – Вип. 200(3). – С. 248–254.
100. Маркс К. Капитал / К. Маркс. – М., 1988. – Т. 1. – 900 с.
101. Мартинюк В. П. Оцінка стану національної економіки на основі інтегрального показника економічної безпеки держави / В. П. Мартинюк // Економіка, менеджмент, підприємництво. – 2013. – № 25 (I). – С. 179-188.
102. Мартинюк В. П. Фіскальна безпека держави: концептуальні засади та шляхи забезпечення: монографія / В. П. Мартинюк, О. В. Баранецька. – Тернопіль : Крок, 2015. – 206 с.
103. Марункевич А. Сучасні боргові проблеми економічно розвинутих країн / А. Марункевич, М. Сидорович // Світ фінансів. – 2010. – Вип. 4. – С. 219–228.

104. Маслов Д. Державний борг як фактор стимулювання економічного зростання / Д. Маслов // Науковий вісник Одеського національного економічного університету. – 2014. – № 5. – С. 96–10.

105. Машко А. І. Теоретико-практичні проблеми управління бюджетним дефіцитом / А. І. Машко, О. Й. Тимчук // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка». – 2007. – Спецвипуск 22. Частина 1. – С. 155–158.

106. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України від 29.10.2013 р. № 1277 / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://cct.com.ua/2013/29.10.2013\\_1277.htm](http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm).

107. Миль Дж. С. Основы политической экономии с некоторыми приложениями к социальной философии / Дж. С. Миль; [пер. с англ.]. – М.: Эксмо, 2007. – 887 с.

108. Миотти Л. Финансовая либерализация, спекуляция и банковские кризисы / Л. Миотти, Д. Плин // Банки: мировой опыт. – 2002. – № 4. – С. 30–38.

109. Мироненко Т. В. Государственный долг Украины и проблемы его обслуживания / Т. В. Мироненко, В. В. Костокрыз // Інноваційна економіка. – 2012. – № 1 . – С. 271–279.

110. Мних А. М. Механізм оцінки боргового тягаря в Україні як спосіб підвищення ефективності державних запозичень / А. М. Мних // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – №1. – С. 17–19.

111. Могилко Л. В. Проблемні аспекти здійснення державних єврооблігаційних запозичень / Л. В. Могилко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – № 1. – С. 36–40.

112. Молдован О. О. Державні фінанси України: досвід та перспективи реформ : моногр. / О. О. Молдован. – К. : НІСД, 2011. – 380 с.

113. Мочерний С. В. Економічна Енциклопедія: у 3 т. / С. В. Мочерний. – К.: Видавничий центр «Академія», 2002 – Т. 3. – 952 с.

114. Наконечна С. А. Державний борг України: Шляхи та методи його погашення / С. А. Наконечна, Н. С. Міненко // Вісник Національного транспортного університету. – 2010. – № 21(1). – С. 386–389.

115. Немцов А. Г. Проблема внешнего долга: аспекты менеджмента и финансовой безопасности / А. Г. Немцов // Дальний Восток: Сб. статей преподавателей ДВ филиала СПбГУП. – Вып. 4. – Владивосток: Изд-во Дальневост. ун-та, 2001. – С. 20–28.

116. Нечаюк І. Б. Шляхи оптимізації державного бюджету з урахуванням поточного боргового навантаження / І. Б. Нечаюк // Інноваційна економіка. – 2013. – № 8. – С. 294–297.

117. Новосьолова О. С. Державний борг: діалектика теоретичних уявлень та оцінка сутності / О. С. Новосьолова // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Економіка. – 2013. – Вип. 23. – С. 169–173.

118. Новосьолова О. С. Світова практика інституційного забезпечення управління державним боргом / О. С. Новосьолова // Часопис економічних реформ. – 2013. – № 4. – С. 54–60.

119. Общий обзор правовых вопросов управления долгом [Електронний ресурс] / Учебный и научно-исследовательский институт Организации Объединенных Наций (ЮНИТАР). – Режим доступа : [http://www2.unitar.org/dfm/Resource\\_Center/OccasionalSeries/OS1\\_Rus.pdf](http://www2.unitar.org/dfm/Resource_Center/OccasionalSeries/OS1_Rus.pdf).

120. Олійник О. В. Боргова безпеки України: стан, проблеми, перспективи / О. В. Олійник, І. В. Сідельнікова // Вісник Національної юридичної академії України імені Ярослава Мудрого. – 2011. – № 2 (5). – С. 41–48.

121. Омельченко Л. С. Боргова безпека України та аналіз її сучасного стану / Л. С. Омельченко, І. В. Суміна // Збірник наукових праць національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 309–320.

122. Онищенко В. О. Координація управління державним боргом із грошово-кредитною та фіксальною політикою в системі забезпечення фінансової безпеки / В. О. Онищенко, В. В. Тополь // Економіка і регіон. – 2013. – № 1. – С. 3–11.

123. Основні макроекономічні показники за 2010–2015 рр. / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

124. Орлюк О. П. Фінансове право / О. П. Орлюк. – К.: Юрінком Інтер, 2003. – 527 с.

125. Паєнтко Т. В. Інституціональна природа дефіциту бюджету та державного боргу в Україні / Т. В. Паєнтко // Економіка промисловості. – 2013. – № 1–2. – С. 181–187.

126. Паливода К. Державний борг та політика фінансових запозичень в Україні / К. Паливода // Банківська справа. – 2011. – № 4. – С. 66–82.

127. Панченко В. В. Сутність та чинники формування зовнішнього державного боргу / В. В. Панченко // Економічний простір. – 2014. – № 88. – С. 5–17.

128. Педченко Н. С. Критерії та показники вивчення ефективності боргової політики держави / Н. С. Педченко, Л. А. Лугівська // Бізнес Інформ. – 2013. – № 12. – С. 39–44.

129. Перезозова І. В. Структуризація та аналіз спектра фінансово-аналітичної інформації щодо внутрішнього державного боргу / І. В. Перезозова, С. В. Рудейчук, І. І. Плєць // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22(5). – С. 274–282.

130. Печенюк Н. М. Напрями оптимізації управління зовнішнім державним боргом України шляхом використання зарубіжного досвіду / Н. М. Печенюк // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 6. – С. 270–274.

131. Плєць І. І. Моделювання факторів та динаміки внутрішнього державного боргу / І. І. Плєць // Економіка та держава. – 2012. – № 8. – С. 84–87.

132. Плещь І. І. Теоретичні аспекти дослідження формування державного боргу / І. І. Плещь // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: науковий збірник. – 2011. – Вип. 7. – Т. 2. – С. 417–427.

133. Полінкевич О. М. Вплив державного боргу на розвиток економіки України / О. М. Полінкевич, М. М. Линь // Економічні науки. Серія : Облік і фінанси. – 2014. – Вип. 11(1). – С. 184–191.

134. Попова С. М. Державний борг України та його вплив на економічне становище країни / С. М. Попова, Т. В. Бодня // Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг. – 2009. – Вип. 1(1). – С. 233–241.

135. Про доручення Уряду щодо реструктуризації державного боргу України: Постанова Кабінету Міністрів України № 1884 від 29.01.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/1\\_doc2.nsf/link1/DH1GC00I.html](http://search.ligazakon.ua/1_doc2.nsf/link1/DH1GC00I.html).

136. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації»: Постанова Кабінету Міністрів України № 101 від 01.04.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/baneryi/umov-pridbannya-ovdp/obligatsii-vnutr-derjavnoi-poz>.

137. Про врегулювання питань правонаступництва стосовно зовнішнього державного боргу та активів колишнього Союзу РСР: Угода між Україною та Російською Федерацією від 9.12.1994 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/643\\_055](http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/643_055).

138. Про вступ України до Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції та розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Міжнародної асоціації розвитку та Багатостороннього агентства по гарантіях інвестицій: Закон України № 2402-ХІІ від 03.06.1992 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2402-12>.

139. Про депозитарну систему України: Закон України № 5178-VI від 06.07.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov>.



[ua/laws/show/5178-17](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17).

140. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України № 448/96 від 30.10.1996 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

141. Про Державний бюджет України на 2010 р.: Закон України № 2154-VI від 27.04.2010 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2154-17>.

142. Про Державний бюджет України на 2011 р.: Закон України № 2857-VI від 23.12.2010 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2857-17>.

143. Про Державний бюджет України на 2012 р.: Закон України № 4282-VI від 22.12.2011 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/4282-17>.

144. Про Державний бюджет України на 2013 р.: Закон України № 5515-VI від 06.12.2012 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5515-17>.

145. Про Державний бюджет України на 2014 р.: Закон України № 719-VII від 16.01.2014 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/719-18>.

146. Про Державний бюджет України на 2015 р.: Закон України № 80-VIII від 28.12.2014 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/80-19>.

147. Про Державний бюджет України на 2016 р.: Закон України № 928-VIII від 25.12.2015 р., зі змінами і доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/928-19>.

148. Про державний та гарантований державою борг: проект Закону України № 8637 від 07.06.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gska2.rada.gov.ua/pls/>.

149. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів: Постанова Кабінету Міністрів України № 363 від 14 квітня 2009 р. // Урядовий кур'єр – 2009. – № 77 (29) квітень. – С. 10.

150. Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками: Постанова Міністерства фінансів № 131 від 23.02.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/131-2011-%D0%BF>.

151. Про затвердження Порядку та відбору первинних дилерів: Наказ Міністерства фінансів України № 757 від 10.06.2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article>.

152. Про затвердження нормативних документів з питань обігу облігацій внутрішньої державної позики на Українській фондовій біржі: Постанова України № 477 від 31.12.1997 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/va477500-97>.

153. Про реструктуризацію боргових зобов'язань Кабінету Міністрів України перед Національним банком України: Закон України № 1697-III від 20.04.2000 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1697-14>.

154. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 рр.: Постанова Кабінету Міністрів України № 170 від 02.03.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=289711&cat\\_id=2897](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=289711&cat_id=2897).

155. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 рр.: Постанова Кабінету Міністрів України № 607 від 10.05.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=349567&cat\\_id=2897](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=349567&cat_id=2897).

156. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013–2015 рр.: Постанова Кабінету Міністрів України

№ 320 від 29.04.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=385348&cat\\_id=2897](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=385348&cat_id=2897).

157. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом: Постанова Кабінету Міністрів України № 81513 від 01.08.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-%D0%BF>.

158. Про затвердження Програми управління державним боргом на 2014 р.: Наказ Міністерства фінансів України № 62 від 14.02.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=393555&cat\\_id](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=393555&cat_id).

159. Про порядок ініціювання, підготовки та реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями: Постанова Кабінету Міністрів України № 1027 від 26.11.2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1027-2008-%D0%BF>.

160. Про Кабінет Міністрів України: Закон України № 794-VII від 27.02.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/794-18>.

161. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України № 1057-IV від 09.07.2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.

162. Про основи національної безпеки України: Закон України № 964-IV від 19.06.2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15>.

163. Про Положення про Міністерство фінансів України: Указ Президента України № 375 від 20.08.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/375-2014-%D0%BF>.

164. Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом: Закон України № 436-

VIII від 19.05.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-19>.

165. Про Рахункову палату: Закон України № 576-VIII від 02.07.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/576-19>.

166. Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 рр.: Розпорядження Кабінету Міністрів № 316-р від 25.03.2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/316-2009-%D1%80>.

167. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

168. Прутська О. О. Управління державним боргом: навч. посіб. / О. О. Прутська. – К. : Центр учбової літератури, 2010. – 216 с.

169. Рабцун Н. В. Економіко-математичні підходи в оцінці впливу макроекономічних показників на обсяг державних запозичень в Україні / Н. В. Рабцун // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – № 10. – С. 51–56.

170. Рибак О. М. Оптимізація структури фінансування державних запозичень за рахунок облігацій внутрішніх державних позик / О. М. Рибак, Х. В. Парацій // Інноваційна економіка. – 2014. – № 3. – С. 208–212.

171. Рикардо Д. Начала политической экономики и налогового обложения. Избранное / Д. Рикардо [пер. с англ.; предисл. П. Н. Клюкина]. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.

172. Римар М. В. Ретроспективний аналіз теорій впливу державного боргу на економічний розвиток / М. В. Римар, І. С. Дулин, О. П. Макар // Науковий вісник НЛТУ України. – 2013. – Вип. 23. – С. 201–208.

173. Рогач Ф. Риски и оценки государственного долга Украины / Ф. Рогач // Економіст. – 2012. – № 3. – С. 74–76.

174. Рожко О. Боргова безпека України в контексті світової фінансової кризи / О. Рожко, В. Музиченко // Ефективна економіка. – 2013. – № 3. – С. 4–7.

175. Рожко О. Д. Реструктуризація державного боргу / О. Д. Рожко, С. В. Легкий // Управління фінансовою санацією підприємств: [колективна монографія] / під ред. к.е.н., доцента В. Г. Маргасової. – Ніжин: ТПК «Орхідея», 2013. – С. 189–217.

176. Рожко О. Управління суверенними боргами як інструмент макроекономічної стабілізації / О. Рожко // Банківська справа. – 2013. – № 11–12. – С. 46–59.

177. Ронжина И. А. Некоторые аспекты проблемы сбалансированности национальных бюджетных систем / И. А. Ронжина // Вестник экономической интеграции. – 2012. – № 10. – С. 83–88.

178. Руденко В. В. Сутність та особливості управління державним боргом у різних країнах світу / В. В. Руденко // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Проблеми економіки та управління. – 2013. – № 754. – С. 61–67.

179. Самуельсон П. А. Економіка. Навчальний посібник: пер. с англ. – 15-е вид. / П. А. Самуельсон. – М.: Бином: КноРус, 1997. – 799 с.

180. Селезнев А. З. Государственный долг и внешние активы: учеб. пособ. / А. З. Селезнев. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 284 с.

181. Сергієнко О. П. До питання характеристики фінансово-правових відносин, що виникають з приводу утворення та обслуговування зовнішнього державного боргу / О. П. Сергієнко // Науково-аналітичний журнал з питань митної справи та зовнішньоекономічної діяльності. – 2012. – № 1(79), ч. 2. – кн. 1. – С. 254–258.

182. Сергієнко О. П. Програмно-цільовий метод управління зовнішнім державним боргом України (правовий аспект) / О. П. Сергієнко // Південноукраїнський правничий часопис. – 2012. – № 3. – С. 230–233.

183. Сизранцев Г. О. Управління державним боргом України: проблеми та напрями оптимізації / Г. О. Сизранцев // Бізнес Інформ. – 2013. – № 12. – С. 56–60.

184. Синявська Л. Державний борг України: динаміка та основні проблеми управління / Л. Синявська // Вісник Львівського національного аграрного університету. Сер : Економіка АПК. – 2013. – № 20(1). – С. 162–167.

185. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / Смит А. Пер.з англ. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.

186. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України за 2015 р. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy>.

187. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України за 2000–2007 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>.

188. Степашко В. С. Моделі розрахунку інтегрального індексу для груп первинних економічних показників / В. С. Степашко, І. М. Мельник, Т. К. Кваша, Р. В. Волощук // Науково-технічна інформація. – 2005. – № 2. – С.8–12.

189. Стеценко Т. В. Розвиток ринку державних цінних паперів як складова управління державним боргом України / Т. В. Стеценко // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. – 2013. – № 2. – С. 136–142.

190. Стричак Г. В. Державний борг та проблеми його обслуговування / Г. В. Стричак, І. І. Сапарта // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.9. – С. 264–267.

191. Тропіна В. Б. Макрофінансова стабільність: теоретичні підходи та емпіричний аналіз / В. Б. Тропіна // Світ фінансів. – 2016. - № 1. – С. 7-15.

192. Тропіна В. Б. Боргова політика України в умовах економічної

рецесії / В. Б. Тропіна, В. Д. Макогон // Науковий вісник ЧДІЕУ. Серія 1, Економіка: зб. наук. праць. – 2011. — № 2(10) – С. 184-189.

193. Фаріон М. Боргова криза та внутрішньоекономічна активність / М. Фаріон, А. Фаріон // Економічні науки. Серія : Облік і фінанси. – 2010. – Вип. 7(3). – С. 388–397.

194. Фасолько Т. Аналіз макроекономічних показників у контексті стратегії управління державним боргом / Т. Фасолько // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. – 2013. – Вип. 18. – С. 163–171.

195. Федоров В. А. Державний борг як ознака сучасної держави / В. А. Федоров // Актуальні проблеми держави і права. – 2009. – Вип. 50. – С. 444–452.

196. Федорович І. М. Вплив державних запозичень на економічний розвиток регіонів України / І. М. Федорович // Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону: матеріали ІХ міжнародної науково-практичної конференції аспірантів, молодих учених та науковців, (м. Кременчук, 4 квітня 2014 р.) / За заг. ред. П. І. Сокурєнка. – Кременчук: ПП Щербатих, 2014. – С. 190–191.

197. Федорович, І. М. Державні запозичення у забезпеченні інвестиційно-інноваційного розвитку України / І. М. Федорович // Фінансова політика інвестиційно-інноваційного розвитку України: монографія / В. Г. Дем'янишин, І. С. Гуцал, О. П. Кириленко, Т. О. Кізіма ; за ред. В. Г. Дем'янишина. – Тернопіль : ТНЕУ, 2014. – С. 126–138.

198. Федорович І. М. Економічна оцінка боргової стійкості України / І. М. Федорович // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: збірник наукових праць. – Острог: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. – Випуск 25. – С. 146–151.

199. Федорович І. М. Економічна природа та причини формування державного боргу / І. М. Федорович // Наука молода: зб. наук. праць молодих

вчених Тернопільського національного економічного університету.-  
Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – Випуск 23. – С. 103–111.

200. Федорович І. М. Економічні наслідки акумуляції зовнішнього боргу України / І. М. Федорович // Формування ринкової економіки в Україні: збірник наукових праць. – Видавництво Львівського національного університету імені Івана Франка, 2014. – Вип. 31. – Ч. 2. – С. 360–366.

201. Федорович І. М. Інституційне забезпечення державного боргу України / І. М. Федорович // Національні моделі економічних систем: формування, управління, трансформації: матеріали міжнародної науково-практичної конференції, (м. Херсон, 10–11 жовтня 2014 р.) / За ред.: К. С. Шапошников. – Херсон: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – Ч. 2. – С. 131–135.

202. Федорович І. М. Методика проведення аудиту ефективності управління державним боргом та шляхи її вдосконалення / І. М. Федорович // Світ фінансів. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014.– Випуск 3. – С. 38–47.

203. Федорович І. М. Моделювання динаміки державного боргу та факторів впливу на неї / І. М. Федорович // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 16. – № 1. – С. 257–267.

204. Федорович І. М. Оптимізація управління державним боргом в контексті світового досвіду врегулювання боргових проблем / І. М. Федорович // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України: матеріали міжнародної науково-практичної конференції, (м. Ужгород, 7 березня 2014 р.) / За заг. ред.: М. М. Палінчак, В. П. Приходько–Ужгород: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 246–247.

205. Федорович І. М. Основні проблеми та перспективи співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями /



І. М. Федорович // Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 28–29 листопада 2014 р.) / ГО «Львівська економічна фундація». У 3-х частинах. – Львів: ЛЕФ, 2014. – Ч. 1. – С. 85–88.

206. Федорович І. М. Основні ризики державних боргових зобов'язань та концептуальні напрями їх мінімізації / І. М. Федорович // Найновите научни постижения: матеріали XI Международна научна практична конференція (г. Софія, 17-25 март 2015 г.). – Софія: «Бял ГРАД-БГ», 2015. – Том 1– С. 76–79.

207. Федорович І. М. Перспективи вдосконалення управління державним боргом України / І. М. Федорович // Управління фінансами суб'єктів господарювання в умовах глобальної трансформації: Монографія; за ред. д.е.н., проф. І. С. Гуцала. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – С. 421–436.

208. Федорович І. М. Перспективи розвитку ринку внутрішніх державних запозичень у контексті реалізації боргової політики України / І. М. Федорович // Perspektywiczne opracowania są nauka i technikami: materiały X Międzynarodowej naukowi – praktycznej konferencji (m. Przemyśl, 07–15 listopada 2014 r.). – Przemyśl: «Nauka i studia», 2014. – Vol 6. – P 23–26.

209. Федорович І. М. Пріоритетні напрямки вдосконалення управління державним боргом в контексті національних інтересів України / І. М. Федорович // Транснаціоналізація економічних систем: тенденції та перспективи розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, (м. Миколаїв, 18 квітня 2014 р.) – Миколаїв : Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 276–278.

210. Федорович І. М. Проблема ефективності державного боргу: теоретичний та практичний аспекти України / І. М. Федорович // Модернізація корпоративних фінансів та фінансових ринків: Збірник наукових праць / За ред. І. С. Гуцала. – Випуск 2. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – С. 148–154.

211. Федорович І. М. Проблема зростання державного боргу – пріоритет економічної політики України / І. М. Федорович // Перші наукові читання пам'яті С. І. Юрія: збірник наукових праць / За ред. д. е. н., проф. О. П. Кириленко. – 26 лист. 2015 р., м. Тернопіль. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – С. 182–186.

212. Федорович І. М. Прогнозна оцінка та аналіз витрат на обслуговування державного боргу України / І. М. Федорович // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія: Економіка. – 2014. – Вип. 27. – С. 114–120.

213. Федорович І. М. Роль міжнародних резервів в контексті управління зовнішнім державним боргом України / І. М. Федорович // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ ст. : національна візія та виклики глобалізації: збірник тез доповідей ХІІ міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 26–27 березня 2015 р.) / Тернопіль: Астон, 2015. – С. 213–214.

214. Федорович І. М. Теоретико-методологічні підходи до оцінки оптимального рівня державного боргу / І. М. Федорович // Наука молода: зб. наук. праць молодих вчених Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – Випуск 21. – С. 257–266.

215. Федорович І. М. Управління ліквідністю державних цінних паперів у контексті реалізації боргової стратегії України / І. М. Федорович // Nauka i innowacja: materiały X Międzynarodowej naukowo – praktycznej konferencji (m. Przemyśl, 07–15 października 2015 r.). Przemyśl: «Nauka i studia», 2015. – Vol 1. – P. 61–65.

216. Федорович І. М. Управління суверенним кредитним рейтингом як інструмент врегулювання державного боргу / І. М. Федорович // Модернізація корпоративних фінансів та фінансових ринків: збірник наукових праць професорсько–викладацького складу кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування. – Випуск 1. – Тернопіль: Економічна думка ТНЕУ, 2014. – С. 94–98.

217. Федосов В. М. Вплив державного боргу на фінансову безпеку України / В. М. Федосов, Ю. П. Вигівська // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 408–412.

218. Федосов В. М. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: моногр. / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін // За наук. ред. В. Федосова. К.: КНЕУ, 2002. – 432 с.

219. Флейчук М. І. Ризикованість зовнішніх запозичень для постртрансформаційних економік / М. І. Флейчук, Р. Р. Андрусів // Фінанси України. – 2011. – № 11. – С. 33–44.

220. Фурманець К. Л. Комплексна оцінка ефективності управління зовнішнім державним боргом як інструмент оптимізації боргової політики держави в умовах глобалізації / К. Л. Фурманець // Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1: Економіка. – 2013. – Вип. 3. – С. 85–93.

221. Хайхадаева О. Д. Государственный долг Российской Федерации: теоретические и исторические аспекты / О. Д. Хайхадаева. – СПб.: СПбГУЭФ, 2000. – 121 с.

222. Хейфец Б. А. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России / Б. А. Хейфец. – М.: Институт экономики РАН, 2012. – 56 с.

223. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс – М.: УМЗ, 1993. – 488с.

224. Ходачук О. Забезпечення боргової безпеки – необхідна передумова ефективного реформування економіки країни / О. Ходачук // Финансовые риски. – 2000. – №2 (22). – С. 18–22.

225. Царук О. В. Оцінка боргового фінансування дефіциту державного бюджету України / О. В. Царук // Фінанси України. – 2010. – № 4. – С. 98–101.

226. Чорноус О. І. Управління зовнішнім боргом України: проблеми і шляхи вирішення / О. І. Чорноус, А. О. Попова // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Сер. : Економічна. – 2014. – № 5. – С. 105–111.

227. Шаповал М. В. Стратегічні аспекти управління державним боргом / М. В. Шаповал // Наукові праці НДФІ. – 2014. – Вип. 1. – С. 81–86.

228. Шевчук В. О. Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України / В. О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2009. – № 2 (11) – С. 159–165.

229. Шепиленко В. Ю. Актуальні питання структурних диспропорцій державного боргу України / В. Ю. Шепиленко // Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). – 2014. – № 1. – С. 136–140.

230. Шпенюк О. Є. Управління державним боргом в умовах посилення зовнішніх ризиків / О. Є. Шпенюк // Економіка і прогнозування. – 2013. – № 1. – С. 41–53.

231. Юрій С. І. Бюджет, бюджетна доктрина та бюджетна політика держави: сучасна парадигма, іманентний детермінізм, реалії і перспективи / С. І. Юрій, В. Г. Дем'янишин // Світ фінансів. – 2010. – № 4. – С. 7–27.

232. Юрій С. І. Державний борг України: реалії сьогодення / С. І. Юрій // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Сер.: Економічні науки. – 2013. – Вип. 34(1). – С. 263–267.

233. Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. І. Юрій // Журнал європейської економіки. – 2007. – Том 6 (№1). – С. 6–27.

234. Ясин Е. О проблеме урегулирования внешнего долга России / Е. Ясин, Е. Гавриленков // Вопросы экономики. – 1995. – № 5. – С. 71–77.

235. Яценко Л. О. Прогнозування державного боргу на основі доходів та видатків державного бюджету України / Л. О. Яценко // Статистика України. – 2014. – № 2. – С. 14–19.

236. 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. – № 288. – 33 p.

237. Anne O. Krueger. Sovereign Debt Restructuring Mechanism – One Year Later / Anne O. Krueger // IMF, 2002. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202.htm>.

238. Anthony R. Boote. Debt Relief for Low Income Countries. The HIPC Initiative. / Anthony R. Boote, Kamau Thugge. – Washington, D.C. IMF, 1999. – p. 42.

239. Blanchard O. The Sustainability of Fiscal policy: New Answers to an Old Question / O. Blanchard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann, N. Sartor // OECD Economic Studies. – 1990. – №15. – P.7–36.

240. Buiters Willem H. A Guide to Public Sector Debt and Deficits / H. Willem Buiters // Economic Policy, 1985. – Vol. 1 (November). – P.13–79.

241. Buchanan J. Public finance of democratic process / J. Buchanan [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCContents.html>.

242. Borenstein E. Debt Overhang, Credit Rationing and Investment / E. Borenstein // Journal of Development Economics. – 1990. –Vol. 32. – № 2. – P. 315–335.

243. Escolano J. A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, Technical Notes and Manuals / J. Escolano // International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, 2010. – 28 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf>.

244. Cohen D. Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies / D. Cohen // Centre for Economic Policy Research Discussion Paper . – 1997. – № 1753. – P. 1–17.

245. Constâncio V. Contagion and the European debt crisis / V. Constâncio // Banque de France. Financial Stability Review. – №16. – 2012. – P. 109–119.

246. Das U. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts / U. Das, M. Papaioannou, C. Trebesch // International Monetary Fund, 2012. – 128 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.

247. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications / International Monetary Fund [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.

248. Domar E. Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment / E. Domar // Econometrica. – Vol. 14, № 2. – 1946. – P. 137–147.

249. Eichengreen B. Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reform. – «A New International Monetary Order?» at the Allied Social Science Associated Meetings, 2012. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://eml.berkeley.edu/~eichengr/Implications\\_Euro\\_JrnPolModel\\_2012.pdf](http://eml.berkeley.edu/~eichengr/Implications_Euro_JrnPolModel_2012.pdf).

250. Ganter M. Zur Frage nach den Grenzen der ortentlichenerschuldung / M. Ganter. – N.Y, 1979. – 145 p.

251. Global imbalances and world economy crises. Part I. / Bazhan A. I., Gusev K. N. // Council Special Report. – № 44. – 2015. – 56 p.

252. Herz B. Debt and Currency Crises - Complements or Substitutes? / B. Herz, H. Tong // Review of International Economics. – Vol. 16, November. – 2008. – 963 p.

253. Fekete A. E. The Marginal Productivity of Debt: Why Obama's Stimulus Package Is Doomed to Failure / A. E. Fekete // Professor Antal E. Fekete. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.professorfekete.com/articles%5CAEFTheMarginalProductivityOfDebt.pdf>.

254. Fedorovych I. Conceptual approaches to crisis management of public debt in the developing countries / I. M. Fedorovych, O. M. Karapetyan // The

USA Journal of Applied Sciences. – New York: «CIBUNET Publishing», 2015. – № 2 – P.71–76.

255. Fedorovych I. M. Public debt in the world economic practice: main trends of formation and management features / I. M. Fedorovych // European Applied Sciences. – 2014. – №12. – P.122–126.

256. Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs. – INTOSAI. – Feb., 2003. – P.143–146. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.issai.org/media/12996/issai\\_5430e.pdf](http://www.issai.org/media/12996/issai_5430e.pdf).

257. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database, 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org>.

258. International economics: theory and policy / Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. – 4<sup>th</sup> edition. – 1996. – 799 p.

259. Jeanne O. Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set / O. Jeanne, A. Guscina // IMF Working Paper. – 2006. – № 98. – 14 p.

260. Kliesen Kevin L. The Federal Debt: Too Little Revenue or Too Much Spending? / L. Kevin Kliesen, L. Daniel Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses. – № 20. – 2011. – P. 14–21.

261. Lerner A. The Burden of National Debt. Essays in honor of Alvin H. Hansen. / Lerner A. – NY: Norton and K., 1948. – 141 p.

262. Machlup F. International Trade and National Income Multiplier / F. Machlup. – New York: M. Kelley. 1965. – 237 p.

263. Medani M. A. External debts, growth and peace in the Sudan. Some serious challenges facing the country in the post- conflict era / M. A. Medani. – Chr. Michelsen Institute Report, 2008. – 365 p.

264. Modigliani F. Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations. / Modigliani F. – American Economic Review. – 1986, June. – №76. – P.704–712.

265. Musgrave R. A. Public Finance in Theory and Practice. / Musgrave R. A., Musgrave P. – New York: McGraw-Hill Book Company, 1973. – XV, 762 p. – P. 467–623.

266. Nurkse R. Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries. Patterns of Trade and Development / R. Nurkse. – New York: Oxford University Press, 1967. – 226 p.

267. Ohlin B. Interregional and International Trade / B. Ohlin // Cambridge, MA: Harvard University Press, 1933. Revised version published in 1968. – 243 p.

268. Pasinetti L. Rate of profit and income distribution in relation to the rate of economic growth / Pasinetti L. // Review of Economic Studies. – 1962. – № 267 – P. 267.

269. Pattillo C. What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? / C. Pattillo, H. Poirson, L. Ricci // IMF Working Paper. International Monetary Fund, 2004. – P. 28–32.

270. Reinhart C. Growth in a time of debt / C. Reinhart, K. Rogoff // Working Paper, National Bureau of economic research, January 2010. – 25 p.

271. Slavyuk N. R. Public Debt: State and Problems of Managing / N. R. Slavyuk // Business Inform. – 2011. – № 2 (1). – С. 32 – 34.

272. Steps of the HIPC Initiative / The World Bank [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://web.worldbank.org/>.

273. Thornton Daniel L. The U.S. Deficit/Debt Problem: A Longer-Run Perspective / L. Daniel Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – № 94(6) – 2012. – P. 44–55.

274. Ukraine Wins Debt Relief as Russia Refuses to Join Agreement / BloombergBusiness [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-27/ukraine-reachesrestructuring-deal-with-20-writedown-to-bonds>.

275. Wang Y. K. Causes and Prevention of External Debt Crises / Y. K. Wang // Department of Economics. Chung-Ang University. Seoul. July 6. – 2004. – P. 20–24.



## Додаток А

**Суб'єкти, що беруть участь в формуванні та обслуговуванні державного боргу України та їх функції \***

Назва суб'єкта	Функції
Верховна Рада України	<ul style="list-style-type: none"> <li>– законодавче встановлення порядку утворення і погашення державного внутрішнього і зовнішнього боргу;</li> <li>– затвердження рішень про одержання Україною від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій позик, не передбачених Державним бюджетом України, здійснення контролю за їх використанням</li> </ul>
Кабінет Міністрів України	<ul style="list-style-type: none"> <li>– затвердження середньострокової стратегії управління державним боргом</li> </ul>
Міністерство фінансів України	<ul style="list-style-type: none"> <li>– розробка та погодження нормативно-правових актів з питань управління державним боргом;</li> <li>– управління ризиками, пов'язаними з державним боргом;</li> <li>– розробка середньострокової стратегії управління державним боргом;</li> <li>– оперативний облік державного та гарантованого державою боргу;</li> <li>– погашення та обслуговування державного боргу;</li> <li>– здійснення правочинів з державним боргом, включаючи обмін, випуск, купівлю, викуп та продаж державних боргових зобов'язань, за умови дотримання граничного обсягу державного боргу на кінець бюджетного періоду;</li> <li>– здійснення на відкритих аукціонах продажу прав вимоги простроченої більше трьох років заборгованості перед державою за кредитами (позиками), залученими державою або під державні гарантії, а також за кредитами з бюджету у порядку, встановленому Кабінетом Міністрів України;</li> <li>– здійснення заходів, спрямованих на підвищення привабливості інвестування в державні цінні папери України, і комплексних заходів з поліпшення кредитного рейтингу України;</li> <li>– затвердження порядку відбору та функціонування первинних дилерів</li> </ul>
Міністерство економічного розвитку і торгівлі України	<ul style="list-style-type: none"> <li>– проведення експертної оцінки інвестиційних проектів, що реалізуються із залученням коштів, наданих під державні гарантії</li> </ul>
Національний банк України	<ul style="list-style-type: none"> <li>– внесення рекомендацій Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень;</li> <li>– виконання операцій по обслуговуванню державного боргу, пов'язаних із розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням і виплатою доходу за ними;</li> <li>– встановлення прямих кореспондентських відносин з міжнародними депозитаріями з метою депонування облігацій зовнішньої державної позики в іноземних депозитаріях</li> </ul>

## Продовження додатку А

Державна казначейська служба України	– здійснення за дорученням Мінфіну України погашення та обслуговування державного боргу в національній та іноземній валютах
Державна аудиторська служба України	– здійснення контролю за цільовим використанням і своєчасним поверненням позик, одержаних під державні гарантії
Рахункова палата України	– здійснення контролю за утворенням і погашенням внутрішнього і зовнішнього боргу України; – регулярне інформування Верховної Ради України, її комітетів про стан погашення внутрішнього і зовнішнього боргу України; – здійснення контролю за розподілом та витрачанням видатків по обслуговуванню внутрішнього і зовнішнього боргу України; – перевірка діяльності Національного банку України по обслуговуванню державного боргу України, подання висновків та пропозицій за результатами перевірок до Верховної Ради; – проведення за дорученням Верховної Ради експертизи щодо обґрунтованості доходної та видаткової частин бюджету України щодо обсягів державного внутрішнього та зовнішнього боргу; – здійснення контролю за законністю договорів, раціональним та ефективним використанням кредитів і позик, які отримує Україна від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій
ПАТ «Український експортно-імпорتنний банк»	– обслуговування відповідної частки державного зовнішнього боргу України за кредитами, залученими державою або під державні гарантії, в рамках виконання агентських функцій

\* Джерело: складено на основі [25; 77; 160; 163; 165].

## Додаток Б

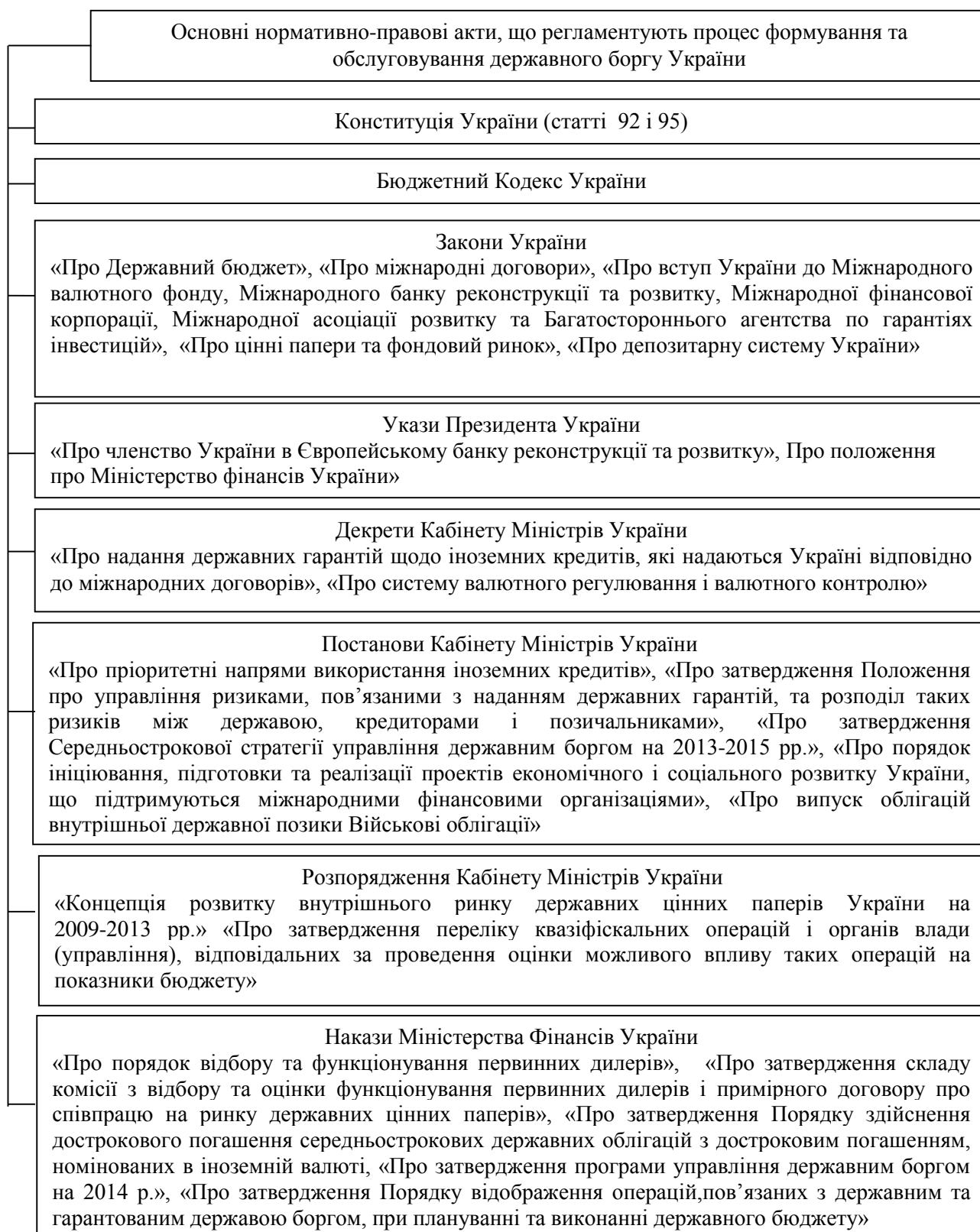
**Організаційна структура Департаменту боргової та міжнародної  
фінансової політики\***



\* Джерело: складено на основі [163].

## Додаток В

## Правове забезпечення державного боргу України\*



\* Джерело: побудовано автором самостійно.

## Додаток Г

**Показники та їхні порогові значення оцінки стану державного боргу для країн з високим рівнем заборгованості\***

Показники	Порогові значення (Ініціатива НІРС)	Порогові значення (DSF)		
		Великий	Середній	Незначний
<b>ЗОВНІШНІЙ БОРГ</b>				
<i>Ліквідність</i>				
1. Загальна вартість платежів з обслуговування боргу (TDS) / Експорт товарів та послуг (XGS) «коефіцієнт обслуговування боргу»	15–20%	25%	20%	15%
2. Загальна вартість платежів з обслуговування боргу (TDS) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR) «коефіцієнт обслуговування бюджету»	—	35%	30%	25%
<i>Платоспроможність</i>				
3. Поточне значення зовнішнього боргу (PV) / Експорт товарів та послуг (XGS)	150 %	200%	150%	100%
4. Поточне значення зовнішнього боргу (PV) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR)	250 %	300%	200%	250%
5. Поточне значення зовнішнього боргу (PV) / ВВП (GDP)		50%	40%	30%
<b>ВНУТРІШНІЙ БОРГ</b>				
<i>Ліквідність</i>				
6. Загальна вартість платежів з обслуговування внутрішнього боргу (TDS) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR)	—	—	—	—
<i>Платоспроможність</i>				
7. Поточна вартість платежів з обслуговування внутрішнього боргу (PV) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR)	—	—	вище 15% – 20%	—
8. Номінальний сукупний внутрішній борг/ ВВП (GDP)	—	—	—	—
<b>ДЕРЖАВНИЙ БОРГ</b>				
<i>Ліквідність</i>				
9. Загальна вартість платежів з обслуговування загального обсягу державного боргу (TDS) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR)	—	—	—	—
<i>Платоспроможність</i>				
10. Поточний показник загального обсягу державного боргу (PV) / Внутрішні надходження до бюджету (DBR)	—	—	—	—

\*Джерело: складено на основі [272].

## Додаток Д

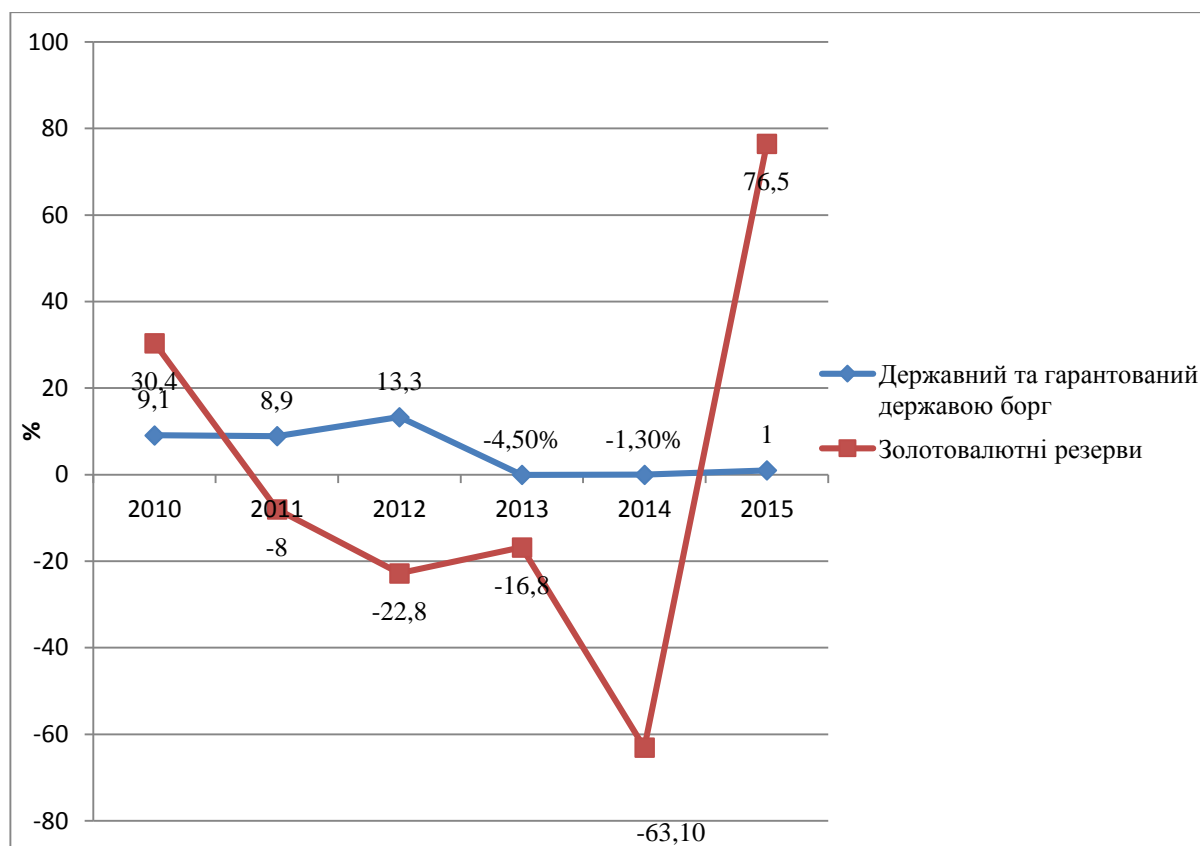
## Боргові індикатори, розроблені Міжнародним Валютним Фондом\*

<i>I. Індикатор платоспроможності</i>	
1	Покриття відсоткових платежів (Interest servise ratio)
2	Зовнішній борг до експорту (External debt to exports)
3	Зовнішній борг до ВВП (External debt over GDP)
4	Теперішня вартість боргу до експорту (Present value of debt over exports)
5	Теперішня вартість боргу до доходів бюджету (Present value of debt over fiscal revenue)
6	Обслуговування боргу до експорту (Debt service over exports)
<i>II. Індикатор ліквідності</i>	
7	Міжнародні резерви до короткострокового боргу (International reserves to short-term debt)
8	Відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу (Ratio of short-term debt to total outstanding debt)
<i>III. Індикатори заборгованості державного сектору</i>	
9	Обслуговування боргу державного сектору до експорту (Public sector debt service over exports)
10	Державний борг до ВВП чи податкових доходів (Public debt over GDP or tax revenues)
11	Середній строк погашення неконцесійного боргу (борг перед МФО) (Average maturity of nonconcessional debt)
12	Частка боргу номінованого в іноземній валюті у загальній величині боргу (Foreign currency debt over total debt)
<i>IV. Індикатори заборгованості фінансового сектору</i>	
13	Відкрита валютна позиція (Open foreign exchange position)
14	Невідповідність строків надходжень і виплат в іноземній валюті (Foreign currency maturity mismatch)
15	Валові валютні зобов'язання (Gross foreign currency liabilities)
<i>V. Індикатори заборгованості приватного сектору</i>	
16	Лeverидж (Leverage)
17	Відношення відсоткових платежів до грошового потоку (Interest over cash flow)
18	Частка короткострокового боргу в загальній величині боргу (Short-term debt over total term debt)
19	Рентабельність активів (Return on asseets (before tax and interest)
20	Чистий грошовий потік в іноземній валюті до сукупного грошового потоку (Net foreign currency cash flow over total cash flow )
21	Відношення чистого боргу в іноземній валюті до капіталу (Net foreign currency debt over equity)

\*Джерело: складено на основі [247].

## Додаток Е

**Темпи проросту золотовалютних резервів й державного та гарантованого державою боргу за 2010–2015 рр, %\***



\*Джерело: складено на основі [5; 6; 123].

## Додаток Ж

**Коефіцієнти парної кореляції зростання видатків на обслуговування боргу та показників економічного розвитку України за 2009–2015 рр.\***

Correlations (Spreadsheet2) Marked correlations are significant at  $p < .05000$  N=5 (Casewise deletion of missing data)

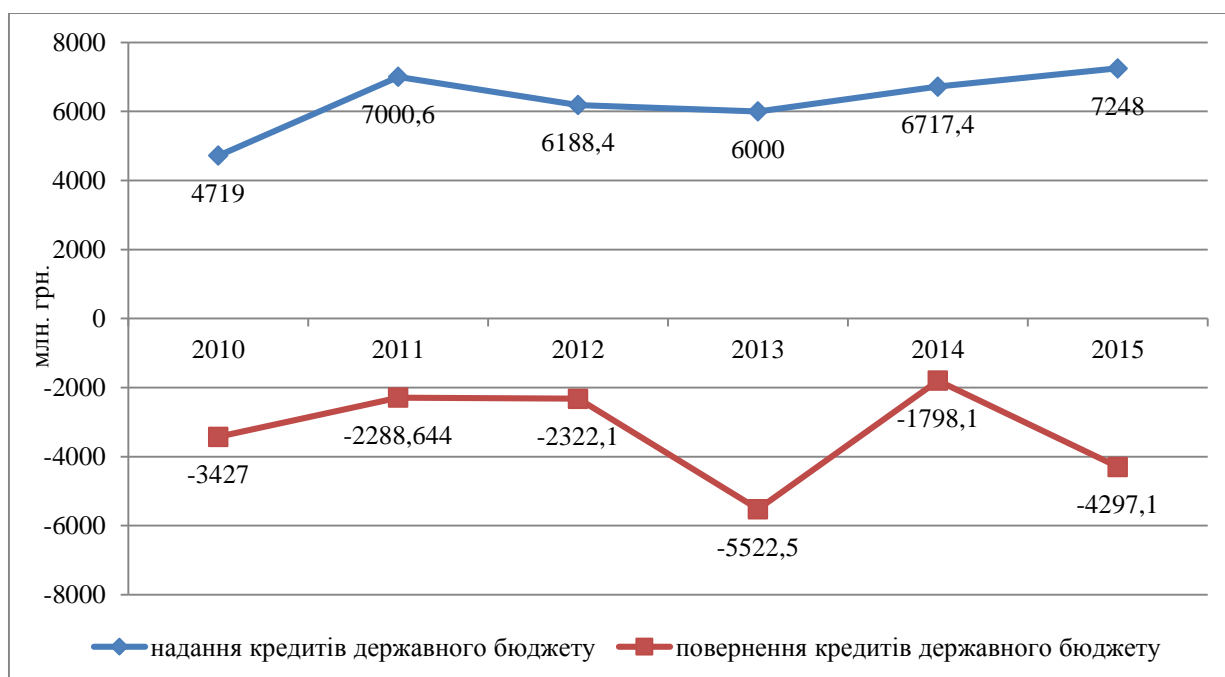
	Загальний обсяг платежів з обслугов. боргу	Частка виплат по середньостр. і довгострок. боргов. зобов'яз	Загальні боргові витрати бюджету	Дефіцит бюджету	Платіжний баланс	Платіжний баланс операцій з капіталом та фінансових операцій	Валют. курс, грн. за 1 дол. США	Рівень інфляції	Обсяг виробництв промислов. продукції	ВВП
Загальний обсяг платежів з обслугов. боргу	1,00	-0,21	0,89	0,34	-0,82	-0,72	0,99	0,42	-0,93	-0,71
Частка виплат по середньостр. і довгострок. боргових зобов'язаннях в обсягу державного боргу	-0,21	1,00	0,23	0,11	0,70	0,11	-0,29	0,97	0,49	0,45
Загальні боргові витрати бюджету	0,89	0,23	1,00	0,44	-0,52	-0,75	0,85	0,06	-0,70	0,94
Дефіцит бюджету	0,34	0,11	0,44	1,00	-0,16	0,11	0,45	0,21	-0,47	0,21
Платіжний баланс	-0,82	0,70	-0,52	-0,16	1,00	0,68	-0,86	0,81	0,91	-0,31
Платіжний баланс операцій з капіталом та фінансових операцій	-0,72	0,11	-0,75	0,11	0,68	1,00	-0,69	0,34	0,56	-0,77
Валютний курс, грн. за 1 дол. США	0,99	-0,29	0,85	0,45	-0,86	-0,69	1,00	-0,41	-0,97	0,65
Рівень інфляції	0,42	0,97	0,06	0,21	0,81	0,34	-0,41	1,00	0,57	0,25
Обсяг виробництва промислової продукції	-0,93	0,49	-0,70	-0,47	0,91	0,56	-0,97	0,57	1,00	-0,44
ВВП	-0,71	0,45	0,94	0,21	-0,31	-0,77	0,65	0,25	-0,44	1,00

\* Джерело: розраховано за допомогою програми Excel на основі даних Міністерства фінансів України та Державної служби статистики України.



## Додаток И

**Динаміка щорічного обсягу надання та повернення кредитів державного бюджету за 2010–2015 рр., млн. грн.\***



\*Джерело: складено на основі [5; 123].

## Додаток К

**Нормовані значення для розрахунку інтегрального показника боргової безпеки України за 2010–2015 рр.\***

№з/п	Показники	Роки					
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Lpd <sub>1</sub>	1	0,92	0,65	0,65	0	0,5
2	Lpd <sub>2</sub>	1	0,74	0,5	0,3	0,16	0
3	Lpd <sub>3</sub>	0,5	1	0,9	0,16	0,05	0
4	Lpd <sub>4</sub>	0	0,24	0,5	1	0,61	0,32
5	Lpd <sub>5</sub>	0,57	0,25	0,57	0	1	0,15
6	Lpd <sub>6</sub>	1	0,93	0,74	0,58	0,38	0
7	Spd <sub>1</sub>	0,3	0,9	0,73	1	0	0,05
8	Spd <sub>2</sub>	0	0,3	0,54	0,68	1	0,93
9	Spd <sub>3</sub>	0,65	1	0,78	0,62	0,25	0
10	Spd <sub>4</sub>	1	0,95	0,48	0,83	0	0,36
11	Spd <sub>5</sub>	0,83	0,65	1	0,9	0	0,83
12	Spd <sub>6</sub>	1	0,07	0,05	0,02	0,01	0
13	Spd <sub>7</sub>	1	0,42	0,42	0,26	0,16	0
14	Spd <sub>8</sub>	0,3	0,5	1	0,25	0	0,55
15	Spd <sub>9</sub>	0	0,42	0,59	0,53	1	0,3
16	Ppd <sub>1</sub>	0,85	0,97	1	0,62	0	0,28
17	Ppd <sub>2</sub>	1	0,74	0,69	0,35	0	0,15
17	Ppd <sub>3</sub>	0,65	1	0,82	0,65	0	0,5
18	Ppd <sub>4</sub>	0,32	0,28	0,48	1	0	0,56
19	Ppd <sub>5</sub>	1	0,83	0,72	0,43	0,16	0
21	Ppd <sub>6</sub>	1	0,83	0,51	0,25	0,05	0
22	Ppd <sub>7</sub>	1	0,92	0,71	0,43	0,01	0
Сумарне		13,7 0,62	14,86 0,67	13,73 0,62	12,78 0,58	4,84 0,22	5,48 0,24

\*Джерело: розраховано автором самостійно.

## Додаток Л

### Напрями вдосконалення процесу контролю у сфері формування та обслуговування державного боргу України\*



\*Джерело: побудовано автором самостійно.

## Додаток М

## Види облігацій Brady\*

Види	Опис	Термін	Купонна ставка	Плюси	Забезпечення
Облігації зі зменшеним відсотком	Обмін наявних облігацій на нові за аналогічною номінальною вартістю	30 років	Піврічні виплати за фіксованою ставкою нижче ринкової	Скорочення поточних платежів з обслуговування боргу за рахунок зниження ставки нарахування відсотків	30-річні казначейські облігації США з нульовим купоном
Дисконтні облігації	Зниження сукупного боргу шляхом списання частини основного боргу	30 років	Погашення облігації з урахуванням плаваючої ставки (LIBOR + x)	Скорочення обсягів основного боргу та подовження строків розрахунку	30-річні казначейські облігації США з нульовим купоном
Ступінчасті облігації	Скорочення платежів з обслуговування боргу шляхом визначень низьких ставок відсоткових відрахувань	15–20 років	Піврічні виплати купонів за плаваючими відсотковими ставками	Скорочення поточних платежів з обслуговування боргу, збільшення строків розрахунку	Основний борг не забезпечений Купони забезпечені протягом 5-6 років
Боргові конверсійні облігації	Заборгованість залишається незмінною	15–20 років	Піврічні погашення основного боргу і купонів за ринковою ставкою (LIBOR + x)	Можливість конверсії в акції боржника	Без забезпечення
Відсоткові облігації	Скорочення заборгованості за відсотками з урахуванням знижки	10–20 років	Піврічні погашення основного боргу	—	Без забезпечення
Капіталізовані облігації	Приєднання відсоткових платежів до основної суми боргу		20 років (10 років пільговий період)	Піврічна основа з фіксованою ставкою	Відстрочка відсоткових платежів і наявність пільгового періоду погашення

\* Джерело: складено автором на основі [40, с. 27].

## Додаток Н

## Основні ознаки сек'юритизаційних угод\*

Ознака	Транскордонна сек'юритизація майбутніх надходжень	Транскордонна сек'юритизація існуючих активів	Внутрішня сек'юритизація існуючих активів
Місцезнаходження боржників	За кордоном	Всередині країни	Всередині країни
Місцезнаходження компанії спеціального призначення	За кордоном	За кордоном	Всередині країни
Валюта активів	Іноземна	Національна/ іноземна	Національна
Валюта цінних паперів, що випускаються	Іноземна	Іноземна	Національна
Рейтингова шкала	Міжнародна	Міжнародна	Національна/ міжнародна

\*Джерело: складено на основі [55, с. 8].

## Додаток П

**Розрахунок рівняння регресії впливу на державний борг України  
обсягу доходів, видатків державного бюджету, платіжного балансу та  
динаміки ВВП за 2009–2015 рр.\***

Визначимо вектор оцінок коефіцієнтів регресії. Згідно з методом найменших квадратів, вектор  $s$  виходить з виразу:  $s = (X^T X)^{-1} X^T Y$

До матриці з перемінними  $X_j$  додаємо одиничний стовпець:

1	209,7	242,4	-1,8	913,3
1	240,6	303,5	-3,01	1082,5
1	314,5	333,4	-9	1302,1
1	346,1	395,6	-14,3	1411,2
1	339,1	403,4	-16,3	1454,9
1	403,1	447,3	-13,3	1566,7

Матриця  $Y$

226,9
323,4
357,2
399,2
426,4
947,1
1333,9

Матриця  $X^T$

1	1	1	1	1	1
209,7	240,6	314,5	346,1	339,1	403,1
242,4	303,5	333,4	395,6	403,4	447,3
-1,8	-3,01	-9	-14,3	-16,3	-13,3
913,3	1082,5	1302,1	1411,2	1454,9	1566,7

Перемножуємо матриці,  $(X^T X)$

7	2387,8	2702,5	-56,91	9710,2
2387,8	883940,42	991192,84	-19342,2	3533227,29
2702,5	991192,84	1114147,39	-22070,53	3971978,65
-56,91	-19342,2	-22070,53	741,01	-79769,71
9710,2	3533227,29	3971978,65	-79769,71	14182576,14

Перемножуємо матриці,  $(X^T Y)$

## Продовження додатку П

4014,1
1615498,07
1795340,96
-28784,84
6330415,41

Знаходимо зворотну матрицю  $(X^T X)^{-1}$

17,194	0,145	0,0554	-0,179	-0,0643
0,145	0,00176	3,5E-5	-0,0021	-0,00056
0,0554	3,5E-5	0,00118	-0,00072	-0,000382
-0,179	-0,0021	-0,00072	0,00649	0,000883
-0,0643	-0,00056	-0,000382	0,000883	0,000296

Вектор оцінок коефіцієнтів регресії дорівнює  
 $Y(X) = (X^T X)^{-1} X^T Y =$

82,508
7,981
5,254
4,649
-3,044

Рівняння регресії (оцінка рівняння регресії)

$$Y = 82,51 + 7,98X_1 + 5,25X_2 + 4,65X_3 - 3,04X_4$$

\*Джерело: розраховано автором самостійно.

## Додаток Р

### Розрахунок матриці парних коефіцієнтів кореляції впливу факторів на державний борг України за 2009–2015 рр.\*

Матриця, незалежних змінних  $X$  має розмірність (7 x 6).

Матриця, складена з  $Y$  і  $X$  має вигляд:

1	226,9	209,7	242,4	-1,8	913,3
1	323,4	240,6	303,5	-3,01	1082,5
1	357,2	314,5	333,4	-9,0	1302,1
1	399,2	346,1	395,6	-14,3	1411,2
1	426,4	339,1	403,4	-16,3	1454,9
1	947,1	403,1	447,3	-13,3	1566,7

Транспонована матриця

1	1	1	1	1	1
226,9	323,4	357,2	399,2	426,4	947,1
209,7	240,6	314,5	346,1	339,1	403,1
242,4	303,5	333,4	395,6	403,4	447,3
-1,8	-3,01	-9,0	-14,3	-16,3	-13,3
913,3	1082,5	1302,1	1411,2	1454,9	1566,7

Матриця  $X^T X$ .

7	4014,1	2387,8	2702,5	-56,91	9710,2
4014,1	3301128,23	1615498,07	1795340,96	-28784,844	6330415,41
2387,8	1615498,07	883940,42	991192,84	-19342,196	3533227,29
2702,5	1795340,96	991192,84	1114147,39	-22070,525	3971978,65
-56,91	-28784,844	-19342,196	-22070,525	741,01	-79769,705
9710,2	6330415,41	3533227,29	3971978,65	-79769,705	14182576,14

Отримана матриця має наступну відповідність:

$\sum n$	$\sum y$	$\sum x_1$	$\sum x_2$	$\sum x_3$	$\sum x_4$
$\sum y$	$\sum y^2$	$\sum x_1 y$	$\sum x_2 y$	$\sum x_3 y$	$\sum x_4 y$
$\sum x_1$	$\sum y x_1$	$\sum x_1^2$	$\sum x_2 x_1$	$\sum x_3 x_1$	$\sum x_4 x_1$
$\sum x_2$	$\sum y x_2$	$\sum x_1 x_2$	$\sum x_2^2$	$\sum x_3 x_2$	$\sum x_4 x_2$
$\sum x_3$	$\sum y x_3$	$\sum x_1 x_3$	$\sum x_2 x_3$	$\sum x_3^2$	$\sum x_4 x_3$
$\sum x_4$	$\sum y x_4$	$\sum x_1 x_4$	$\sum x_2 x_4$	$\sum x_3 x_4$	$\sum x_4^2$



Знайдемо парні коефіцієнти кореляції:

$$r = \frac{\bar{x} \times \bar{y} - \bar{x} \times \bar{y}}{s(x) \times s(y)}.$$

$$r_{yx_1} = \frac{230785,44 - 341,11 \times 573,44}{99,59 \times 377,83} = 0,935.$$

$$r_{yx_2} = \frac{256477,28 - 386,07 \times 573,44}{100,56 \times 377,83} = 0,923.$$

$$r_{yx_3} = \frac{-4112,12 - -8,13 \times 573,44}{6,31 \times 377,83} = 0,231.$$

$$r_{yx_4} = \frac{904345,06 - 1387,17 \times 573,44}{319,12 \times 377,83} = 0,903.$$

$$r_{x_1x_2} = \frac{141598,98 - 386,07 \times 341,11}{100,56 \times 99,59} = 0,989.$$

$$r_{x_1x_3} = \frac{-2763,17 - -8,13 \times 341,11}{6,31 \times 99,59} = 0,0161.$$

$$r_{x_1x_4} = \frac{504746,76 - 1387,17 \times 341,11}{319,12 \times 99,59} = 0,993.$$

$$r_{x_2x_3} = \frac{-3152,93 - -8,13 \times 386,07}{6,31 \times 100,56} = -0,0223.$$

$$r_{x_2x_4} = \frac{567425,52 - 1387,17 \times 386,07}{319,12 \times 100,56} = -0,993.$$

$$r_{x_3x_4} = \frac{-11395,67 - 1387,17 \times -8,13}{319,12 \times 6,31} = -0,0586.$$

Ознаки x та y	$\sum x_i$	$\bar{x} = \frac{\sum x_i}{n}$	$\sum y_i$	$\bar{y} = \frac{\sum y_i}{n}$	$\sum x_i y_i$	$\overline{xy} = \frac{\sum x_i y_i}{n}$
Для y і x <sub>1</sub>	2387,8	341,114	4014,1	573,443	1615498,07	230785,439
Для y і x <sub>2</sub>	2702,5	386,071	4014,1	573,443	1795340,96	256477,28
Для y і x <sub>3</sub>	-56,91	-8,13	4014,1	573,443	-28784,844	-4112,121
Для y і x <sub>4</sub>	9710,2	1387,171	4014,1	573,443	6330415,41	904345,059
Для x <sub>1</sub> і x <sub>2</sub>	2702,5	386,071	2387,8	341,114	991192,84	141598,977
Для x <sub>1</sub> і x <sub>3</sub>	-56,91	-8,13	2387,8	341,114	-19342,196	-2763,171
Для x <sub>1</sub> і x <sub>4</sub>	9710,2	1387,171	2387,8	341,114	3533227,29	504746,756
Для x <sub>2</sub> і x <sub>3</sub>	-56,91	-8,13	2702,5	386,071	-22070,525	-3152,932
Для x <sub>2</sub> і x <sub>4</sub>	9710,2	1387,171	2702,5	386,071	3971978,65	567425,521
Для x <sub>3</sub> і x <sub>4</sub>	9710,2	1387,171	-56,91	-8,13	-79769,705	-11395,672

## Продовження додатку Р

Ознаки x та y	$D(x) = \frac{\sum x_i^2}{n} - \bar{x}^2$	$D(y) = \frac{\sum y_i^2}{n} - \bar{y}^2$	$s(x) = \sqrt{D(x)}$	$s(y) = \sqrt{D(y)}$
Для y і x <sub>1</sub>	9918,247	142753,037	99,59	377,827
Для y і x <sub>2</sub>	10112,765	142753,037	100,562	377,827
Для y і x <sub>3</sub>	39,762	142753,037	6,306	377,827
Для y і x <sub>4</sub>	101837,733	142753,037	319,12	377,827
Для x <sub>1</sub> і x <sub>2</sub>	10112,765	9918,247	100,562	99,59
Для x <sub>1</sub> і x <sub>3</sub>	39,762	9918,247	6,306	99,59
Для x <sub>1</sub> і x <sub>4</sub>	101837,733	9918,247	319,12	99,59
Для x <sub>2</sub> і x <sub>3</sub>	39,762	10112,765	6,306	100,562
Для x <sub>2</sub> і x <sub>4</sub>	101837,733	10112,765	319,12	100,562
Для x <sub>3</sub> і x <sub>4</sub>	101837,733	39,762	319,12	6,306

Матриця парних коефіцієнтів кореляції R:

–	y	x <sub>1</sub>	x <sub>2</sub>	x <sub>3</sub>	x <sub>4</sub>
y	1	0,935	0,923	0,231	0,903
x <sub>1</sub>	0,935	1	0,989	0,0161	0,993
x <sub>2</sub>	0,923	0,989	1	-0,0223	0,993
x <sub>3</sub>	0,231	0,0161	-0,0223	1	-0,0586
x <sub>4</sub>	0,903	0,993	0,993	-0,0586	1

\*Джерело: розраховано автором самостійно.

## Додаток С

## Фактори кореляційного аналізу державного боргу України

за 2009–2015 рр.\*

Первинна таблиця

Роки	Державний борг, млрд.грн.	Видатки на економічну діяльність, млрд.грн.	Видатки на соціальне забезпечен., млрд.грн.	Капіталізація за рахунок державного боргу, млрд.грн.	Індекс промисл. продук., %	Капітал. інвестиції, млрд.грн.	Оборот оптової торгівлі, млрд.грн.	Індекс спожив. цін, %	Темп зростання реальної заробітної плати, %
2009	226,9	35,1	40,3	44	66,2	0	817,5	125,2	110,5
2010	323,4	32,6	42,7	13,8	112,8	189	993,7	115,9	111
2011	357,2	44,7	45,7	21,4	109,6	259,9	1107,2	109,4	126,6
2012	399,2	39,4	75,2	7	102,4	293,7	1093,2	100,8	111,1
2013	426,4	41,3	88,5	14,7	95,7	267,7	1074,7	99,7	106,7
2014	947,1	45,2	92,6	18,1	89,9	204,1	986,7	112,1	86,4
2015	1333,9	37,1	103,7	21,5	87,0	87,0	1178,9	148,7	90,1

## Результати кореляції

Correlations (Spreadsheet2) Marked correlations are significant at $p < ,05000$ N=6 (Casewise deletion of missing data)									
	Держав. борг	Видатки на економічну діяльність	Видатки на соціальне забезпеч.	Капіталізація за рахунок державного боргу	Індекс промислової продукції	Капітал. інвестиції	Оборот оптової торгівлі	Індекс спожив. цін	Темп зростання реальної заробітної плати
Державний борг	1,00	0,19	0,81	-0,13	-0,18	-0,20	0,51	0,65	-0,82
Видатки на економічну діяльність	0,19	1,00	0,36	-0,23	0,16	0,54	0,32	-0,42	-0,05
Видатки на соціальне забезпечення	0,81	0,36	1,00	-0,39	-0,13	0,16	0,57	0,19	-0,78
Капіталізація за рахунок державного боргу	-0,13	-0,23	-0,39	1,00	-0,80	-0,85	-0,67	0,47	0,05
Індекс промислової продукції, %	-0,18	0,16	-0,13	-0,80	1,00	0,79	0,55	-0,45	0,40
Капіталіні інвестиції	-0,20	0,54	0,16	-0,85	0,79	1,00	0,53	-0,78	0,29
Оборот оптової торгівлі	0,51	0,32	0,57	-0,67	0,55	0,53	1,00	0,07	-0,07
Індекс споживчих цін, %	0,65	-0,42	0,19	0,47	-0,45	-0,78	0,07	1,00	-0,45
Темп зростання реальної заробітної плати, %	-0,82	-0,05	-0,78	0,05	0,40	0,29	-0,07	-0,45	1,00

\*Джерело: розраховано за допомогою програми Ексел на основі даних Міністерства фінансів України та Державної служби статистики України.



**Тернопільський національний економічний університет**  
**Ternopil National Economic University**

Lvivska Str. 11, Ternopil, 46020, Ukraine  
Tel./Fax +380 (352) 47 50 51  
E-mail: academ@tneu.edu.ua  
http://www.tneu.edu.ua

вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна  
Тел./факс +380 (352) 47 50 51  
E-mail: academ@tneu.edu.ua  
http://www.tneu.edu.ua

№ \_\_\_\_\_

“ \_\_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 20 р.

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_



**ЗАТВЕРДЖЕНО**  
Перший проректор  
Тернопільського національного  
економічного університету  
К.Ф.М.Н., доцент  
*М. І. Шинкарик*  
М. І. Шинкарик

**ДОВІДКА**

про впровадження у навчальний процес результатів наукового дослідження аспіранта кафедри фінансів ім. С.І. Юрія Тернопільського національного економічного університету Федорович Ірини Михайлівни

Результати науково-дослідної роботи Федорович Ірини Михайлівни за темою дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук «Формування та обслуговування державного боргу України» впроваджені кафедрою у навчальний процес при викладанні дисциплін: «Фінанси», «Управління державним боргом» і «Державний кредит».

Довідка видана для пред'явлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.01 Тернопільського національного економічного університету по захисту кандидатських дисертацій.

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

О. П. Кириленко

TNEU  
№ 126-31/3868 від 14.12.2015







УКРАЇНА

**ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ**

вул. М. Грушевського, 8, м. Тернопіль, 46021, тел.: (0352) 52-07-88, факс: 52-31-92  
E-mail: oda@te.gov.ua Код ЄДРПОУ 00022622

21.12.2015 № 01-5930/32-20

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

**Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету**

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Федорович Ірини Михайлівни**

на тему:

**«Формування та обслуговування державного боргу України»**

Висновки та пропозиції дисертаційного дослідження Федорович Ірини Михайлівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: «Формування та обслуговування державного боргу України» використовуються у діяльності Тернопільської обласної державної адміністрації при формуванні стратегії соціально-економічного розвитку Тернопільської області на 2015-2017 рр.

Використано пропозиції автора щодо визначення тактичних та стратегічних напрямів формування та управління внутрішнім державним боргом України, оптимізації боргового портфеля держави, що дасть можливість підтримати достатній рівень фінансової стабільності держави та обґрунтувати стратегічні напрями соціально-економічного розвитку України. Разом з цим, запропонована автором методика прогнозування внутрішнього державного боргу використовується при розробленні проектів Державної стратегії регіонального розвитку, прогнозів економічного і соціального розвитку України на середньо- та короткостроковий період.

Голова обласної державної  
адміністрації



**С.С.БАРНА**

810011



**НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК  
УКРАЇНИ**

вул. Інститутська, 9, м. Київ, 01601, Україна  
тел. 253-38-22, факс 230-20-33, 253-77-50  
e-mail: nbu@bank.gov.ua

**NATIONAL BANK  
OF UKRAINE**

9, Instytutska Str., Kyiv, 01601, Ukraine  
phone 253-38-22, fax 230-20-33, 253-77-50  
e-mail: nbu@bank.gov.ua

*08.02.2016* № *56-0005/10792*

На № \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету

**ДОВІДКА**  
**про впровадження результатів дисертаційного дослідження**  
**Федорович Ірини Михайлівни**  
на тему:  
**«Формування та обслуговування державного боргу України»**

Результати дисертаційного дослідження Федорович Ірини Михайлівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: «Формування та обслуговування державного боргу України» використовуються у діяльності Національного банку України при прийнятті рішень з питань грошово-кредитної та боргової політики в інтересах внутрішньої безпеки України.

Використано розроблену автором методику щодо оцінки рівня боргової безпеки країни на основі визначення інтегрального індикативного рівня за допомогою моделі нормування змінних, що дало змогу підвищити якість управлінських рішень на ринку державних запозичень та підтримати достатній рівень економічної стабільності й фінансової безпеки держави. Наукові висновки автора щодо: використання інструментів, здатних максимально задіяти внутрішній потенціал позикових ресурсів (облігації, дохідність яких коригується залежно від темпів інфляції, ощадні облігації державної позики); оптимізації структури державного боргу; вдосконалення методів управління ризиками; координації фіскальної, монетарної та боргової політики взято до впровадження у практичну діяльність.

1454461

Директор  
Департаменту

О. А. Скомаровський





**МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ**  
(Мінфін)

вул. Грушевського, 12/2, м. Київ, 01008, тел. (044) 206-59-47, 206-59-48, факс 425-90-26  
E-mail: infomf@minfin.gov.ua Код ЄДРПОУ 00013480

20.11.2015 № 12000-06/816  
На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Федорович Ірини Михайлівни  
на тему:**

**«Формування та обслуговування державного боргу України»**

Наукові результати дисертаційного дослідження Федорович Ірини Михайлівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: «Формування та обслуговування державного боргу України» використовуються у діяльності Міністерства фінансів України.

Зокрема, практичне застосування знайшла запропонована автором методика оцінки боргової безпеки, що дає можливість співвідносити потреби у залученні позикових коштів з поточними та потенційними можливостями держави обслуговувати акумульовані борги.

Розроблена дисертантом економетрична модель для дослідження ключових проблемних питань державного боргу України, яка використана у процесі бюджетного планування, дала змогу здійснити кількісну оцінку існуючих причинно-наслідкових зв'язків, виявити роль бюджетної політики у борговому процесі та сформуванню основи для якісного прогнозування економічних процесів.

Директор Департаменту боргової  
\* та міжнародної фінансової політики

Г. Пахачук

170139 \*