

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЗАХІДНОУКРАЇНСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

**ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ТА  
УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ**

**СТАНОВИЧ МАР'ЯНА АНДРІЇВНА**

Науковий керівник:  
д.е.н., професор Кізима Т.О.

**Тернопіль – 2022**

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	3
РОЗДІЛ 1. Концептуально-теоретичні та організаційно-правові засади управління державним боргом .....	8
1.1. Економічна природа, причини та потенційні наслідки існування державного боргу .....	8
1.2. Організаційно-правове забезпечення управління державним боргом в Україні .....	18
Висновки до розділу 1 .....	25
РОЗДІЛ 2. Прагматика управління державним боргом в Україні: структурно-ризикологічний аспект .....	26
2.1. Аналіз структури та динаміки державного боргу України .....	26
2.2. Прагматизм управління ризиками державних боргових зобов'язань .....	34
2.3. Оцінка ринкових і неринкових методів врегулювання державної заборгованості .....	44
Висновки до розділу 2 .....	52
РОЗДІЛ 3. Стратегічні вектори оптимізації управління державним боргом у контексті формування ефективної боргової політики .....	53
3.1. Світовий досвід державних запозичень та співпраця України з міжнародними фінансовими організаціями: проблеми і перспективи ..	53
3.2. Основні напрями оптимізації управління державним боргом в умовах складної економічної та військово-політичної ситуації в Україні .....	58
Висновки до розділу 3 .....	65
ВИСНОВКИ .....	66
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	70
ДОДАТКИ .....	77

## ВСТУП

*Актуальність теми.* Сучасна глобальна криза, спричинена військово-політичним та економічним протистоянням між основними світовими лідерами, зумовила стрімке загострення багатьох фінансових проблем, зокрема й боргових, у низці країн світу. Особливо відчутними ці проблеми стали для України, яка внаслідок збройної агресії РФ була втягнута у військовий конфлікт на своїй території.

Безперечно, проблема ефективного управління державними запозиченнями, що спрямовуються передусім на покриття бюджетного дефіциту та фінансування різноманітних програм соціально-економічного спрямування, є вагомим фактором, який суттєво впливає на макроекономічну стабільність у державі. Відтак, зважаючи на вітчизняну специфіку, можемо стверджувати, що державний борг, як наслідок функціонування державного кредиту, є для України, з одного боку, явищем об'єктивно-історичним; а з іншого боку, він свого часу формувався та накопичувався під впливом суб'єктивних чинників і певних прорахунків у процесі становлення та розвитку української економіки.

Проблематика формування ефективної системи управління державним боргом є надзвичайно ваговою у контексті тих перманентних змін, які упродовж останніх років переживає Україна. Передусім це стосується напрямів переорієнтації від домінуючих нині зовнішніх джерел фінансування до потенційно важливих внутрішніх, що має стати одним із визначальних векторів боргової політики України. До того ж, актуальність теми посилюється й загостренням проблеми обслуговування державного боргу, що було спровоковано не завжди раціональною борговою політикою на попередніх етапах розвитку українського суспільства. Відтак, необхідність вирішення вищенаведених проблем потребує пошуку та формування векторів удосконалення чинного механізму управління державним боргом, оптимізації його структури та мінімізації ризиків, пов'язаних із його обслуговуванням та погашенням.

Проблематика державної заборгованості та оптимізація методів управління державним боргом продовжує перебувати в центрі уваги українських та зарубіжних учених. Зокрема, базові аспекти формування державного боргу досліджували у своїх наукових працях як численні зарубіжні вчені (Р. Барро, Дж. Бюкенен, А. Вагнер, К. Дітцель, Дж. Кейнс, А. Лернер, Ф. Модільяні, Д. Рікардо, П. Самуельсон, А. Сміт, Дж. Стігліц, М. Фрідмен), так і знані вітчизняні науковці (Г. Асадчий, Т. Вахненко, В. Глущенко, Г. Калач, А. Кіреєв, В. Козюк, В. Корнєєв, Н. Кравчук, Г. Кучер, І. Лютий, М. Макаренко, В. Федосов, К. Швабій, С. Юрій). Основні засадничі принципи управління державним боргом України у контексті передового зарубіжного досвіду висвітлені у науковому доробку Т. Боднарук, О. Будякова, В. Вавілова, Є. Гасанова, В. Дудченка, М. Карліна, Г. Рибалко, В. Тіткова та інших учених-економістів.

Проте слід акцентувати, що сучасна українська наука та вітчизняна практика потребують новітніх підходів до формування цілісної системи управління державним боргом безпосередньо на стадіях формування, обслуговування та погашення державного боргу, особливо зважаючи на нинішню складну фінансово-економічну та військово-політичну ситуацію, пов'язану із збройною агресією РФ щодо України. Відтак важливість означеної проблематики, її актуальність та необхідність негайного вирішення зумовили вибір теми кваліфікаційної роботи, постановку мети і завдань дослідження.

*Метою роботи* визначено теоретичне обґрунтування і практичне вирішення актуальних проблем управління державним боргом України у контексті оптимізації його структури та мінімізації ймовірних ризиків.

Для досягнення визначеної мети у кваліфікаційній роботі вирішено низку завдань, найважливішими з яких є:

- обґрунтувати економічну сутність, чинники та потенційні наслідки державного боргу як об'єктивного наслідку існування державного кредиту;

- охарактеризувати організаційно-правове забезпечення управління державним боргом в Україні;
- проаналізувати структуру та динаміку державного боргу в Україні у контексті основних його видів, типів кредиторів та боргових зобов'язань;
- визначити прагматику управління ризиками державних боргових зобов'язань в умовах повномасштабної війни в Україні;
- здійснити оцінку ринкових і неринкових методів врегулювання державної заборгованості в Україні;
- проаналізувати світовий досвід державних запозичень, співпрацю України з міжнародними фінансовими організаціями та окреслити перспективні напрями її розвитку;
- виокремити основні напрями оптимізації управління державним боргом у контексті оптимізації його структури та мінімізації пов'язаних із цим процесом ризиків.

*Об'єктом дослідження є державний борг України.*

*Предметом дослідження є теоретико-прагматичні аспекти управління державним боргом України у контексті оптимізації його структури та мінімізації ризиків.*

*Теоретико-методологічною базою наукового дослідження є основні положення й домінуючі принципи сучасних теорій економічного зростання і концепцій державної заборгованості, а також науковий доробок українських та зарубіжних учених стосовно проблематики оптимальної структуризації державного боргу та управління ризиками у цій важливій сфері фінансових відносин.*

У кваліфікаційній роботі застосовано такі загальнонаукові *методи дослідження*, як: діалектичний – для виявлення закономірностей, сучасних трендів і чинників формування державного боргу; економіко-статистичний, порівняльного і структурного аналізу – для оцінювання ролі ринкових та неринкових методів врегулювання державної заборгованості, моніторингу сучасних тенденцій і виокремлення перспектив удосконалення управління

державним боргом у контексті оптимізації його структури та мінімізації боргових ризиків; аналітичний і логічний – для виявлення основних проблем управління державним боргом в Україні; класифікації та експертного аналізу – для визначення макро- й мікроекономічних факторів впливу на обсяги та структуру державної заборгованості.

*Інформаційною основою кваліфікаційної роботи є законодавчі та інші нормативно-правові акти, які регулюють діючу практику управління внутрішнім і зовнішнім державним боргом України, матеріали Державної служби статистики України, звітні дані й інформаційна аналітика Міністерства фінансів України і Національного банку України, інформаційно-аналітичні матеріали провідних міжнародних фінансових організацій, науковий доробок вітчизняних та зарубіжних учених, монографічна література, офіційні ресурси мережі Інтернет за темою дослідження.*

*Наукова новизна* кваліфікаційної роботи полягає у напрацюванні стратегічних векторів удосконалення управління державним боргом України в контексті оптимізації його структури та мінімізації ризиків у нинішніх складних військово-політичних та соціально-економічних умовах в Україні.

*Практична значимість* одержаних результатів полягає не лише у можливості, але й доцільності використання основних висновків та пропозицій автора у діяльності державних фінансових органів, що здійснюють управління державним боргом в Україні. Також окремі результати роботи можуть слугувати підґрунтям для більш системного аналізу макрофінансової ситуації в Україні і формування низки заходів щодо зменшення негативних наслідків сучасної боргової кризи у контексті її впливу на фінансову систему держави.

*Структура роботи.* Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 72 найменувань на 7 сторінках і 2 додатків на 8 сторінках. Робота містить 12 таблиць й 11 рисунків. Основний зміст роботи викладено на 69 сторінках.

*Апробація результатів дипломної роботи.* Отримані в процесі написання наукової кваліфікаційної роботи результати були апробовані на Восьмій заочно-дистанційній науковій конференції студентів і молодих вчених, яка у травні 2022 року відбулася у Західноукраїнському національному університеті (м. Тернопіль), та були опубліковані у збірниках наукових праць кафедри фінансів ім. С.І. Юрія Західноукраїнського національного університету «Актуальні питання фінансової теорії та практики» (травень 2022 року) і «Фінансове забезпечення сталого розвитку» (листопад 2022 року).

## РОЗДІЛ 1

### КОНЦЕПТУАЛЬНО-ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

#### **1.1. Економічна природа, причини та потенційні наслідки існування державного боргу**

Зважаючи на складну соціально-економічну та військово-політичну ситуацію, пов'язану із військовим вторгненням РФ на територію України, боргові проблеми у вітчизняній економіці значно загострилися, що потребує їх негайного вирішення. Відтак у нинішніх економічних реаліях вагомим чинником реального впливу на оптимізацію боргової політики з метою запобігання ймовірній борговій кризі має стати модернізація управління державним боргом.

Передусім зазначимо, що державний борг є об'єктивним економічним явищем, спричиненим залученням державою додаткових кредитних ресурсів задля забезпечення реалізації нею основних функцій і завдань.

Беручи до уваги постійно зростаючу роль сучасного державного кредиту у системі державних фінансів більшості країн світу, а також щільний кореляційний зв'язок між державним кредитом та економічним розвитком держави, можемо констатувати значне зростання наукового інтересу вітчизняних та зарубіжних учених до категорії державного боргу, що, у свою чергу, спричинило наявність різноманітних підходів до трактування його сутності й визначення економічного змісту. Тож коротко зупинимося на генезисі та розвитку цього поняття у зарубіжній та вітчизняній науковій літературі.

Свого часу один із фундаторів класичної економічної теорії А. Сміт застерігав, що «стрімке зростання державного боргу може спричинити банкрутство держави як позичальника» [61, с. 125-126]. Висновки ученого



базувалися на тому, що, як він стверджував, державне споживання не є продуктивним, а відтак не створює нових цінностей, тож залучені таким чином державою кошти можна вважати витратами для економіки.

Схожу думку висловлював і А. Лернер [72], акцентуючи увагу на теорії, згідно з якою під час погашення внутрішніх боргів грошові потоки зрештою повертаються до їхніх власників, в результаті чого загальний рівень споживання в країні не зменшується, а лише перерозподіляються певні доходи між окремими членами суспільства. Стосовно зовнішнього боргу зазначимо, що, на думку А. Лернера, він є більш небезпечним, позаяк залучені із зовнішніх джерел кошти використовуються в основному на погашення бюджетного дефіциту чи інші поточні потреби, а не на створення нової вартості та багатства.

Р. Барро [71], автор теореми «нейтральності державного боргу», стверджував, що збільшення запозичень взагалі не впливає на економічний розвиток країни, а заміщення урядових боргових зобов'язань поточними податковими надходженнями лише взаємно полегшує переміщення ресурсів між поколіннями, відтак не змінює умов виробництва, рівня процентної ставки та рівня цін.

Німецький учений К. Дітцель [31], найбільш типовий прихильник існування державного кредиту, обґрунтовуючи його необхідність, зазначав, що державний кредит збільшує ефективність національного капіталу, а державні позики сприяють політичній стабільності, стимулюють заощадження і збільшують виробництво. Відтак суспільство тим багатше, чим більшою є частка витрат на обслуговування боргу.

У другій половині ХХ ст. погляди зарубіжних учених та функціонерів від влади щодо державного боргу як явища, необтяжливого для національних економік, були піддані гострій критиці зі сторони таких відомих економістів як Дж. Б'юкенен, Р. Масгрейв та Ф. Модільяні. Скажімо, Дж. Б'юкенен зазначав, що сучасні політики більшою мірою надають перевагу нарощуванню державного боргу, аніж збільшенню рівня оподаткування в

країні, позаяк, на думку вченого, державні запозичення сприймаються сучасними виборцями не так негативно, аніж податки (хоча, поза сумнівом, їм теж властива низка недоліків та ризиків насамперед економічного характеру).

Слід наголосити, що у своїх наукових публікаціях учені-економісти (зокрема, В. Вітлінський, А. Маханець) акцентують увагу насамперед на політичних витоках існування державного боргу, і передусім зовнішнього, моделюючи залежність політичного ризику від рівня зовнішнього боргу і ВВП та доводячи, що на рівень державної заборгованості впливає значною мірою форма політичного устрою держави, а також тривалість роботи уряду в незмінному складі. Так, науковцями було доведено, що держави із президентською формою правління мають значно менші обсяги зовнішньої заборгованості порівняно із парламентськими формами правління. Цікавим є і той факт, що, як виявилось, найбільший рівень заборгованості мають держави з коаліційним урядом, причому чим більша кількість партій представлена у парламенті такої країни та її уряді, тим швидшими темпами зростає державний борг зазначених країн.

Відтак проаналізуємо наявні тлумачення категорії «державний борг» у сучасній науковій та науково-популярній економічній літературі передусім з метою уточнення цього поняття. Так, сучасний енциклопедичний словник тлумачить державний борг як «загальну суму заборгованості держави за непогашеними позиками і невиплаченими за ними відсотками» [62, с. 112]. Це визначення, на нашу думку, хоча і обґрунтовує сутність державного боргу насамперед через його кредитну природу, проте обмежується лише етапом його формування, а саме випуском позик.

Зарубіжні економісти Р. Макконелл і С. Брю трактують державний борг як «суспільний актив» [47, с. 457]. Зазначені науковці та прихильники їхніх поглядів (до прикладу, К. Рау [59]), обґрунтовували власну позицію тим, що суспільство має саме собі платити відсотки за користування коштами державного кредиту. Звісно ж, можемо погодитися з думкою, що

державний борг за своєю сутністю є суспільним активом, однак це є доцільним лише у випадку придбання емітованих державою боргових інструментів саме резидентами певної країни. У такому випадку державний борг доцільно характеризувати як власний безпосередній борг держави, а державну заборгованість як само заборгованість цієї держави.

У підручнику «Макроекономіка» (за ред. А. Сидоровича) державний борг визначено як «загальний розмір заборгованості уряду власникам державних цінних паперів, що дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів (мінус бюджетні надлишки)» [48, с. 361]. Однак принагідно вважаємо за доцільне наголосити, що державний борг може зростати не тільки за наявності бюджетного дефіциту, відтак наведене визначення, на нашу думку, не повністю відображає механізм формування державного боргу.

Українські учені В. Федосов, С. Огородник, В. Суторміна трактують державний борг як «суму заборгованості за випущеними і непогашеними внутрішніми позиками, а також суму фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату» [21, с. 218]. Це визначення, на наш погляд, теж не повною мірою розкриває сутність категорії «державний борг», позаяк використовуване у цьому визначенні поняття «державна заборгованість» є дещо ширшим за своїм змістовим наповненням, аніж поняття «державний борг».

Вітчизняний дослідник В. Дудченко зазначає, що «державний борг – це сума накопичених зобов'язань держави, враховуючи відсотки за користування позиченими коштами» [32, с. 83]. Загалом таке визначення автора бачиться дещо суперечливим, позаяк не всі зобов'язання держави належать до державного боргу, а лише ті, що визнані нею. До того ж, відсотки за державними позиками, зазвичай, не враховуються у величині державного боргу (за винятком дисконтних зобов'язань), оскільки державний борг оцінюється за номінальною вартістю.

Доволі цікаве визначення державної заборгованості наводить О. Базилінська, стверджуючи, що «сьогоднішні державні позики — це взяті авансом у населення податки у майбутньому» [2, с. 237].

А український учений-економіст О. Барановський у науковому обігу застосовує таке поняття як «боргова бульбашка», яка виникає при вкладенні кредитних коштів у спекулятивні операції. На думку автора, «кожен долар на шляху до об'єкта інвестування обростає ще двома кредитними доларами. Така конструкція може зберігати рівновагу лише в умовах дуже швидкого зростання, коли ваш долар і два кредитних перетворюються в три ваших і два кредитних» [3, с. 50].

Загалом же вітчизняні учені найчастіше розглядають державний борг як «суму усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави перед внутрішніми і зовнішніми кредиторами, а також відсотків за ними (включаючи гарантії за кредитами, що надаються іноземними позичальниками державним підприємствам)» [69, с. 253]. На нашу думку, наведене твердження враховує кредитну природу державного боргу як державної заборгованості, що виникла внаслідок використання позичкового капіталу, але концентрується хоча й на основному, проте не єдиному векторі формування державного боргу, а саме: випуску позик. До того ж, наведене вище визначення не враховує можливість прийняття державою на себе зобов'язань платіжного характеру, які вона, згідно з відповідною легітимною процедурою, може зараховувати до державного боргу.

Бюджетний кодекс України (зі змінами і доповненнями від 14.04.2022р.) виокремлює такі основні поняття: «державне запозичення - операції, пов'язані з отриманням державою кредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковості з метою фінансування державного бюджету» [10]; «державний борг - загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення» [10]; «гарантований державою борг - загальна сума боргових зобов'язань

суб'єктів господарювання - резидентів України щодо повернення отриманих та непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями» [10].

Таким чином, враховуючи вищенаведені визначення, можемо стверджувати, що державний борг – це сума усіх прямих договірних зобов'язань органів державного управління країни перед економічними суб'єктами інших секторів національної економіки (резидентами) та зарубіжними кредиторами.

У контексті тематики нашого дослідження слід акцентувати, що у зарубіжній та українській фінансовій науці і дотепер не сформувалося єдиного бачення стосовно найвагоміших наслідків та ймовірних ризиків боргового фінансування державних потреб. При цьому переважна більшість науковців та функціонерів-практиків засуджують не сам борг як явище, а лише надмірні розміри й ірраціональні форми державної заборгованості, позаяк нині державний кредит продовжує залишатися могутнім засобом акумуляції коштів для фінансування потреб сучасних економік.

Варто наголосити, що сутність державного боргу проявляється через притаманні йому функції, які є зовнішнім проявом його властивостей.

Загалом у науковій літературі виокремлюють фіскальну (передбачає залучення державою необхідних коштів на фінансування державних витрат) і регулятивну (коригування грошової маси через купівлю-продаж державних цінних паперів центральним банком країни) функції державного боргу.

Однак Т. Вахненко до вищенаведених функцій додає ще «валютно-фінансову (полягає у поповненні міжнародних валютних резервів завдяки зовнішнім позикам) та перерозподільну (полягає у перерозподілі капіталу між приватним і державним сектором та між секторами фінансового ринку)» [15, с. 14]. Проте у контексті нашого дослідження доволі слушним вважаємо необхідність доповнення вищенаведеної класифікації ще однією важливою функцією, а саме: функцією оптимального розподілу залучених ресурсів, сутність котрої полягає у використанні державного боргу як засобу розподілу

багатства майбутніх поколінь, які через податки оплачуватимуть нинішні проекти і програми, котрі фінансуються за рахунок державних запозичень.

Типові ознаки класифікації державного боргу наведено у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Класифікація видів державного боргу за різними ознаками

Ознаки	Вид
Залежно від сфер розміщення	– Внутрішній – Зовнішній
Залежно від типу кредитора	1. Внутрішні кредитори: – Борг перед юридичними та фізичними особами – Борг перед банківськими установами – Борг перед іншими органами управління – Борг, не віднесений до інших категорій – Борг, що виникає внаслідок корегування вартісних оцінок 2. Зовнішні кредитори: – Борги перед міжнародними організаціями економ. розвитку – Борги перед іноземними державами – Борги перед іноземними комерційними банками – Заборгованість перед іноземними постачальниками – Борги, пов'язані з корегуванням вартісних оцінок
Залежно від типу боргового зобов'язання	– Заборгованість за довгостроковими облігаціями – Заборгованість за середньостроковими облігаціями – Заборгованість за короткостроковими облігаціями і векселями – Заборгованість за кредитами, отриманими для фінансування дефіциту бюджету – Заборгованість за іншими зобов'язаннями
Залежно від одержувача кредитних ресурсів	– Умовний (приватний) – Прямий (урядовий)
Залежно від валюти боргу	– Борг у національній валюті – Борг у валюті кредитора – Борг у валюті третьої країни – Борг у міжнародних розрахункових одиницях
Залежно від ступеня охоплення державних боргових зобов'язань	– Капітальний – Поточний
Залежно від позиції уряду щодо залучення кредитних ресурсів	– Активний – Пасивний
Залежно від терміну боргу	– Короткостроковий – Середньостроковий – Довгостроковий

Також у фінансовій науці та практиці виокремлюють первинний борг (сума основного боргу без нарахованих відсотків) і непогашений борг (складається із основної суми боргу і нарахованих відсотків).

Безумовно, кожна держава самостійно визначає класифікаційні ознаки державного боргу і закріплює їх у відповідному законодавстві (рис. 1.1). В Україні (зокрема, у Бюджетному кодексі) визначено, що «борг класифікується за типом кредитора і за типом боргового зобов'язання» [10].



Рис. 1.1. Класифікація державного та гарантованого державою боргу (за версією Міністерства фінансів України) [41]

Окрім цього, в Україні (згідно фінансової та статистичної звітності) борг поділяють на: державний борг (внутрішній і зовнішній) і гарантований державою борг (внутрішній і зовнішній). Принагідно зазначимо, що доволі часто у науковій та науково-популярній літературі урядовий борг називають прямим, а приватний – умовним. Слід також акцентувати, що, згідно із застосовуваною у світі методологією, гарантії оплати боргів підприємств, а також інші умовні зобов'язання не враховуються до того моменту, поки державні органи не змушені будуть розпочати виплати з метою їх погашення.

Стосовно меж статистичного охоплення й кількісного відображення в офіційній звітності сумарної величини державної заборгованості зазначимо, що в Україні фактично існує два типи державного боргу: офіційно визнаний державний борг; і заборгованість, що в складі державного боргу не враховується, проте за економічною природою є державною.

Офіційно визнаний державний борг (іншими словами борг класичного типу) – це борг, оформлений укладеними кредитними угодами або державними цінними паперами, який передбачає погашення основної суми боргу і виплату відсотків за ним у чітко визначені терміни. До офіційного державного боргу зараховують: заборгованість перед юридичними особами безпосередньо за внутрішніми державними позиками; заборгованість перед банківськими установами (в т.ч. перед Національним банком України); зовнішня заборгованість за позиками, наданими організаціями економічного розвитку (Європейським банком реконструкції та розвитку, Світовим банком, Європейським Інвестиційним банком); заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління; заборгованість за позиками іноземних комерційних банків; заборгованість за облігаціями зовнішньої державної позики.

Інший тип боргу містить невиконані фінансові зобов'язання держави перед різними суб'єктами економіки (мова йде про ймовірні неоплачені державні замовлення, заборгованість із невиплаченої заробітної плати працівникам бюджетної сфери, невідшкодований ПДВ, а також гарантії держави щодо компенсації знецінених заощаджень громадян в установах колишнього Ощадбанку). Іншими словами, це прийняті державою певні зобов'язання без документального оформлення термінів їх погашення, котрі формують заборгованість, яка в складі офіційно визнаної державою не враховується, проте є державною за своєю природою й економічним змістом.

Важливо наголосити, що в сучасних умовах на формування державного боргу впливає низка об'єктивних та суб'єктивних чинників. До об'єктивних належать: несприятливий інвестиційний клімат; падіння темпів економічного зростання і звуження на цій основі податкової бази; наявність від'ємного сальдо торгівельного балансу країни тощо. Суб'єктивні чинники можуть бути пов'язані із ситуативними прорахунками в тактиці впровадження реформ і фактичною відсутністю стратегії розвитку фінансового ринку, а також спробами «пожежного» вирішення назрілих економічних проблем.



Відтак, враховуючи теоретичні напрацювання та сучасні реалії практики державних запозичень, можемо виокремити позитивні наслідки боргового фінансування, до яких доцільно зараховувати такі:

- «внаслідок здійснюваних урядом запозичень суттєво зростають фінансові можливості держави;
- у сучасних суспільствах позики, з психологічної точки зору, викликають менше опору, аніж податки, чим і полегшується мобілізація відповідних коштів (світовій фіскальній практиці відомі численні «податкові бунти», а от залучення позик не викликає громадського супротиву);
- покриття дефіциту бюджету здійснюється неінфляційним (беземісійним) способом;
- державний кредит перерозподіляє заборгованість у часі між поколіннями сучасників і нащадків, полегшуючи, таким чином, життя теперішнього покоління» [40, с. 213].

Найбільш вагомими негативними наслідками боргового фінансування такі:

- «державний кредит перетворює позики, взяті урядом, у національний борг, породжуючи суспільно-солідарні зобов'язання з його обслуговування наступними поколіннями;
- державні запозичення обтяжують бюджет видатками на обслуговування боргу;
- критичні розміри державного боргу можуть загрожувати країні дефолтом» [40, с. 214].

Насамкінець зазначимо, що державний борг, його обсяги, способи розміщення й погашення прямо або ж опосередковано впливають практично на усі економічні процеси в державі, а саме: економічний ріст та розподіл доходів, бюджетний дефіцит і обсяг грошової маси в обігу (що напряму пов'язано із темпами інфляції), падіння або зростання сукупного попиту й пропозиції, рівень споживання й заощадження, баланс поточних зовнішніх рахунків, міжнародну платоспроможність і кредитний рейтинг країни. Тож уряд повинен зважено підходити до вирішення проблем державної

заборгованості. Адже залучення зовнішніх позик дає надходження додаткових ресурсів, які, за умови їх ефективного розміщення, можуть дати поштовх для економічного зростання; а зовнішня заборгованість дає змогу державі здійснювати більші сукупні витрати, аніж створений національний дохід, і фінансувати інвестиції, котрі не забезпечуються внутрішніми надходженнями. Однак в умовах надмірних державних витрат, незбалансованості бюджету, недосконалої валютної політики зовнішній борг може спровокувати фінансову кризу й інвестиційну неактивність в державі.

Відтак маємо усі підстави стверджувати, що в сучасних умовах державний борг може виступати як засобом гарантування економічної безпеки держави, так і фактором посилення загроз і ризиків. Тому лише формування науково обґрунтованої та економічно виваженої політики управління державним боргом дасть змогу ефективно використовувати запозичення та створить необхідні передумови для оптимізації боргового навантаження в країні.

## **1.2. Організаційно-правове забезпечення управління державним боргом в Україні**

У сучасних умовах політика управління державним боргом є важливою компонентою державної фінансової політики та ваговою складовою процесів макроекономічного регулювання.

Дослідженню поняття «управління державним боргом» присвячена низка наукових робіт вітчизняних і зарубіжних науковців. Так, Ю. Воронін тлумачить управління державним боргом як «сукупність заходів держави, що регулюються нормами права, з використання боргових відносин, спрямованих на погашення боргових зобов'язань і формування сприятливих соціально-економічних умов розвитку країни» [19, с. 59].

Т. Бондарук вважає, що «під управлінням державним боргом слід розуміти сукупність державних заходів, які пов'язані з випуском і погашенням державних боргових зобов'язань, визначенням умов випуску нових державних цінних паперів, визначенням ставок процентів і виплатою доходу за державними цінними паперами, встановлення ліміту боргу, підтримання курсу державних зобов'язань» [6, с. 15].

На думку О. Василика, управління державним боргом – «це сукупність заходів держави з визначення ставок процентів і виплати процентних доходів кредиторам, випуску і погашення боргових зобов'язань, встановлення ліміту позик, підтримання курсу державних зобов'язань, зміни умов уже випущених позик, визначення умов і випуску нових позик» [12, с. 121].

Автори підручника «Фінанси» стверджують, що «управління державним боргом – це комплекс заходів, що здійснюються державою в особі уповноважених органів щодо визначення обсягів та умов залучення коштів, їх розміщення і погашення, а також забезпечення платоспроможності держави» [69, с. 262].

Таким чином, підсумовуючи вищенаведені визначення, можемо констатувати, що під управлінням державним боргом доцільно розуміти «комплекс заходів, які приймаються державою в особі її уповноважених органів щодо визначення місця, умов розміщення і погашення державних позик, а також забезпечення гармонізації інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів» [35, с. 4].

Безумовно, ефективне управління державним боргом є одним із вагомих факторів забезпечення макрофінансової стабільності в державі. Адже від налагодженої системи управління державним боргом залежить бюджетна спроможність держави, обсяг її золотовалютних резервів а відтак і стабільність національної валюти, рівень процентних ставок, інвестиційний клімат, поведінка учасників фінансового ринку. Відтак управління державним боргом має бути зорієнтоване передусім на ефективну боргову стратегію, а не базуватися на короткострокових ситуативних орієнтирах.

У широкому значенні «управління державним боргом передбачає формування одного із напрямів фінансової політики держави, пов'язаної з її діяльністю у ролі позичальника і гаранта, що потребує комплексного підходу до її розробки та координації з грошово-кредитною (монетарною) і фіскальною політикою; узгодження взаємовідносин між урядом і Національним банком у питаннях боргової політики; розроблення ефективних форм і методів зниження боргового тягаря у контексті переходу від антикризового менеджменту (реструктуризації боргових зобов'язань) до стратегічного боргового менеджменту із застосуванням інструментів активного управління державним боргом» [69, с. 261].

Управління боргом у вузькому розумінні – це «комплекс заходів, що здійснюються державою в особі її уповноважених органів щодо реалізації таких видів діяльності: визначення обсягів та умов залучення нових позик; розміщення нових емісій і зміна умов раніше випущених позик; здійснення моніторингу показників динаміки та рівня заборгованості, їх співставлення з показниками державних фінансів; проведення операцій з обслуговування боргових зобов'язань (йдеться про виплату відсотків кредиторам) і погашення основної суми боргу; налагодження взаємовідносин з кредиторами з приводу врегулювання проблеми заборгованості за раніше залученими позиками і кредитами; проведення переговорів і реалізація процедур щодо реструктуризації та рефінансування боргів» [69, с. 262].

Бюджетний кодекс України (із змінами і доповненнями від 14.04.2022р.) використовує такі поняття: «управління державним (місцевим) боргом - сукупність дій, пов'язаних із здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням державного (місцевого) боргу, інших правочинів з державним (місцевим) боргом, що спрямовані на досягнення збалансованості бюджету та оптимізацію боргового навантаження» [10]; «погашення державного (місцевого) боргу - операції з повернення позичальником кредитів (позик) відповідно до умов кредитних договорів та/або випуску боргових цінних паперів» [10];

«обслуговування державного (місцевого) боргу - операції щодо здійснення плати за користування кредитом (позикою), сплати комісій, штрафів та інших платежів, пов'язаних з управлінням державним (місцевим) боргом. До таких операцій не належить погашення державного (місцевого) боргу» [10].

Важливо акцентувати, що головна стратегічна мета політики управління державним боргом зводиться до одержання максимального ефекту від використання позичених коштів й уникнення макрофінансових проблем та проблем із платіжним балансом у майбутньому.

У науковій літературі підходи до визначення цілей управління державним боргом також доволі різняться. Так, А. Кіреєв стверджує, що «управління боргом має забезпечити підтримку його рівня та структури, щоб це не відбивалось негативно на темпах економічного росту у довгостроковій перспективі» [34, с. 342]. А. Вавілов та Г. Трофімов досліджують проблему «управління державним боргом з позиції реалізації стратегії максимізації суспільного добробуту через мінімізацію витрат на його обслуговування» [10, с. 62-81]. В. Тітков до проблеми визначення цілей управління державним боргом підходить більш загально, виокремлюючи «економічні, у т.ч. бюджетні цілі (оптимізація боргу та мінімізація процентних платежів), політичні (підтримка стабільності політичної системи), соціальні (своєчасне фінансування соціальних програм), забезпечення національної безпеки (уникнення політичної, економічної залежності)» [66, с. 90-94].

Загалом управління державним боргом ставить за мету вирішення таких основних завдань: пошук найбільш вигідних умов залучення коштів з позиції мінімізації вартості державного боргу; недопущення неефективного і нецільового використання залучених коштів; забезпечення своєчасної і повної оплати обсягу основного боргу і нарахованих відсотків; формування оптимального співвідношення між внутрішніми й зовнішніми запозиченнями при збереженні макроекономічної рівноваги; утримання стабільного валютного курсу й функціонування фінансового ринку тощо.

В Україні система управління державним боргом складається із певних підсистем, відображених на рис. 1.2.

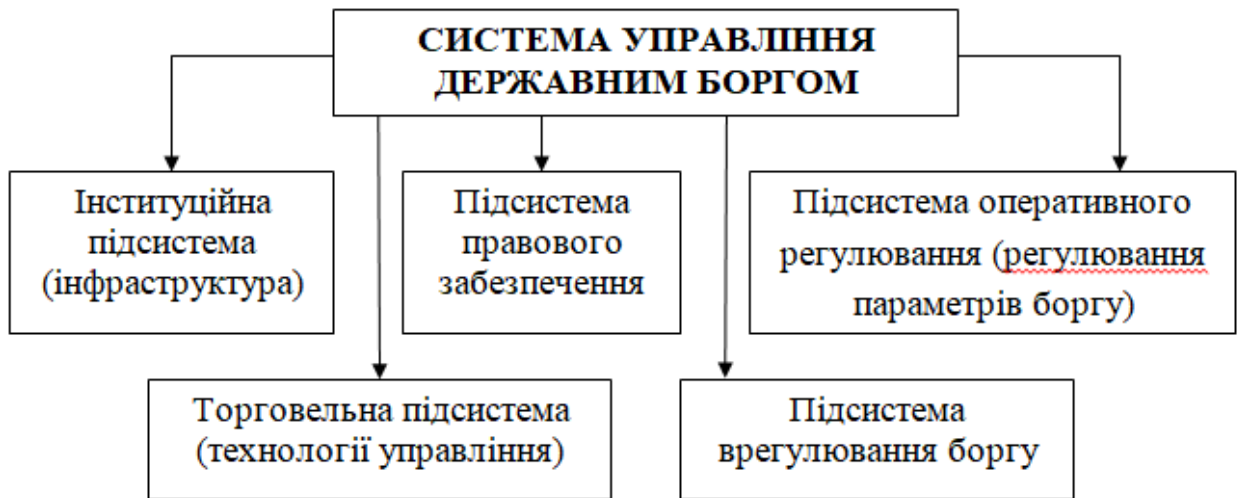


Рис. 1.2. Підсистеми системи управління державним боргом [69, с. 265]

Таким чином, можемо стверджувати, що сучасна система управління державним боргом передбачає сукупність правил і процедур щодо акумулювання, використання, обслуговування і погашення державних внутрішніх і зовнішніх позик.

В Україні управління державним боргом представлене діяльністю органів державної влади і управління, які відповідають за розроблення та реалізацію ефективної боргової політики держави і забезпечують стратегічне й оперативне управління державним боргом. Це, зокрема:

1) Верховна Рада України, яка є єдиним органом законодавчої влади в Україні і приймає відповідні закони у сфері боргової політики;

2) Кабінет Міністрів України, який визначає умови здійснення державних запозичень (вид, валюту, строк та відсоткову ставку державного запозичення);

3) Міністерство фінансів України, яке:

«розробляє та погоджує нормативно-правові акти з питань управління державним боргом;

здійснює управління ризиками, пов'язаними з державним боргом;

здійснює прогноз фінансування державного бюджету;

здійснює державні внутрішні й зовнішні запозичення у рамках, визначених законом про Державний бюджет України;

здійснює оперативний облік державного та гарантованого боргу;

веде реєстр державних гарантій;

здійснює погашення та обслуговування державного боргу;

здійснює правочини з державним боргом, зокрема обмін, емісію, купівлю, викуп і продаж державних боргових зобов'язань, за умови дотримання граничного обсягу державного боргу на кінець періоду;

здійснює на відкритих аукціонах продаж прав вимоги простроченої більше трьох років заборгованості перед державою за кредитами (позиками), залученими нею під державні гарантії, а також за бюджетними кредитами у порядку, визначеному Кабінетом Міністрів України;

здійснює заходи, спрямовані на підвищення привабливості інвестування в державні цінні папери України, і комплексні заходи з поліпшення кредитного рейтингу України;

затверджує порядок відбору та функціонування первинних дилерів;

затверджує та оприлюднює графік первинного розміщення державних цінних паперів;

вчиняє за рішенням Кабінету Міністрів України правочини щодо надання гарантій з метою забезпечення повного чи часткового виконання боргових зобов'язань господарюючих суб'єктів - резидентів України виключно у межах, визначених законом про Державний бюджет України;

здійснює погодження залучення державними підприємствами кредитів (позик) та надання гарантій або поруки щодо внутрішніх довгострокових (більше одного року) та зовнішніх кредитів (позик);

погоджує обсяг та умови здійснення місцевих запозичень та надання місцевих гарантій» [68];

4) Національний банк України (виконує операції, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик; організовує та обслуговує розрахунки за результатами розміщення облігацій; здійснює облік та зберігання

сертифікатів, якими оформляються випуски ОВДП);

5) Державна казначейська служба України (виконує функцію погашення та обслуговування державного боргу);

б) Рахункова палата України (здійснює контроль за виконанням Державного бюджету України в розрізі доходів і видатків відповідно до показників цього бюджету, в тому числі видатків з обслуговування внутрішнього і зовнішнього боргу України).

Діяльність органів управління державним боргом здійснюється згідно чинного законодавства України. Усю нормативно-правову базу у сфері управління державним боргом можна умовно поділити на такі основні групи:

1. Група законодавчо-правових актів, які визначають загальні тенденції формування державної заборгованості, її критичні розміри відповідно до економічного розвитку країни. Головним законом тут є Конституція України (яка визначає правові основи функціонування органів законодавчої влади, місце, роль та права виконавчих органів щодо формування і використання фінансових ресурсів, можливості залучення ними додаткових фінансових ресурсів з внутрішніх та зовнішніх джерел для фінансування загальнодержавних програм розвитку економіки та суспільства) та Бюджетний кодекс (у якому визначено сутність основних «боргових» понять і класифікацію фінансування бюджету за типом кредитора та боргового зобов'язання). Закон України «Про державний бюджет» на поточний рік щорічно визначає граничні розміри внутрішніх та зовнішніх запозичень держави для фінансування поточного бюджетного дефіциту та підтримки платіжного балансу держави.

2. Група нормативно-правових актів, які регулюють структуру, порядок, умови, строки, види, прибутковість, особливості випуску, обертання та погашення державних внутрішніх боргових зобов'язань, (зокрема, Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» і відповідні постанови.

3. Нормативно-правові акти, які регулюють питання залучення кредитних ресурсів для стимулювання і розвитку виробничо-господарської



діяльності, що надаються суб'єктам господарювання під гарантію Кабінету Міністрів України, Міністерства фінансів та Національного банку України.

4. Нормативно-правові акти, що визначають особливості отримання кредитних ресурсів зі світового ринку позикових капіталів. Значна частина цього сегменту правової бази охоплює безпосередньо угоди між урядами іноземних держав, міжнародними фінансово-кредитними організаціями та Україною щодо надання позик.

Таким чином, проблема управління державною заборгованістю є надзвичайно важливою у контексті забезпечення економічної стабільності в Україні. Відтак від характеру врегулювання цієї проблеми залежить подальша бюджетна спроможність держави, стан її валютних резервів, стабільність національної валюти, інвестиційний клімат та поведінка учасників вітчизняного та світового фінансового ринку.

## **Висновки до розділу 1**

У сучасних реаліях більшість держав світу мають державну заборгованість. Різниця лише полягає у тому, що, збільшуючи борг, не кожна держава знаходить необхідні ресурси для його своєчасного повернення.

Дослідження сутності державного боргу та його впливів (як негативних, так і позитивних) на економічний розвиток країни має надзвичайно важливе значення, оскільки уряд має можливість розробляти боргову стратегію, використовуючи методи та інструменти ефективного управління позиченими коштами.

Управління державним боргом в Україні є надзвичайно складною і розгалуженою системою, яка складається з окремих підсистем, кожна з яких тією чи іншою мірою впливає на ефективність управління державним боргом та забезпечує належний рівень фінансової безпеки держави.

## РОЗДІЛ 2

### ПРАГМАТИКА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ: СТРУКТУРНО-РИЗИКОЛОГІЧНИЙ АСПЕКТ

#### 2.1. Аналіз структури та динаміки державного боргу України

Оскільки державний борг — це статичний параметр, величина якого визначається на останній день звітного періоду, є необхідність проаналізувати структуру й динаміку державного боргу України у контексті основних його видів, типів кредиторів та боргових зобов'язань, зважаючи на складну фінансово-економічну та військово-політичну ситуацію, пов'язану із повномасштабним вторгненням РФ до України.

Передусім слід акцентувати, що найбільш стрімке зростання державного боргу в Україні упродовж останніх років відбулося саме у 2014 році (рис. 2.1), коли спостерігалось стрімке падіння курсу національної грошової одиниці («фактично за рік обсяг боргу у гривневому еквіваленті зріс майже удвічі: з 584 млрд. грн. до 1,1 трлн. грн.» [43]).

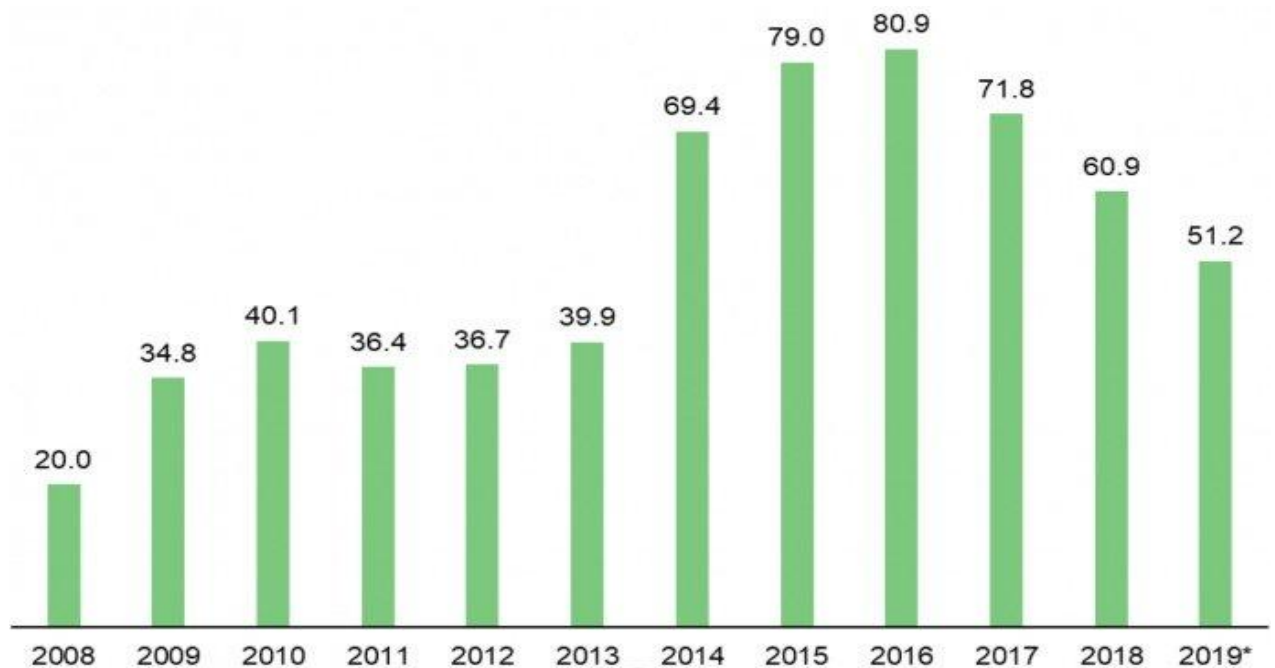


Рис. 2.1. Динаміка співвідношення боргу до ВВП в Україні у 2008-2019 рр.\*

\*за матеріалами Міністерства фінансів України [27]

Відтак відношення боргу до ВВП практично подвоїлося, зрісши з 39,9% наприкінці 2013 р. до 69,4% наприкінці 2014 р., до 79% — в кінці 2015 р. і до 80,9% - наприкінці 2016 р. (хоча заради справедливості відмітимо, що уточнені дані, котрі зараз подані на офіційному сайті Міністерства фінансів України (рис. 2.2) та ТОВ «МінфінМедіа» (табл. 2.1), дещо різняться).

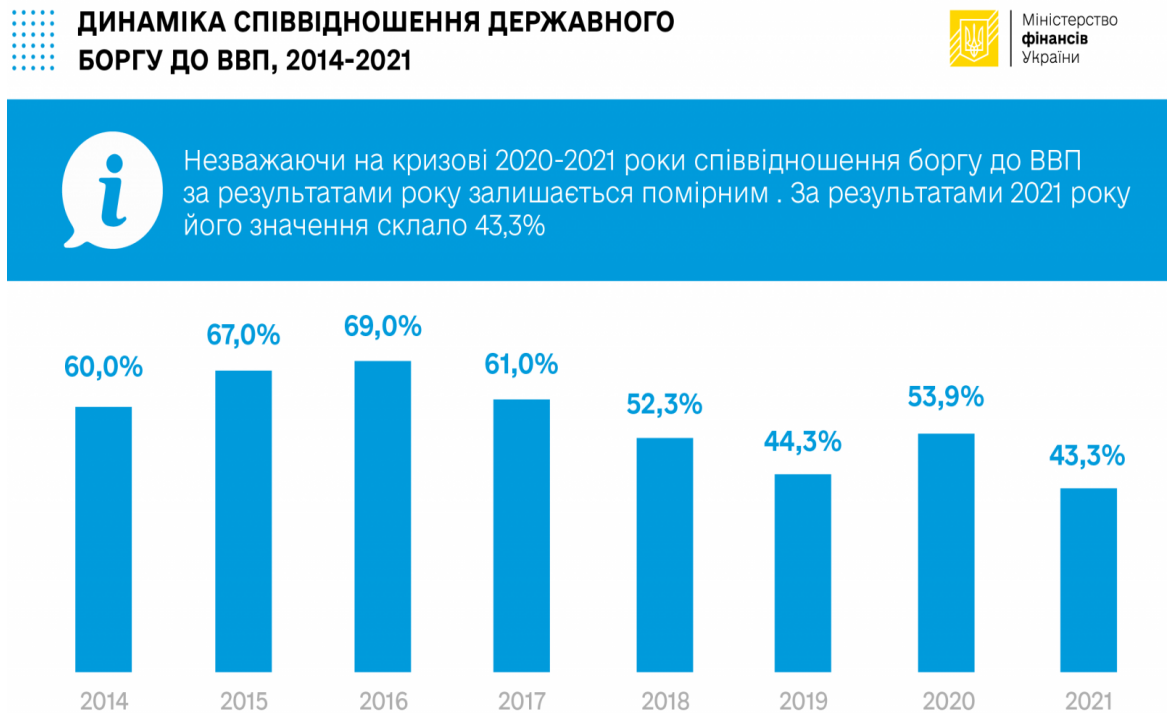


Рис. 2.2. Динаміка співвідношення державного боргу України до ВВП у 2014-2021 роках, % [28]

Тож цілком закономірно, що і витрати на обслуговування державного боргу за 2014 рік теж суттєво «зросли – з 34 до 51 млрд. грн., а порівняно з доходами бюджету — з 10% до 14%» [43] (принагідно зазначимо, що вказані зміни у державному бюджеті на 2014-2015 рр. не закладалися, проте виплати все одно були здійснені).

Якщо ж проаналізувати минулий пандемічний 2021 рік, то ситуація у сфері державної заборгованості була такою: у цей період «сукупний державний та гарантований державою борг України склав 2 671,83 млрд. грн. (табл. 2.1) або 97,95 млрд. дол. США» (табл. 2.2).

Таблиця 2.1

Динаміка державного боргу і ВВП України у 2009-2021 рр., млн. грн. [29]

Державний борг (усього)				Валовий внутрішній продукт (ВВП)				держборг / ВВП
на 31.12.2009	316 885			за 2009	913 345			34.7%
на 31.12.2010	432 235	115351	36.4%	за 2010	1 082 569	169224	18.5%	39.9%
на 31.12.2011	473 122	40886	9.5%	за 2011	1 316 600	234031	21.6%	35.9%
на 31.12.2012	515 511	42389	9.0%	за 2012	1 408 889	92289	7.0%	36.6%
на 31.12.2013	584 114	68604	13.3%	за 2013	1 454 931	46042	3.3%	40.1%
на 31.12.2014	1 100 564	516450	88.4%	за 2014	1 566 728	111797	7.7%	70.2%
на 31.12.2015	1 572 180	471616	42.9%	за 2015	1 979 458	412730	26.3%	79.4%
на 31.12.2016	1 929 759	357579	22.7%	за 2016	2 383 182	403724	20.4%	81.0%
на 31.12.2017	2 141 674	211916	11.0%	за 2017	2 982 920	599738	25.2%	71.8%
на 31.12.2018	2 168 627	26953	1.3%	за 2018	3 558 706	575786	19.3%	60.9%
на 31.12.2019	1 998 275	170352	-7.9%	за 2019	3 974 564	415858	11.7%	50.3%
на 31.12.2020	2 551 936	553660	27.7%	за 2020	4 194 102	219538	5.5%	60.8%
на 31.12.2021	2 671 828	119892	4.7%	за 2021	5 459 574	1265472	30.2%	48.9%

Таблиця 2.2

Державний та гарантований державою борг України у 2009-2021 роках, млн. дол. США [23]

	загальний борг		зовнішній борг	внутрішній борг	
на 31.12.2009	39 685,0		26 518,7	13 166,3	
на 31.12.2010	54 289,3	36.8%	34 759,6	19 529,7	
на 31.12.2011	59 215,7	9.1%	37 474,5	21 741,2	
на 31.12.2012	64 495,3	8.9%	38 658,8	25 836,4	
на 31.12.2013	73 078,2	13.3%	37 536,0	35 542,2	
на 31.12.2014	69 794,8	-4.5%	38 792,2	31 002,6	
на 31.12.2015	65 505,7	-6.1%	43 445,4	22 060,2	
на 31.12.2016	70 970,9	8.3%	45 604,6	25 366,2	
на 31.12.2017	76 305,2	7.5%	48 989,4	27 315,8	
на 31.12.2018	78 323,0	2.6%	50 462,5	27 860,5	
на 31.12.2019	84 364,5	7.7%	48 940,8	35 423,7	
на 31.12.2020	90 255,4	7.0%	53 720,8	36 534,6	
на 31.12.2021	97 947,4	8.5%	57 197,0	40 750,4	

За даними Міністерства фінансів України, у грудні 2021 року державний борг «зріс у гривневому еквіваленті на 113,3 млрд. грн. або на \$3,8 млрд. порівняно з листопадом (2 558,52 млрд. грн. або \$94,15 млрд.)» [26]. Причому таке зростання відбулося саме завдяки залученому пільговому кредиту від Міжнародного валютного фонду і Міжнародного банку реконструкції та розвитку, а також за рахунок зростання державного внутрішнього боргу. Так, упродовж грудня 2021 року Міністерство фінансів України провело «27 аукціонів із розміщення ОВДП, завдяки яким до держбюджету надійшло 74,9 млрд. грн. При цьому платежі з погашення державного боргу за січень-грудень 2021 року склали 441,1 млрд. грн., а платежі з обслуговування – 150 млрд. грн.» [26].

Загалом же за 2021 рік державний і гарантований державою борг збільшився на 119,95 млрд. грн. або ж на 7,7 млрд. дол. США.

Стосовно державного та гарантованого державою зовнішнього боргу зазначимо, що у 2021 році він становив 1560,23 млрд. грн. (58,4% від загальної суми державного і гарантованого державою боргу) або 57,2 млрд. дол. США; а державний та гарантований державою внутрішній борг становив 1111,6 млрд. грн. (41,6%) або 40,75 млрд. дол. США (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Загальна структура державного та гарантованого державою боргу України у 2021 році, млн. грн. [33]

(млн. грн.)	Зовнішній		внутрішній		усього	
державний борг	1 299 934,1	48.7%	1 062 558,7	39.8%	2 362 492,9	88.4%
гарантований борг	260 295,9	9.7%	49 038,8	1.8%	309 334,7	11.6%
Сукупний	1 560 230,0	58.4%	1 111 597,6	41.6%	2 671 827,6	100.0%

Безпосередньо державний борг на кінець 2021 року становив «2362,49 млрд. грн. (88,42% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу) або 86,61 млрд. дол. США, з яких 45% складає державний внутрішній борг (облігації внутрішньої державної позики), а 55% - державний зовнішній борг, який складається з кредитів міжнародних

фінансових організацій (24,7% від загальної суми державного боргу), єврооблігацій (26,5%) та іншого зовнішнього боргу (4%).

Державний зовнішній борг у 2021 році становив 1299,93 млрд. грн. (48,65% від загальної суми державного й гарантованого державою боргу) або 47,65 млрд. дол. США. Державний внутрішній борг становив 1062,56 млрд. грн. (39,77% від загальної суми державного й гарантованого державою боргу) або 38,95 млрд. дол. США.

Гарантований державою борг України у 2021 році становив 309,33 млрд. грн. (11,58%) або 11,34 млрд. дол. США, у тому числі: гарантований державою зовнішній борг – 260,3 млрд. грн. (9,74%) або 9,54 млрд. дол. США; гарантований державою внутрішній борг – 49,04 млрд. грн. (1,84%) або 1,8 млрд. дол. США» [26].

Загалом у 2021 році сукупний державний та гарантований державою борг еквівалентно в національній валюті зріс на 4,7% (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Динаміка темпів зростання державного та гарантованого державою боргу України в національній валюті у 2009-2021 роках, млн. грн. [30]

	загальний борг		зовнішній борг	внутрішній борг
на 31.12.2009	316 884,6		211 751,7	105 132,9
на 31.12.2010	432 235,4	36.4%	276 745,6	155 489,8
на 31.12.2011	473 121,6	9.5%	299 413,9	173 707,7
на 31.12.2012	515 510,6	9.0%	308 999,8	206 510,7
на 31.12.2013	584 114,1	13.3%	300 025,4	284 088,7
на 31.12.2014	1 100 564,0	88.4%	611 697,1	488 866,9
на 31.12.2015	1 572 180,2	42.9%	1 042 719,6	529 460,6
на 31.12.2016	1 929 758,7	22.7%	1 240 028,7	689 730,0
на 31.12.2017	2 141 674,4	11.0%	1 374 995,5	766 678,9
на 31.12.2018	2 168 627,1	1.3%	1 397 217,8	771 409,3
на 31.12.2019	1 998 275,4	-7.9%	1 159 221,6	839 053,8
на 31.12.2020	2 551 935,6	27.7%	1 518 934,8	1 033 000,8
на 31.12.2021	2 671 827,6	4.7%	1 560 230,0	1 111 597,6

Слід наголосити, що частка державного боргу в гривневому еквіваленті станом на кінець 2021 року склала 36,48% (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Структура сумарного державного та гарантованого державою боргу України станом на 31.12.2021 року (в розрізі валют погашення) [8]

	<i>млрд. од.</i>		
	дол. США	грн.	%
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	<b>97,95</b>	<b>2672,02</b>	<b>100,00%</b>
Англійський фунт стерлінгів	0,02	0,56	0,02%
Долар США	33,73	920,11	34,44%
ЄВРО	13,17	359,35	13,45%
СПЗ	14,51	395,68	14,81%
Українська гривня	36,03	982,72	36,78%
Японська єна	0,50	13,61	0,50%

Цікавим є і той факт, що упродовж 2018-2019 рр. спостерігався значний притік іноземних коштів у гривневий державний борг. Безумовно, у 2018 р. це суттєво підтримало гривню, а водночас із зростанням українського експорту дало їй змогу навіть укріпитися, порівняно із початком 2018 р. При цьому необхідно зазначити, що нерезиденти не довго інвестували у гривневий борг, внаслідок чого його «частка навіть дещо скоротилася (з 30% до 29%)» [43]. Водночас у 2019 році знову пішов притік коштів нерезидентів у гривневий борг, що дало змогу поступово збільшувати строки позик і зменшувати їх вартість, а відтак і позитивно впливати на боргові показники.

Важливо також акцентувати, що у структурі сукупного боргу України (за видами відсоткових ставок) найбільшу питому вагу (68,88%) займають фіксовані ставки (табл. 2.6).

Принагідно зазначимо, що у квітні 2021 році Міністерство фінансів України «підвищило прогноз виплат за державним боргом у 2022 році на 11,84 мільярда гривень» [51]. При цьому «виплати за внутрішнім боргом у 2022 році Мінфін збільшив на 13,97 млрд. грн., а за зовнішнім скоротив на 2,14 млрд грн. У місячному обчисленні найбільша сума виплат припадала на лютий – 75,78 млрд грн, а також травень – 61,41 млрд грн.» [51] (рис. 2.3).

Державний та гарантований державою борг України станом на 31.12.2021 р.  
(за видами відсоткових ставок) [8]

	<i>млрд. од.</i>		
	дол. США	грн.	%
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	<b>97,95</b>	<b>2672,02</b>	<b>100,00%</b>
EURLIBOR	0,12	3,27	0,12%
LIBOR	9,45	257,91	9,65%
Індекс споживчих цін (CPI)	5,32	145,17	5,43%
Облікова ставка НБУ	0,83	22,51	0,84
Ставка МВФ	14,51	395,68	14,81%
Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб	0,25	6,87	0,26
Фіксована	67,48	1840,60	68,88%

### Скільки за боргами вже сплатила Україна і ще сплатить у 2022 році?

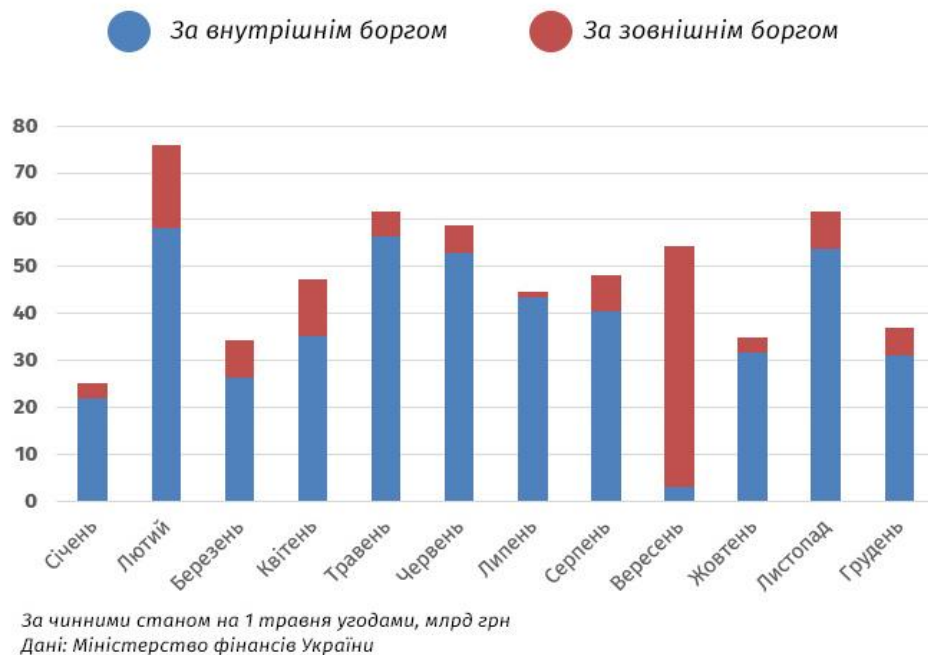


Рис. 2.3. Помісячні платежі за державним боргом України у 2022 році [17]

Прогнозні платежі за державним боргом України у 2021-2035 роках за діючими угодами подано на рис. 2.4 та в Додатку А.

Наостанок зазначимо, що «Міжнародний валютний фонд прогнозує зростання державного боргу України у 2022 році до 86,2% ВВП через розв'язану Росією війну» [20]. Причому МВФ прогнозує, що у найближчі



роки державний борг України залишатиметься на досить високому рівні саме через стрімке зростання дефіциту бюджету і падіння ВВП. Так, «за підсумками 2023 року МВФ очікує держборг України на рівні 78% ВВП, 2024 року – 78,7%, 2025 року – 82,9%, 2026 року – 88,7% та 2027 року – 92,3%. Крім того, зростання дефіциту держбюджету прогнозується до рівня 17,8% ВВП у 2022 році і повернення його нижче 10% з 2027 року. МВФ уточнює, що йдеться загалом про дефіцит сектора публічних фінансів, до якого входять також місцеві бюджети, соціальні фонди, держкомпанії» [20].

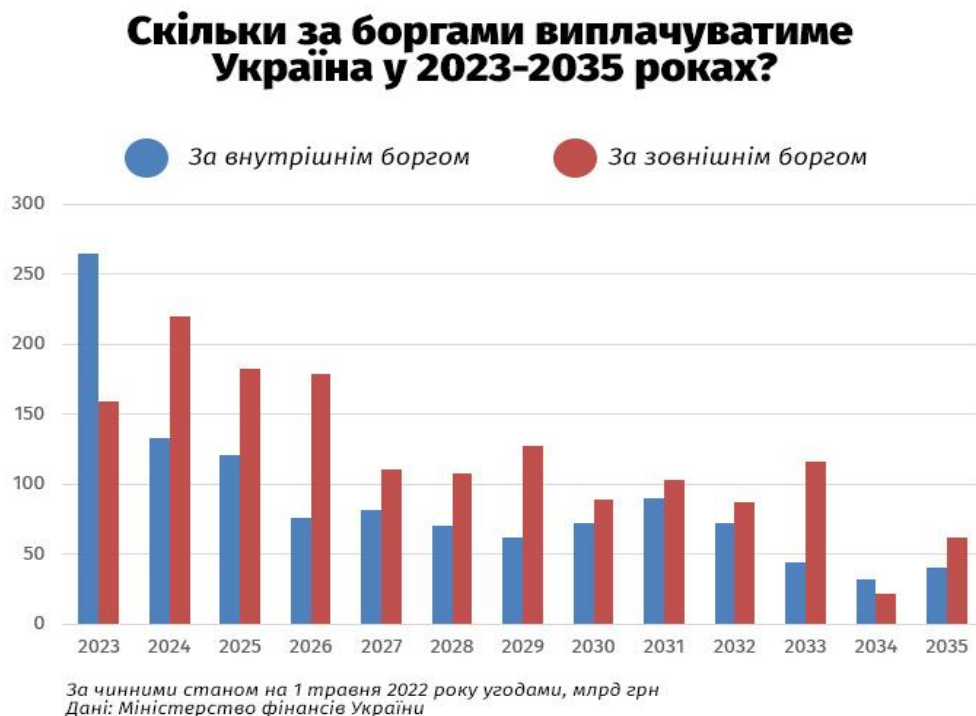


Рис. 2.4. Прогнозні платежі за держборгом України у 2021-2035 рр. [17]

Відтак серед основних внутрішніх загроз борговій безпеці України виокремимо:

- високу вартість державних запозичень, що суттєво збільшує витрати державного бюджету України на їх обслуговування;
- незначні обсяги та низьку ефективність залучення кредитних ресурсів від міжнародних фінансових організацій під інвестиційні проекти, що призводить до недоотримання пільгового зовнішнього фінансування;

– велику питому вагу державного боргу в іноземній валюті, що підвищує вразливість економіки України до зовнішніх впливів та, відповідно, збільшує валютні ризики і вартість залучених кредитних ресурсів.

Серед зовнішніх викликів, які продовжують залишатися актуальними для України упродовж 2022 року, виокремимо:

– військове вторгнення з боку Російської Федерації на територію України 24 лютого 2022 року;

– погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури для українського експорту на тлі уповільнення темпів розвитку світової економіки, що зумовлює значну волатильність та зниження цін на сировинні товари на основних ринках;

– значну вірогідність розгортання чергової світової фінансової кризи, що може спричинити низку проблем, пов'язаних із обслуговуванням і рефінансуванням зовнішнього боргу.

Відтак можемо стверджувати, що державний борг України продовжує залишатися важким тягарем для національної економіки, а його структура є нерациональною та потребує подальшої оптимізації.

## **2.2. Прагматизм управління ризиками державних боргових зобов'язань**

У більшості країн світу, особливо у країнах із розвиненими фінансовими ринками, управління ризиками державних боргових зобов'язань є окремою підсистемою управління державним боргом.

Варто акцентувати, що в Україні методологічні й організаційні питання управління ризиками державного боргу були визначені Положенням про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, від 16.06.2010 р. №461, згідно з яким «ризик, пов'язаний із державним боргом – це

можливість настання події (обставини) імовірного характеру, що може призвести до збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних із збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу; або зменшення можливостей фінансування державного бюджету за рахунок боргових джерел» [58].

Початковою стадією управління ризиками є їх ідентифікація (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Класифікація ризиків, пов'язаних з державним боргом [69, с. 275]

Вид ризику	Економічний зміст
Відсотковий ризик	ризик зростання плаваючих відсоткових ставок, передбачених умовами діючих зобов'язань за державним боргом.
Валютний ризик	ризик знецінення національної валюти відносно іноземних валют, у яких <u>номіновано</u> зобов'язання за державним боргом.
Ризик рефінансування	ризик зменшення ємності відповідних ринків, що унеможливує запозичення в обсягах, достатніх для рефінансування боргу за прийнятною ціною.
Кредитний ризик	ризик невиконання контрагентами зобов'язань перед державою.
Ризик ліквідності	ризик тимчасової нестачі коштів державного бюджету на виконання зобов'язань за державним боргом.
Бюджетний ризик	ризик значного недовиконання дохідної частини державного бюджету порівняно з планом, що може призвести до збільшення державних запозичень та/або невиконання боргових зобов'язань з обслуговування державного боргу.
Рейтинговий ризик	ризик зниження суверенного рейтингу.
Операційний ризик	ризик дії людського, технічного факторів і обставин непереборної сили.

Оцінка рівня цих ризиків здійснюється за допомогою таких показників:

1. Показники оцінки відсоткового ризику:

1.1. «Питома вага державного боргу з плаваючими відсотковими ставками у загальній сумі державного боргу.

1.2. Структура державного боргу з плаваючими відсотковими ставками у розрізі видів цих ставок.

1.3. Ціна одного відсотка річних плаваючої відсоткової ставки (зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні плаваючої відсоткової ставки на один відсоток річних).

1.4. Чутливість (еластичність) витрат на обслуговування державного боргу до змін у плаваючій відсотковій ставці.

1.5. Зростання середньозваженої вартості обслуговування усього державного боргу при збільшенні плаваючої ставки на один відсоток річних.

1.6. Графік залежності витрат на обслуговування усієї суми державного боргу від рівня певної плаваючої відсоткової ставки станом на певну дату» [58].

2. Показники оцінки ризику рефінансування:

2.1. Частка державного боргу, що має бути рефінансований у визначеному періоді, в загальній сумі держборгу.

2.2. Структура державного боргу в розрізі строків до погашення.

2.3. Середньозважений строк до погашення державного боргу.

2.4. Дюрація Маколея.

2.5. «Ціна одного відсотка річних відсоткової ставки за боргом, який рефінансується (зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні відсоткової ставки за боргом, який рефінансується, на один відсоток річних).

2.6. Чутливість (еластичність) витрат на обслуговування усієї суми державного боргу до зростання ставок за боргом, який рефінансується.

2.7. Зростання середньозваженої вартості обслуговування усього державного боргу при зростанні певної ставки за боргом, який рефінансується, на один відсоток річних» [58].

2.8. Графік погашення державного боргу.

3. Показники оцінки відсоткового ризику і ризику рефінансування:

3.1. Рефіксація відсотків (відношення зобов'язань з плаваючою відсотковою ставкою і зобов'язань, які мають бути рефінансовані, до загальної суми державного боргу).

3.2. Середній час до рефіксації відсотків.

#### 4. Показники оцінки валютного ризику:

4.1. «Питома вага державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу.

4.2. Структура державного боргу у розрізі іноземних валют.

4.3. Зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю:

4.4. Еластичність витрат на погашення боргу до змін у валютних курсах.

4.5. Графік залежності витрат на погашення і обслуговування усєї суми державного боргу від валютного курсу станом на певну дату» [58].

#### 5. Показник оцінки ризику ліквідності:

5.1. Відношення платежів з погашення і обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу в короткостроковому періоді до залишків на єдиному казначейському рахунку та валютних рахунках уряду.

#### 6. Показники оцінки бюджетного ризику:

6.1. «Відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту і до доходів державного бюджету, динаміка такого відношення.

6.2. Відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу у відповідному році до надходжень державного бюджету у цьому році.

6.3. Котирування дохідностей єврооблігацій України, їх спред до еталонних цінних паперів, котирування свопів кредитного дефолту за суверенними зобов'язаннями України» [58].

Важливо наголосити, що, окрім вищенаведених показників, для кредитора будь-якої держави важливою умовою прийняття рішень щодо здійснення кредитування є також суверенний рейтинг країни-боржника і рейтинг облігацій, що розміщуються нею на міжнародному фінансовому ринку. Важливим це є з тієї причини, що саме суверенні кредитні рейтинги країни дають можливість кредитору оцінити політичні та економічні ризики, властиві країні-боржнику, а рейтинги цінних паперів (як правило, це довгострокові облігації) – здатність країни-емітента своєчасно виплачувати відсотки упродовж всього терміну обігу облігації і вчасно її погасити.

Кожній країні-боржнику притаманний певний рівень ризику, кваліфікувати який допомагає оцінка рівня суверенного ризику, що проводиться відомими світовими аналітичними рейтинговими агентствами: Moody's Investors Service, Standard and Poor's Corporation, Fitch Investors Service, Duff and Phelps. При цьому для визначення суверенного ризику використовують такі базові параметри його оцінки (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Базові параметри оцінки суверенного ризику країни-емітента [69, с. 277]

Базові параметри	Критерії оцінки
Політичні ризики	форма правління і політичні інститути
	Здатність досягнення консенсусу в економічній політиці
	рівень інтеграції у глобальну торгівлю і фінансову систему
	Зовнішня і внутрішня безпека
Економічна структура і доходи	рівень «ринковості» економіки
	рівень забезпеченості природними ресурсами
	податкова система і її здатність до змін
	рівень інфляції
	валютно-курсова політика
	рівень зростання грошової маси і доступність кредитів
Платіжний баланс	рівень життя, доходів і розподілу благ
	структура поточного рахунку
	склад капітальних вкладень
Стан зовнішнього боргу і міжнародної ліквідності	залежність рахунків зовнішньоекономічної діяльності від фіскальної і грошової політики
	обсяг зовнішнього боргу
	валютний склад і структура боргу
	строкова структура і тягар обслуговування зовнішнього боргу
	рівень і склад міжнародної ліквідності

Необхідно акцентувати, що кожне агентство має власну розроблену систему визначення кредитного рейтингу, однак загалом результати оцінки у них, як правило, співпадають. Відтак на міжнародному фінансовому ринку оцінка вищенаведених рейтингових агентств використовується суверенними і корпоративними інвесторами як орієнтир для прийняття стратегічних рішень

у сфері кредитування тих чи інших країн, адже вона враховує кредитний ризик не лише країни-емітента, але й ризики відповідних фінансових інструментів (зокрема, рівень ризиків за довгостроковими облігаціями, умовні позначення яких наведені в таблиці 2.9).

Таблиця 2.9

## Міжнародні рейтинги довгострокових облігацій [44]

MOODY'S		S&P Global		FitchRatings		Опис рейтингу
Long-Term	Short-Term	Long-Term	Short-Term	Long-Term	Short-Term	
Aaa		AAA		AAA		Вищий
Aa1		AA+		AA+		Високий
Aa2	P-1	AA	A-1+	AA	F1+	
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+		A+		Вище середнього
A2		A	A1	A	F1	
A3		A-		A-		
Baa1	P-2	BBB+	A2	BBB+	F2	Нижче середнього
Baa2		BBB		BBB		
Baa3	P-3	BBB-	A-3	BBB-	F-3	
Ba1		BB+		BB+		Спекулятивний
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+	B	B+	B	Високо спекулятивний
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Not Prime	CCC+		CCC+		Клас істотного ризику
Caa2		CCC		CCC		Екстремально спекулятивний
Caa3		CCC-	C	CCC-	C	Клас дефолту з малою вірогідністю зростання
Ca		CC		CC		Дефолт
C		C		C		
/		D	/	D	/	
/						

Як зазначалося, саме рейтинги цих агентств активно використовуються при прийнятті рішень державними та інвестиційними фондами, страховими компаніями і банками, малими та великими інвесторами. Однак з настанням світової фінансово-економічної кризи 2007-2009 рр. серед міжнародних експертів часто не зовсім позитивно згадувалася діяльність цих агентств, які у той час почали дещо втрачати свій авторитет. Проте незважаючи на деякі проблеми суб'єктивно-політичного характеру, основні параметри, які

впливають на кредитоспроможність країн, вищенаведені рейтинги все-таки враховують, і це має важливе значення для потенційних кредиторів.

Кредитний рейтинг України за оцінками найвпливовіших світових рейтингових агентств станом на 27 травня 2022 року подано у табл. 2.10 та Додатку Б.

Таблиця 2.10

Кредитний рейтинг України за оцінками найвпливовіших рейтингових агентств станом на 27 травня 2022 року [44]

Рейтингове агентство	Поточний рейтинг	Прогноз	Дата присвоєння рейтингу
"Fitch Ratings" (Fitch)	CCC/C	-	25 лютого 2022 р.
"Standard & Poor's" (S&P)	CCC+/C	Негативний	27 травня 2022 р.
"Moody's Investors Service" (Moody's)	Сaa3	Негативний	20 травня 2022 р.
Rating and Investment Information, Inc.* (R&I)	B-	Перегляд з можливим зниженням	28 лютого 2022 р.

\* кредитний рейтинг емітента

Відтак можемо стверджувати, що наявність кредитного рейтингу країни є важливою умовою для успішного ведення переговорів з кредиторами щодо потенційного залучення коштів.

Слід акцентувати, що упродовж 2017-2021 років Україна суттєво зменшила своє боргове навантаження. Якщо у 2016 році співвідношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП склало 81%, то у 2021 році – лише близько 50%. Причому перед початком пандемії COVID-19 рівень державного боргу України був навіть дещо нижчим, ніж у низці європейських країн, та повністю відповідав одному із Маастрихтських критеріїв (відношення державного боргу до ВВП не повинно перевищувати 60%).



Проте варто наголосити, що у 2020 році вітчизняна боргова стратегія значно змінилася, позаяк через карантинні обмеження і так зване «стиснення» зовнішнього попиту економічне падіння в Україні становило близько 6%, а дефіцит державного бюджету сягнув 7,5% ВВП. То ж, з урахуванням коливань валютного курсу, це призвело до певного зростання співвідношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП.

Відтак переконані, що з метою оцінювання боргового навантаження в державі до уваги слід брати не лише співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП, але й те, наскільки стрімко воно може зростати у випадку появи нових ризиків та викликів.

Тож проаналізуємо основні ризики та потенційні загрози для реалізації ефективної боргової стратегії України, зважаючи на сучасну складну фінансово-економічну та військово-політичну ситуацію в Україні.

Насамперед у контексті нашого дослідження варто акцентувати увагу на ризику стрімкого зростання дефіциту державного бюджету України, спровокованого як поширенням коронавірусної інфекції в Україні та світі, так і військовою агресією РФ проти України. При цьому зазначимо, що «хоча дефіцит Державного бюджету України у 2021 році й зменшено порівняно із запланованим показником попереднього року як в абсолютному вимірі, так й у співвідношенні до ВВП, проте такий розмір дефіциту є складним для фінансування. Зокрема, уряд планує цього року залучити на внутрішньому ринку шляхом випуску державних облігацій (ОВДП) майже 500 млрд. гривень, що значно перевищує обсяги попередніх років» [46]. До того ж, варто пам'ятати і про те, що залучення такого величезного обсягу позикових коштів потребуватиме збільшення їхньої дохідності для потенційних інвесторів, а фінансування дефіциту бюджету на внутрішньому ринку зазвичай призводить до так званого «ефекту витіснення інвестицій», що у подальшому стримуватиме економічне зростання в державі. Принагідно зазначимо, що низка країн світу з метою для мінімізації фінансових (у тому числі й боргових) ризиків уже розпочала поступове унормування обсягів

бюджетних дефіцитів у відповідності із наявними фіскальними правилами (дефіцит бюджету не повинен перевищувати 3% ВВП). Відтак сучасна фіскальна політика України поступово має ставати контрциклічною, тобто підтримувати економіку держави у складні часи і стримувати її від так званого «перегріву» у періоди економічного зростання.

Надзвичайно важливим ризиком реалізації успішної боргової стратегії України вважаємо слабку підготовленість до ймовірних зупинок рефінансування, що саме і сталося у 2015 році, коли український уряд був вимушений вдатися до реструктуризації (у той час Україна продовжувала сплачувати відсотки за боргом, проте не мала змоги рефінансувати поточні зобов'язання із повернення основної суми боргу). Тож у випадку несприятливої зміни настроїв міжнародних кредиторів (що може зменшити або ж взагалі зупинити придбання ними нових суверенних боргових паперів) вітчизняний уряд повинен зберігати можливість обслуговувати й повертати попередні борги хоча б у більш-менш тривалому часовому періоді (мінімум 1–2 роки). Відтак з-поміж найважливіших інструментів зменшення ризику рефінансування виокремимо: дотримання рівномірного графіку виплат боргу (скажімо, за рахунок емісії довгострокових боргових інструментів й операцій із викупу чи обміну існуючого боргу) та продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом й іншими міжнародними фінансовими організаціями та урядами інших держав, що дасть змогу й надалі отримувати доступ до довгострокового пільгового кредитування. Принагідно зазначимо, що із перелічених вище інструментів для України в короткостроковій перспективі найбільш реальною є поки що лише співпраця з міжнародними фінансовими організаціями, позаяк формування запасу фінансової міцності бюджету й вирівнювання графіку виплат вимагають більш тривалого часу.

Актуальним ризиком у вітчизняній борговій сфері продовжує залишатися велика питома вага державного боргу в іноземній валюті, яка, починаючи з 1993 року, не опускалася нижче 59%. Саме через суттєвий валютний ризик головним фактором максимізації співвідношення

державного боргу до ВВП у 2014–2015 роках була девальвація національної грошової одиниці (аналогічно ревальвація гривні стала основною причиною зменшення рівня державного боргу у 2019 році). І саме частка гривневого боргу, яка у 2019 році збільшилася на 7,5 в.п., призвела до зменшення питомої ваги державного боргу в іноземній валюті на рівні 63,3%. У зазначеному контексті слід акцентувати, що Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року [65] передбачає поступове збільшення частки державного боргу в національній валюті до рівня 50%. Проте за оцінками фахівців МВФ, з метою «більш суттєвого зниження валютних ризиків питома вага боргу в іноземній валюті має бути нижчою 20%» [46]. Безумовно, «досягнути цього вдасться лише тоді, коли внутрішній ринок капіталу буде достатньо розвиненим та глибоким, щоб задовольнити потреби держави у фінансових ресурсах. Тому суттєва дедоларизація держборгу України – довгострокова ціль» [46]. Однак варто наголосити, що «повністю відмовлятися від валютних залучень не варто, оскільки це позбавляє країну можливості диверсифікувати джерела фінансування, отримати ресурси в необхідному обсязі та за прийнятною ціною, а також мати сформовану криву дохідності на свій борг в іноземній валюті» [46].

В Україні доволі високим продовжує залишатися і ризик виникнення додаткових (умовних) зобов'язань, позаяк у прийнятому Верховною Радою України Законі «Про Державний бюджет на 2021 рік» «граничний обсяг надання державних гарантій встановлено на рівні 88,7 млрд грн. Це більше ніж утричі перевищує ліміт, передбачений Бюджетним кодексом й може призвести до суттєвих витрат за такими зобов'язаннями в наступних бюджетних періодах» [46]. Відтак з метою мінімізації ризику виникнення додаткових (умовних) зобов'язань слід максимально зменшити обсяги надання різного роду гарантій з боку держави, а надаючи таку підтримку доцільно винести в пріоритет програми, що не є фінансово громіздкими, проте більш необхідні широким верствам населення (це можуть бути, приміром, проекти щодо підтримки малого і середнього бізнесу в Україні).

Надзвичайно актуальним в Україні продовжує залишатися і ризик доволі низьких темпів відновлення і розвитку національної економіки, що пов'язане, насамперед із коронавірусною кризою та початком бойових дій в країні. Безумовно, саме стрімке зростання вітчизняної економіки слугує тим базовим елементом, що у перспективі може мінімізувати боргове навантаження в державі. Так, в Україні у 2016–2019 роках незначне, але все ж таки економічне зростання позитивно впливало на зменшення частки державного боргу. Проте зменшення рівня реального ВВП у 2020 році стало другим важливим за значенням фактором зростання частки державного боргу в Україні (звичайно ж, після впливу різких валютних курсових коливань). Відтак переконані, що за відсутності суттєвих макроекономічних шоків та успішного завершення військових дій і поступової відбудови економіки України співвідношення державного й гарантованого державою боргу до валового внутрішнього продукту поступово нормалізується.

Таким чином, управління ризиками державних боргових зобов'язань є комплексною системою, яка враховує численні показники й індикатори ризиковості крани та її боргових інструментів, а відтак потребує подальшого удосконалення з урахуванням кращих світових практик у цій сфері.

### **2.3. Оцінка ринкових і неринкових методів врегулювання державної заборгованості**

Загальновідомо, що накопичення державою значного рівня заборгованості може призвести до боргової кризи, яка проявляється в неспроможності країни-боржника обслуговувати внутрішню і зовнішню заборгованість в повному обсязі, у тому числі здійснювати виплати із обслуговування усієї накопиченої суми боргу відповідно до першопочаткових угод. Результатом боргової кризи може бути «дефолт – відмова держави від виконання своїх боргових зобов'язань» [67, с. 123].

Дефолти поступово стають невід'ємною частиною сучасної системи світогосподарських зв'язків, що спонукає світову спільноту до пошуку можливих шляхів розв'язання цієї проблеми. Низка пропозицій, наданих ученими (скажімо, «ініціатива Бейкера»), передбачали продовження фінансування боргу без будь-якого прощення або зміни існуючих умов кредиту. Розробники інших варіантів (наприклад, «план Брейді») виходили з необхідності прощення більшої частини боргів з тим, щоб поновити умови для нормального функціонування економіки країни-позичальника і, тим самим, збільшити вірогідність повернення частини кредитних коштів, що залишились. Саме між цими крайніми полюсами і знаходяться різноманітні рекомендації, що передбачають корегування відносин між позичальником і кредитором за допомогою численних методів і механізмів.

У сучасних умовах з метою ефективного управління державним боргом та зменшення ризику невиконання боргових зобов'язань використовують підсистему врегулювання державного боргу, яка представлена ринковими і неринковими методами врегулювання державної заборгованості (рис. 2.5).

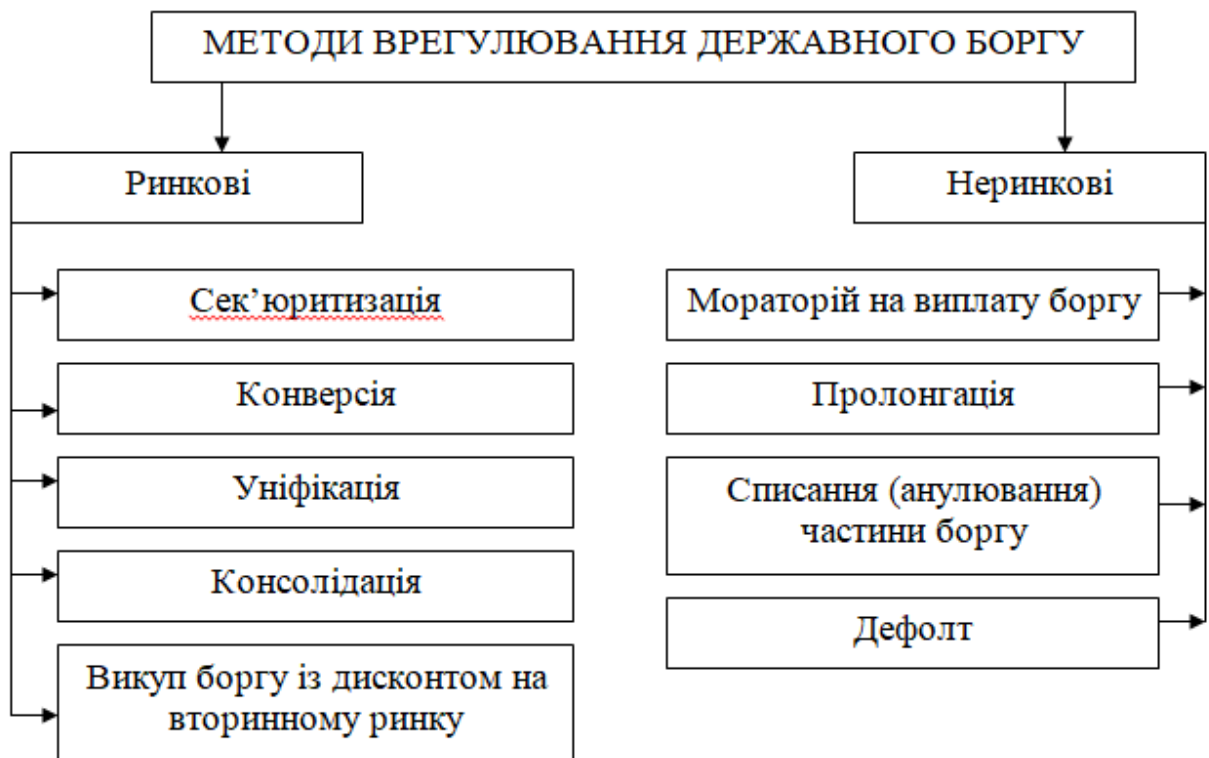


Рис. 2.5. Методи врегулювання державної заборгованості [69, с. 278]

Світовою практикою напрацьовані різноманітні методи врегулювання державної заборгованості, які умовно можна поділити на ринкові і неринкові.

До ринкових методів відносять, зокрема, операції з цінними паперами: сек'юритизацію, конверсію, уніфікацію, консолідацію, викуп боргу із дисконтом на вторинному ринку. Охарактеризуємо їх детальніше.

Сек'юритизація – це є обмін несек'юритизованого боргу на облігації країни-боржника (фактично переоформлення боргу в знову випущені облігації). Цей метод передбачає випуск країною-боржником нових облігацій з метою подальшого продажу (коли виручка від їх реалізації спрямовується на викуп боргу) або обміну на старий борг (коли нові цінні папери безпосередньо обмінюються на старі зобов'язання).

Первинним способом сек'юритизації вважають проведення угод за так званим «планом Брейді» (за прізвиськом міністра фінансів США, що вперше виступив з такою ініціативою у 1989 році), згідно з яким відбувається переоформлення заборгованості на «облігації Брейді» - ліквідні цінні папери з терміном погашення 30 років, які мають забезпечення у вигляді без ризикових активів (в основному казначейських зобов'язань США).

Першою обмін простроченої заборгованості на «облігації Брейді» здійснила Мексика у 1990 році, згодом – країни Латинської Америки (Аргентина, Бразилія, Коста Ріка, Еквадор, Перу, Панама), Східної Європи (Болгарія, Польща), Африки (Нігерія, Мароко, Кот Дівуар), Південно-Східної Азії (Філіпіни, В'єтнам). Світовий річний обсяг торгівлі Брейді-облігаціями досяг свого максимуму у 1997 році (2,4 трлн. дол. США), після чого постійно скорочувався за рахунок викупу заборгованості та її обміну на незабезпечені глобальні облігації та єврооблігації.

Сек'юритизація реалізується на добровільних засадах і має сенс у випадку, якщо нові папери торгуються з меншим дисконтом (тобто, продаж нових цінних паперів здійснюється за ціною, що перевищує курс існуючих зобов'язань), що призводить до скорочення загального обсягу заборгованості. Останнім часом поширеною є сек'юритизація банківських

боргів (фактично обмін зобов'язань перед банками-кредиторами на облігації).

Конверсія/обмін боргу передбачає:

1) безпосередній обмін (чи своп) боргів на акції підприємств, які перебувають у державній власності або ж обмін боргових зобов'язань на акції в рамках державної програми приватизації. Загалом використання приватизаційних програм є досить поширеною практикою в процесі обслуговування державного боргу (хоча для деяких країн Центральної та Східної Європи необхідність термінового погашення зовнішньої заборгованості інколи призводила до не вигідного продажу державних підприємств). Найбільші приватизаційні емісії державних облігацій здійснили Угорщина, Словаччина, Єгипет, Італія, Пакистан, Індія, Іспанія;

2) опосередкований обмін боргів на національну валюту, яку в результаті можна інвестувати в загальнодержавні проекти чи акції національних компаній (тобто, інвестор викуповує боргові зобов'язання країни і продає їх центральному банку за національну валюту, яка потім використовується для придбання державних активів чи інвестування у приватні активи);

3) обмін боргових зобов'язань на екологічні програми як варіант зменшення боргового тягаря країни за рахунок здійснення нею екологічних послуг світовому співтовариству (подібні домовленості є у США та Бразилії і стосуються збереження бразильських лісів) та програми технічної і гуманітарної допомоги, які реалізуються шляхом викупу потенційним кредитором зовнішніх зобов'язань країни на вторинному ринку за погодженою ціною у національній валюті, а отримані кошти потім спрямовуються на фінансування програми розвитку, схваленої урядом-позичальником;

4) погашення боргів товарними поставками тощо.

Конверсія боргу у акціонерний капітал була вагомим інструментом пришвидшення приватизаційних процесів у Аргентині, Мексиці, Філіпінах,

Чилі, Бразилії, Колумбії. Для позичальників реалізація такої конверсійної схеми має ряд переваг, зокрема: зменшується зовнішній борг країни, скорочуються обсяги субсидування державних підприємств, в перспективі стає можливим зростання бази оподаткування, відбувається стимулювання експорту, заміна імпорту вітчизняним виробництвом, створюється додатковий канал залучення в країну іноземних інвестицій. Для кредитора реалізація цієї схеми створює можливість збільшення інвестицій у галузі раніше закриті чи важкодоступні для іноземного капіталу та отримання низки пільг, у тому числі податкових, для іноземного інвестора.

Уніфікація боргу – скорочення кількості випущених позик шляхом об'єднання кількох державних позик попередніх років і обміну їх на одну знову випущену позику.

Консолідація боргу – зміна початкових умов державної позики. Найчастіше це зміна часу її чинності (тривалості) (йдеться про перетворення короткострокових державних позик у довгострокові) та величини позикового процента.

Викуп боргу із дисконтом на вторинному ринку – це є зменшення обсягу державного боргу через викуп власних боргів зі знижкою на вторинному ринку. Через наявність дисконту дана стратегія подібна до часткового списання боргу. Для викупу можуть використовуватися як офіційні золотовалютні резерви країни, так і кредити міжнародних фінансових організацій.

Проведення операцій дострокового викупу є можливим у випадках:

- за спеціальними програмами, підтримуваними офіційними кредиторами – «планом Брейді» (у 2000 році Аргентина, Бразилія, Еквадор, Йорданія, Мексика і Польща виплатили понад 20 млрд. дол. заборгованості, оформленої Брейді-облігаціями, шляхом дострокового викупу і через дисконтовані свої на незабезпечені облігації) і Програмою зниження боргу за рахунок коштів Міжнародної асоціації розвитку (механізмами цієї



Програми скористалися Албанія, Болівія, Ефіопія, Гвінея, Гана, Мозамбік, Нікарагуа, Уганда, Замбія, Танзанія, Камерун);

- за наявності в умовах випуску боргових цінних паперів положення, що надає право позичальнику проводити їх дострокове погашення;
- при досягненні угод з кредиторами щодо здійснення дострокового викупу за рахунок коштів позичальника і кредитів міжнародних організацій.

Якщо країна-позичальник не погоджує свої дії щодо дострокового викупу із кредиторами, то їй загрожує ізоляція від світового ринку капіталів.

Кредитори отримують вигоду при достроковому викупі боргу позичальником лише у тому випадку, коли покращення фінансового стану позичальника завдяки проведенню такого викупу дозволяє йому збільшити загальну суму боргових виплат на користь кредиторів. Міжнародні фінансові організації погоджуються на фінансування операцій дострокового викупу за рахунок власних ресурсів тоді, коли очікується, що дефолт буде мати суттєві негативні наслідки для всієї світової фінансової системи.

До неринкових методів врегулювання державної заборгованості прийнято відносити: мораторій на виплату боргу (тобто тимчасове призупинення платежів); пролонгацію боргу; списання або анулювання частини державного боргу; оголошення дефолту (відмову від обслуговування заборгованості).

Тимчасовий мораторій на виплату процентів або ж певної частини основного боргу є відстроченням виплати внутрішніх чи зовнішніх боргових зобов'язань, яке фіксується відповідними актами державної влади на вказаний термін або ж до завершення певних надзвичайних подій.

Пролонгація боргу є формою добровільної згоди кредиторів на відтермінування виплат за зобов'язаннями боржника, що дозволяє перетворити коротко- і середньострокові зобов'язання у довготермінові, від термінувавши час сплати основної частини боргу. Однак такий метод передбачає підвищені відсотки і, відповідно, зниження кредитоспроможності позичальника з усіма можливими негативними наслідками.

Списання/анулювання частини боргу та дефолт – передбачає відмову уряду від погашення своїх боргів, причому відмова від виплат за внутрішніми зобов'язаннями в національній валюті трапляється набагато рідше (2% від загального обсягу національних запозичень), ніж дефолт по зобов'язаннях, номінованих в іноземній валюті (аналогічний показник для міжнародних облігацій становить 25%). В стані дефолту у світі перебуває в середньому 10-15% країн-позичальників. Анулювання боргів може бути спровоковане як фінансовою неспроможністю держави та її банкрутством, так і політичними причинами. Найчастіше такий механізм застосовується Паризьким клубом офіційних кредиторів до найменш розвинених країн, неспроможних виконати власні зобов'язання навіть у віддаленій перспективі. Прикладом є угода між Росією та Афганістаном про списання заборгованості на суму 10 млрд. дол. У 1992 році було списано 50% зовнішнього боргу Єгипту і Польщі. Повне або часткове списання боргів застосовувалося до Болгарії, Сербії та Чорногорії. Дефолти по облігаціях, номінованих в іноземній валюті, оголосили свого часу Зімбабве, Панама, Болівія.

Цей варіант передбачає досить жорсткі умови відбору претендентів на списання боргів. Існує кілька критеріїв для зазначеної процедури. Так, наприклад, відповідно до неаполітанських угод промислово розвинених країн, країна-кандидат на списання має відповідати одній з двох умов: коли ВВП на душу населення не перевищує 500 дол. США на рік, або відношення вартості боргу до щорічного обсягу експорту перевищує 350%. Крім того, упродовж трьох років програма економічного розвитку таких країн має бути погоджена з МВФ і Паризьким клубом офіційних кредиторів.

У світовій практиці зовнішню заборгованість прийнято врегульовувати шляхом реструктуризації боргу, тобто через укладання угоди між кредитором і позичальником, що має труднощі із виконанням власних фінансових зобов'язань, про нову схему їх погашення і зниження боргового тягаря. Головною метою реструктуризації є зменшення пікового

навантаження виплат із обслуговування й погашення державного боргу, що припадають на відповідний період.

Реструктуризація зовнішнього державного боргу здійснюється в рамках Паризького клубу офіційних кредиторів (зокрема реструктуризація міжурядових позик та позик, гарантованих урядом) і Лондонського клубу приватних кредиторів (зокрема реструктуризація боргу перед банками за синдикованими кредитами і заборгованості перед юридичними і фізичними особами за випущеними урядовими єврооблігаціями). При цьому зазначимо, що борг перед МВФ і Світовим банком реструктуризації не підлягає.

Світовою практикою напрацьовані загальні правила реструктуризації заборгованості, що передбачають реалізацію таких основних етапів:

1) країна-боржник зобов'язана прийняти узгоджену з МВФ і Світовим банком програму стабілізації економіки і структурних перетворень, яка передбачає заходи з впорядкування економічної ситуації в країні-боржнику;

2) країна-боржник має отримати згоду Паризького клубу офіційних кредиторів на реструктуризацію боргових платежів на пільгових умовах;

3) проводяться двосторонні переговори країни-боржника з країнами, які не входять в Паризький клуб кредиторів, а також з приватними кредиторами про надання їй аналогічних умов реструктуризації боргу;

4) проводиться часткове списання на двохсторонній основі боргів у рамках офіційної допомоги розвитку;

5) надаються нові пільгові кредити країні-боржнику.

Принагідно відмітимо, що у своїй новітній історії Україна також проводила реструктуризацію боргів. Її було здійснено у 2000 році перед Лондонським клубом приватних кредиторів на суму 2,6 млрд. євро та у 2001 році перед Паризьким клубом офіційних кредиторів – на суму 580 млн. дол. США. З допомогою сек'юритизації боргу було досягнуто зручнішої структури заборгованості. Ця реструктуризація засвідчила дієвість інструментарію боргової політики держави. Однак при цьому не було враховано міжнародний досвід реструктуризації комерційного боргу, не

бралися до уваги методи і механізми реструктуризації, напрацьовані світовою практикою. Зокрема, уряд не вимагав від кредиторів застосування певних пільг (наприклад, не розглядалися можливості викупу боргових зобов'язань України на вторинному ринку, секюритизації боргу з дисконтом, обміну боргу на корпоративні цінні папери тощо).

Таким чином, можемо стверджувати, що однозначного способу розв'язання проблеми заборгованості не існує. Адже кожна програма реструктуризації вимагає проведення чітких розрахунків щодо конкретного випадку. Причому ґрунтовний аналіз ймовірних варіантів повинен враховувати не тільки суто економічні, але й суспільно-політичні та інші наслідки конкретних дій стосовно суверенного боргу.

## **Висновки до розділу 2**

Спроможність країни у повному обсязі обслуговувати та своєчасно погашати державний борг є одним із показників фінансової безпеки країни, що закріплює за державою імідж надійного позичальника та відкриває перед нею можливості до нових позик на більш вигідних умовах. На жаль, в сучасних умовах державний борг України продовжує залишатися важким тягарем для національної економіки, а його структура є нераціональною та потребує подальшої оптимізації.

Стрімке нарощування державної заборгованості у перспективі спричиняє зростання видатків з обслуговування та погашення боргу, що закладає великі ризики стосовно його своєчасного та повного виконання.

Накопичення державою значного рівня заборгованості може призвести до боргової кризи. Світовою практикою напрацьовані численні (ринкові та неринкові) методи врегулювання державної заборгованості.

## РОЗДІЛ 3

### СТРАТЕГІЧНІ ВЕКТОРИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ У КОНТЕКСТІ ФОРМУВАННЯ ЕФЕКТИВНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ

#### 3.1. Світовий досвід державних запозичень та співпраця України з міжнародними фінансовими організаціями: проблеми і перспективи

На сучасному етапі розвитку світогосподарських зв'язків економіка більшості країн світу характеризується великими обсягами державного боргу. Уряди розвинених країн та країн, що розвиваються, залучають грошові ресурси з фінансових ринків через державні запозичення, що є ефективним безінфляційним інструментом фінансування бюджетних витрат і методом покриття бюджетних дефіцитів. Відтак великі розміри і стрімке зростання державного боргу у більшості країн світу актуалізує питання вироблення новітніх підходів до управління державною заборгованістю з урахуванням її впливу на економічні процеси.

А обсяги сучасного сукупного світового боргу і справді вражають. Так, фахівці стверджують, що «у другому кварталі 2021 року сукупний світовий борг зріс до нового рекордно високого рівня у майже \$300 трлн» [60] (рис. 3.1).

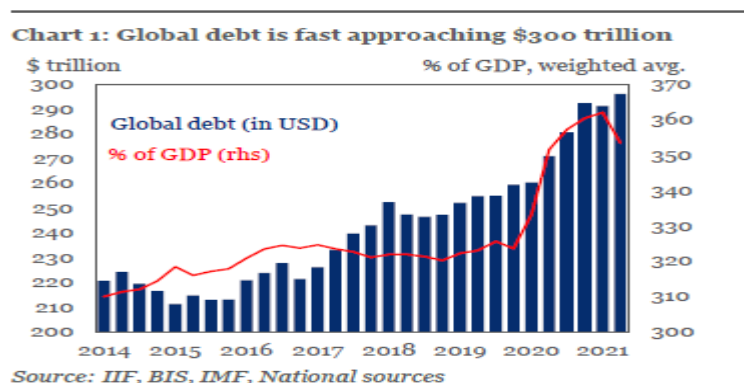


Рис. 3.1. Динаміка сукупного світового боргу у 2014-2021 роках [60]

Варто наголосити, що «загальний рівень глобального боргу, який включає в себе державні, борги домогосподарств, корпорацій та банків, зріс на \$4,8 трлн до \$296 трлн наприкінці червня після незначного зниження у першому кварталі. Таким чином світовий борг перевищив допандемічний рівень на \$36 трлн» [60].

Причому експерти зазначають, що «зростання рівня боргу було найвищим серед країн з ринками, що розвиваються. У другому кварталі їхній сукупний борг зріс на майже \$3,5 трлн до \$92 трлн. Водночас частка боргу до світового ВВП скоротилася вперше від початку коронакризи – з 362% у першому кварталі до 353% у другому. Після невеликого зниження в першому кварталі борг розвинених країн – особливо зони євро – знову виріс у другому кварталі. У США накопичення боргу в розмірі близько \$490 млрд було найповільнішим з початку пандемії, хоча борг домогосподарств зростав рекордними темпами. За даними ІФ, лише 5 країн мають співвідношення боргу до ВВП на допандемічних рівнях – це Мексика, Аргентина, Данія, Ірландія та Ліван» [60].

Слід акцентувати, що безумовним лідером серед країн «Великої двадцятки» в контексті відношення державного боргу до ВВП є Японія, борг якої сягнув 250% її ВВП (табл. 3.1), причому «останніми роками країна змушена скеровувати на обслуговування і виплату своєї заборгованості майже половину обсягу її державного бюджету» [55].

Приблизно у півтора рази більше, ніж виробляє за рік, заборгувала Італія. Також перевищують національні ВВП заборгованості Великобританії, Іспанії, Франції й інших європейських країн (табл. 3.1). Однак зустрічаються і приємні винятки: скажімо, «практично без боргів нині живуть естонці, адже заборгованість цієї європейської країни не перевищує 8-9% ВВП» [70].

При цьому варто наголосити, що окремі країни, які мають велику власну заборгованість, активно скуповують борги інших держав – зокрема, таких як Сполучені Штати Америки. Так, «упродовж останнього десятиліття навіть триває таке собі неофіційне змагання за володіння найбільшим

портфелем американських боргових зобов'язань між Японією і Китаєм. Нещодавно вперед знову вийшла Японія – США винні Токіо 1,2 трильйона доларів США. Китайська частка – 1,11 трильйона доларів. Ірландія сконцентрувала понад 302 мільярди доларів американських боргів, Бразилія – майже 270 мільярдів, Кайманові острови – 254 мільярди, Швейцарія – понад 244 мільярди доларів» [55].

Таблиця 3.1

Обсяги заборгованості країн «Великої двадцятки» у 2020 р. [9]

World	Europe	America	Asia	Africa	Australia	G20		
		Last	Previous	Highest	Lowest			
Japan	250.40	Dec/16	248	250	50.6	%	Yearly	
Italy	132.60	Dec/16	132	133	90.5	%	Yearly	
United States	106.10	Dec/16	101	119	31.7	%	Yearly	
Spain	99.40	Dec/16	99.8	100	16.6	%	Yearly	
France	96.00	Dec/16	95.6	96	20.7	%	Yearly	
Canada	92.30	Dec/16	91.6	101	45.3	%	Yearly	
United Kingdom	89.30	Dec/16	89	89.3	31.3	%	Yearly	
Euro Area	89.20	Dec/16	90.3	92	65	%	Yearly	
India	69.50	Dec/16	69.6	84.2	66	%	Yearly	
Brazil	69.49	Dec/16	65.45	69.49	51.27	%	Yearly	
Germany	68.30	Dec/16	71.2	81	54.7	%	Yearly	
Netherlands	62.30	Dec/16	65.2	73.6	42.7	%	Yearly	
Mexico	47.90	Dec/16	43.2	47.9	17.1	%	Yearly	
China	46.20	Dec/16	42.6	46.2	20.4	%	Yearly	
Australia	41.10	Dec/16	37.6	41.1	9.7	%	Yearly	
South Korea	38.60	Dec/16	37.8	38.6	8.24	%	Yearly	
Switzerland	32.60	Dec/16	33.4	51.6	25.1	%	Yearly	
Turkey	28.30	Dec/16	27.5	76.1	27.5	%	Yearly	
Indonesia	27.90	Dec/16	26.9	87.43	22.96	%	Yearly	
Russia	17.00	Dec/16	15.9	92.1	7.4	%	Yearly	

У рейтингу найбільших боржників серед європейських країн лідируючі позиції посідають Греція, Італія та Португалія (рис. 3.2).

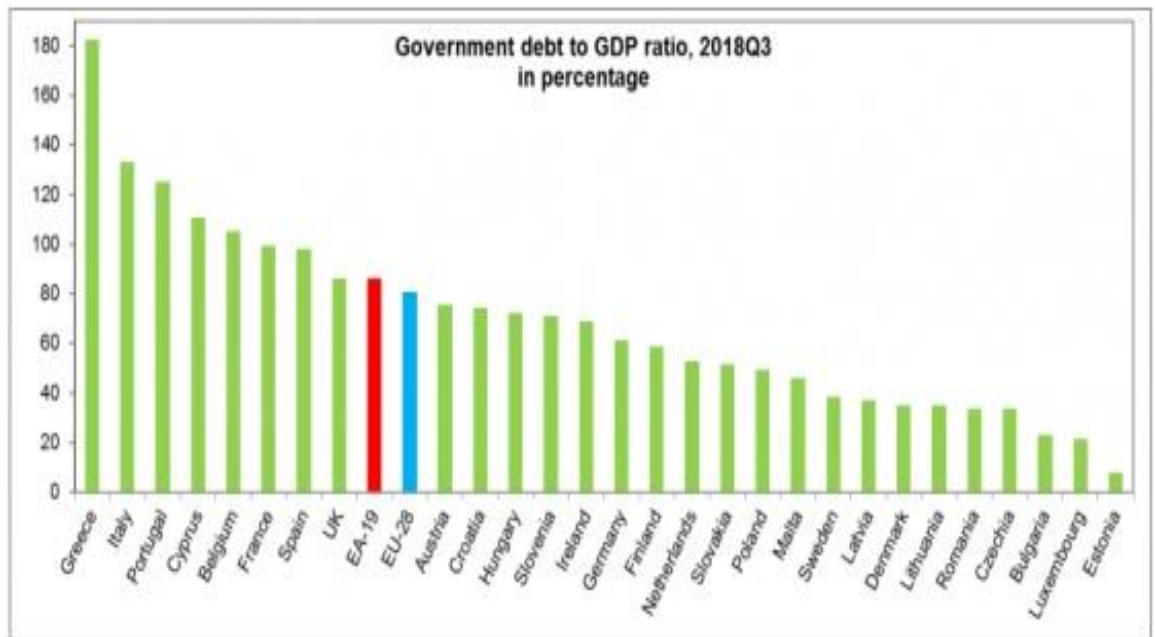


Рис. 3.2. Рейтинг європейських країн з найбільшим боргом [70]

Водночас найкращі результати стосовно державної заборгованості серед країн Європи демонструють: Естонія (її державний борг становить лише 8% від ВВП; Люксембург (21,7%) і Болгарія (23,1%) [70].

У контексті нашого дослідження слід наголосити, що можливість вдаватися до фінансових запозичень убезпечує окремих держав від проблем, пов'язаних із оголошенням дефолту, гіперінфляційними чи девальваційними процесами. Нерідко брати у борг країни змушені для того, щоб виконати зобов'язання (скажімо, соціальні) перед громадянами чи розрахуватися із попередніми боргами. Причому, як уже зазначалося, вдаються до запозичень не лише популістські уряди чи диктаторські режими, але й цілком демократичні й успішні країни. Причина, на нашу думку, полягає насамперед у бажанні цих країн бути світовими лідерами щодо збереження соціальних стандартів, а також відносно дешевих позиках, які уряди розвинених країн можуть брати на світових фінансових ринках (на відміну, скажімо, від країн, що розвиваються, позики для яких, зважаючи на високий рівень ризику неповернення коштів, є досить дорогими).

Відтак, на противагу провідним країнам, країни, що розвиваються, можуть брати довгострокові позики (під відносно привабливі відсотки) лише



у міжнародних фінансових інституцій, насамперед у Міжнародного валютного фонду. Причому для цих країн така співпраця є досить обтяжливою, адже Фонд, заздальгідь дбаючи про повернення коштів, ставить перед позичальниками низку додаткових вимог з метою перестраховування. Яскравим прикладом такої країни є, безумовно, Україна, оскільки, як свідчать понад два десятки років досвіду співпраці України з МВФ, чим у скрутнішій ситуації знаходиться наша держава та чим більше фінансових проблем вона має, тим жорсткішими стають вимоги МВФ і тим складнішими є переговори щодо підписання довгострокових програм і отримання кредитних траншів. Щоправда, окремі вимоги є вигідними безпосередньо і самій країні-позичальниці (скажімо, стосовно реформування окремих галузей чи системи державного управління загалом, створення сприятливих умов для залучення інвестицій тощо). Однак є і такі, з якими частині суспільства погодитися досить складно (скажімо, «тарифні» питання).

Проте більшість науковців та практиків вважають, що Україні поступово слід навчитися обходитися без кредитної «допомоги» МВФ. Однак – це питання все ж тривалого часу, оскільки фінансові умови, котрі пропонує позичальникам цей Фонд, одні із найвигідніших у плані доступності. До того ж, співпраця із Фондом є позитивним сигналом для потенційних інвесторів. Так, без співпраці з МВФ для України доступні позики лише під 10-12% річних (які, окрім того, потрібно досить швидко повертати (протягом двох-трьох років)). А за умови активної підтримки з боку МВФ – позики надаються під 7-9% річних і менше, а терміни запозичень є значно більшими (до слова, у Державному бюджеті на 2020 рік було передбачено, що середньозважена ставка зовнішніх запозичень для України не перевищуватиме 8%, а внутрішніх позик – 14,6%, що є надзвичайно позитивним, оскільки у 2018 і 2019 рр. Міністерство фінансів, зокрема через високу облікову ставку НБУ, емітувало облігації внутрішньої державної позики під 17-19% річних, завдяки чому українські державні цінні папери користувалися неабияким попитом – обсяг вкладень нерезидентів

(іноземних громадян та фірм) в українські ОВДП досяг 100 млрд. грн., що, у свою чергу, вплинуло на рекордне зміцнення національної валюти у цей період). При цьому слід пам'ятати і про серйозні ризики такої ситуації. Адже, якщо, наприклад, рівень довіри до вітчизняних цінних паперів із різних причин (умови їх розміщення, скажімо, перестануть бути доволі привабливими або ж виникнуть певні форс-мажорні обставини, пов'язані, приміром, із активізацією російської агресії) знизиться, то ймовірною є ситуація, за якої нерезиденти почнуть масово виводити гроші за кордон. Відтак попит на валюту може стрімко зрости, загрожуючи новим витком девальвації та проблемами для вітчизняної платіжної системи зокрема й національної економіки загалом.

Відтак вищенаведені аргументи мають спонукати вітчизняних високопосадовців до роботи над формуванням зваженої боргової стратегії України на найближчу перспективу.

### **3.2. Основні напрями оптимізації управління державним боргом в умовах складної економічної і військово-політичної ситуації в Україні**

В сучасних умовах повномасштабної війни, спровокованої збройною агресією РФ проти України, значно актуалізувалися не лише питання наповнення державної казни (адже доходи економічних суб'єктів стрімко скоротилися, а видатки бюджетів, насамперед військового спрямування, різко збільшилися), але й пов'язані з цим проблеми поповнення фінансових ресурсів держави за рахунок чергових нових запозичень.

Проте заради справедливості слід акцентувати, що не усі кошти, які Україна отримує від іноземних партнерів, ідуть на фінансову підтримку держави, позаяк певну частину з них «уряд спрямовує на виплату

комерційних кредитів, забезпечуючи прибутки міжнародним фінансовим корпораціям» [17].

Зважаючи на те, що зазвичай будь-яка «фінансова діяльність, управління фінансовими ресурсами розглядаються через призму оптимізації, ... раціонального маневрування грошовими потоками» [39, с. 37], є необхідність спрогнозувати потенційні вектори розвитку ситуації у борговій сфері України у контексті ймовірної реструктуризації її державного боргу з урахуванням складної економічної та військово-політичної ситуації.

Передусім зазначимо, що левова частка (близько двох третин) державного боргу України (який включно із гарантованим державою боргом станом на 31 березня 2022 року «становив 2,832 трлн. грн. або 96,81 млрд. дол. США» [36]) – це зобов’язання перед іноземними кредиторами, а саме: комерційними кредиторами та міжнародними фінансовими організаціями (рис. 3.3).

### Структура державного боргу України



Станом на 31 березня 2022 року  
Дані: Міністерство фінансів України

Рис. 3.3. Структура державного боргу України станом на 31.03.2022 р. [17]

Причому, на відміну від комерційних позик, кредити від міжнародних фінансових організацій надаються на доволі пільгових умовах, які передбачають значно нижчий відсоток та більш тривалі терміни погашення.

Окрім того, з 10,5% гарантованого державою боргу (рис. 3.3) більшість гарантій (а саме на суму 8,8 млрд. дол.) уряд надав за позиками перед зовнішніми кредиторами. До слова, крайній «випадок, коли така гарантія спрацювала – це кредит Державній продовольчо-зерновій корпорації перед китайським Ексімбанком, за яким тепер заплатять усі українці» [17].

Відтак у нинішніх реаліях повномасштабної війни в Україні серед науковців та державних функціонерів точиться гостра дискусія стосовно можливості, необхідності та повноти сплати Україною усіх боргів перед своїми кредиторами, зокрема й іноземними.

Так, одні фахівці вважають, що в умовах збройної агресії держава не може дозволити собі витратити вкрай обмежені фінансові ресурси на виплату комерційних позик, позаяк складається доволі парадоксальна ситуація: Україна просить про фінансову допомогу, пільгове фінансування, безповоротні гранти тощо в усього світу, витрачаючи водночас ці кошти на виплату комерційних позик іноземним кредиторам, які, на відміну від інших суб'єктів, що фінансово допомагають Україні в період війни, залишаються у фінансовому вигаши. Відтак, вважають експерти, урядовцям терміново слід розпочинати переговори щодо реструктуризації державного боргу України.

Інші фахівці, з-поміж яких зокрема і очільник Міністерства фінансів України, категорично виступають проти такого розвитку подій, оскільки переконані, що це не сприятиме формуванню позитивного іміджу країни як надійного фінансового партнера, а переговори стосовно реструктуризації доцільно починати лише тоді, коли країна стане повністю неспроможною повертати свої борги (чого наразі не можна сказати про Україну, яка, на думку високопосадовців, має достатній обсяг валютних запасів у розпорядженні Національного банку й, до того ж, отримує значні обсяги фінансової допомоги від міжнародних партнерів). Принагідно зазначимо, що 11 травня 2022 року Конгрес Сполучених Штатів Америки ухвалив законопроект щодо ймовірних варіантів негайного звільнення України від сплати різного роду двосторонніх, багатосторонніх і комерційних боргів.

Тобто, де-факто американські парламентарі дали чітку вказівку представникам своєї країни у міжнародних фінансових організаціях (зокрема, у Міжнародному валютному фонді та групі Світового банку), використовуючи міжнародний авторитет Сполучених Штатів Америки, просувати ідею термінового призупинення Україною виплат за міжнародними боргами. Відтак вважаємо, що такі дії світового лідера щодо фінансової підтримки України можуть відіграти ключову роль у контексті ймовірного перегляду умов запозичень або ж надання додаткової фінансової підтримки Україні з метою максимального зменшення її боргового навантаження.

Тож коротко охарактеризуємо ймовірні вектори розвитку ситуації у досліджуваному нами сегменті боргової політики держави, основними з яких, на наше переконання, є такі.

Потенційно можливим варіантом вирішення боргової кризи може бути вчасне обслуговування державою своїх боргів, навіть не зважаючи на сучасну складну фінансову ситуацію, пов'язану із воєнними діями на території України. У такому випадку уряд змушений буде віддавати певну частину отриманої від фінансових партнерів допомоги на погашення раніше взятих кредитів та виплату процентів за ними.

Іншим варіантом може бути оголошення країною дефолту, що передбачає повну або часткову відмову від боргових виплат. Цей варіант, на нашу думку, є небажаним для держави насамперед з політичної або ж іміджевої точок зору.

Ще одним варіантом розвитку ситуації у борговій сфері може стати проведення реструктуризації, яка передбачає домовленості з кредиторами щодо відтермінування платежів, зменшення суми боргу або ж процентної ставки за ним. Причому, на відміну від процедури дефолту, реструктуризація не підриває довіри інвесторів до держави, як надійного фінансового партнера, і навіть дає змогу у короткостроковому періоді знову отримувати необхідні кредити. У контексті України зазначимо, що у липні 2020 року

зарубіжні кредитори, аби не допустити дефолту України, відтермінували до кінця 2023 року виплати по зовнішньому боргу на 20 млрд. дол. США, що, у свою чергу, дозволить заощадити на виплатах близько 6 млрд. дол. США.

Ну і насамкінець, ймовірним варіантом часткового вирішення боргових проблем України може стати викуп урядом частини боргових зобов'язань (передусім, українських єврооблігацій), які нині вартують близько «35-45% від номіналу. Це зекономить понад 50% на погашенні суми боргу і 100% коштів, які підуть на виплату відсотків» [17], – впевнені фахівці. Однак вагомим недоліком цього варіанту є нестача в державі власних фінансових ресурсів, необхідних для такого викупу, особливо в сучасних умовах ведення активних воєнних дій. Хоча принагідно слід відмітити, що ще до початку повномасштабної війни український уряд зумів викупити «10% євробондів з погашенням у вересні, що дозволило зекономити 10-15 млн. дол.» [17].

Відтак, зважаючи на викладене вище, охарактеризуємо основні вектори удосконалення боргової політики України в сучасних умовах, ступінь розробки та спрямованість якої безпосередньо впливають на структуру державного боргу та стан боргової безпеки країни загалом. На нашу думку, сучасна боргова політика в Україні має бути спрямована на вирішення таких основних завдань:

- розроблення цілісної довгострокової стратегії внутрішніх і зовнішніх запозичень, котра поєднуватиме напрями модернізації нормативно-правового, організаційного та інституційного забезпечення реалізації боргової політики і підвищення ефективності управління державним боргом та буде зорієнтована на соціальну гармонізацію й економічне зростання в Україні;
- забезпечення повноцінної діяльності новоствореного Боргового агентства України, котре безпосередньо реалізовуватиме операційну діяльність щодо управління державним боргом;
- з метою мінімізації ризиків державних запозичень доцільним є моніторинг усіх видів ризиків за окремими видами боргових зобов'язань на

основі системного застосування коротко-, середньо- і довгострокових прогнозів, різноманітних інструментів страхування боргових ризиків та поступове підвищення кредитного рейтингу України;

- оптимізація структури державного боргу у контексті мінімізації валютного ризику, для чого доцільно розширити перелік цінних паперів у гривні й диверсифікувати борговий портфель України щодо іноземних валют (скажімо, через розміщення на міжнародному ринку капіталів облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП), номінованих у національній валюті;

- реалізація заходів стосовно мінімізації бюджетного ризику насамперед через призупинення наявної практики капіталізації державних банків та державних підприємств за рахунок боргових інструментів;

- правове закріплення показника співвідношення державного боргу до ВВП на чітко визначеному та економічно обґрунтованому для нашої країни рівні у 40-50%, показника співвідношення гарантованого боргу до державного – на рівні до 10% (згідно із зарубіжною практикою) і введення обмеження на здійснення запозичень в іноземній валюті на рівні до 50% загального обсягу зовнішнього боргу України;

- нормативно-правове обмеження обсягу короткострокових запозичень із акцентом на залучення довгострокових фінансових ресурсів;

- формування чітких пріоритетів у використанні залучених коштів, насамперед на післявоєнну відбудову та інвестиційні програми розвитку країни;

- ефективне стимулювання розвитку фінансового ринку України насамперед у контексті залучення заощаджень вітчизняних домогосподарств шляхом роздрібного продажу боргових інструментів як надійної альтернативи зовнішнім кредитам (тут варто акцентувати на такому новітньому і доволі потужному джерелі фінансування державного бюджету у період війни як військові облігації (рис. 3.4), до придбання яких активно долучилися і громадяни України);

**ФІНАНСУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ РІВНО РОЗПОДІЛЕНЕ МІЖ ВІЙСЬКОВИМИ ОБЛІГАЦІЯМИ ТА ПІЛЬГОВИМ ФІНАНСУВАННЯМ З ПОЧАТКУ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ**



**11 055** МЛН ДОЛ США **АБО** **325 323** МЛН ГРН  
Загальний обсяг фінансування

Джерела фінансування державного бюджету в період війни<sup>1</sup>

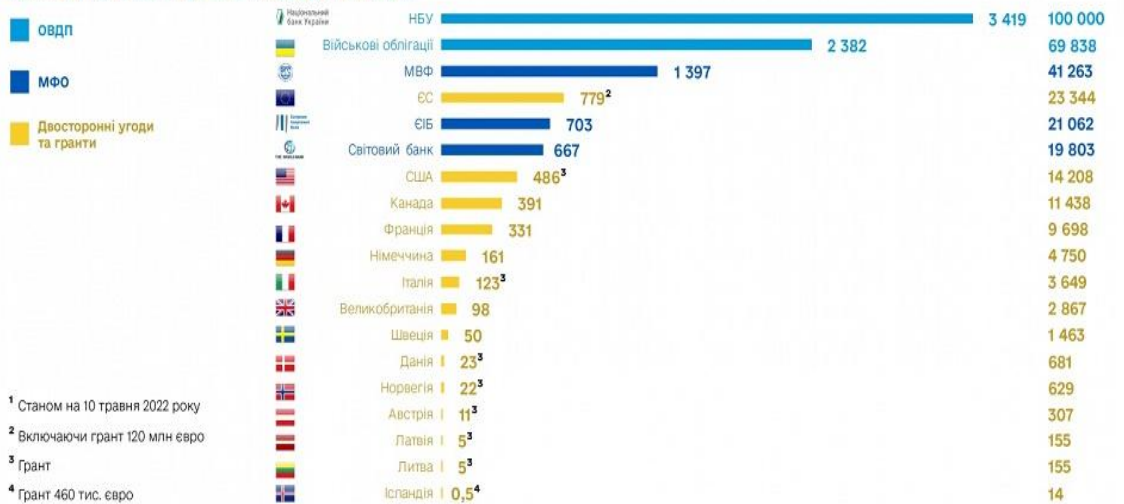


Рис. 3.4. Джерела фінансування державного бюджету з початку повномасштабної війни в Україні (24 лютого - 10 травня 2022 року) [1]

– поступове зменшення боргового навантаження та зниження вартості обслуговування державного боргу з урахуванням передового зарубіжного досвіду у цій сфері.

На нашу думку, першочерговим заходом у контексті залучення довгострокового позикового капіталу та мінімізації ризиків довгострокового зовнішнього фінансування має стати стимулювання надходження до української економіки прямих іноземних інвестицій на післявоєнну відбудову вітчизняної економіки шляхом покращення загального бізнес-клімату і регуляторної системи в Україні та укладання безпосередніх прямих контрактів Уряду із потенційними інвесторами за проектами з великою кількістю нових робочих місць і значними технологічними новаціями.

У зазначеному контексті вважаємо за необхідне наголосити, що надзвичайно актуальною нині продовжує залишатися необхідність збільшення довіри потенційних інвесторів та кредиторів (причому як



зовнішніх, так і внутрішніх) до державної політики у сфері управління державним боргом, позаяк боргова політика України на нинішньому етапі її розвитку значно обмежена тільки сферою боргових відносин і не завжди корелює із макроекономічною стратегією держави. Відтак нині надзвичайно важливо створити необхідні передумови для тісної взаємодії макрофінансової, бюджетної, монетарної і боргової політик в Україні, що у майбутньому позитивно вплине безпосередньо на кон'юнктуру ринку її боргових зобов'язань.

Підсумовуючи викладене вище, зазначимо, що у нинішніх вітчизняних реаліях уряду слід намагатися поступово збільшувати частку внутрішнього боргу у структурі державного боргу України, по можливості залучати довгострокове пільгове кредитування та активно розвивати партнерські відносини із внутрішніми і зовнішніми кредиторами.

### **Висновки до розділу 3**

В аспекті вирішення завдання можливого поліпшення структури державного боргу, утримання критичних показників боргового навантаження на стабільному рівні важливою є боргова політика, яка досить щільно пов'язана із ефективним коротко-, середньо- та довгостроковим борговим плануванням і прогнозуванням.

Оскільки сам по собі борг для більшості держав не є шкідливим та небезпечним, проте він може підвищувати вразливість окремої країни (чи низки країн) до кризових явищ та внутрішніх і зовнішніх шоків (скажімо, валютних). Відтак у світовій практиці дедалі більше уваги приділяють оцінюванню стійкості державного боргу та можливостей країн обслуговувати свою заборгованість у майбутньому.

## ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі обґрунтовано теоретико-прагматичні основи державної заборгованості і запропоновано рекомендації щодо оптимізації структури й мінімізації ризиків державного боргу України у нинішніх складних реаліях повномасштабної війни в Україні. За результатами проведеного дослідження сформульовано такі висновки і пропозиції.

1. У сучасних умовах переважна більшість країн світу мають певний рівень державної заборгованості. Особливість полягає лише у тому, що нарощуючи борг, не кожна держава знаходить ефективні засоби для його своєчасного повернення. Відтак дослідження державного боргу має надзвичайно важливе значення, оскільки за допомогою обґрунтування його сутності та впливу на економічний розвиток держава має можливість формувати найбільш оптимальну боргову стратегію, основні вектори боргової політики та методи і способи управління залученими коштами.

2. Важливим інструментом реального впливу на раціоналізацію фінансових відносин на ринку державних запозичень, оптимізацію структури державного боргу та мінімізацію ймовірних ризиків у цій сфері є ефективне управління державним боргом як комплекс заходів регуляторного характеру, що застосовуються державою у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень з метою їх ефективного залучення, використання та обслуговування.

3. Спроможність країни у повному обсязі обслуговувати та своєчасно погашати державний борг слугує одним із важливих показників боргової безпеки країни, що закріплює за державою імідж надійного позичальника та відкриває перед нею можливості до нових позик на більш вигідних умовах. Проте стрімке зростання державної заборгованості в Україні упродовж минулих років спровокувало зростання видатків на обслуговування та погашення державного боргу, заклавши певні ризики стосовно своєчасного та повного виконання узятих на себе Україною зобов'язань.

4. У нинішніх реаліях повномасштабної війни в Україні серед науковців та державних функціонерів точиться гостра дискусія стосовно можливості,

необхідності та повноти сплати Україною усіх боргів перед своїми кредиторами, зокрема й іноземними. Так, одні фахівці вважають, що в умовах збройної агресії держава не може дозволити собі витратити вкрай обмежені фінансові ресурси на виплату комерційних позик, інші фахівці категорично виступають проти такого розвитку подій, оскільки переконані, що це не сприятиме формуванню позитивного іміджу країни як надійного фінансового партнера, а переговори стосовно реструктуризації доцільно починати лише тоді, коли країна стане повністю неспроможною повертати свої борги. Відтак потенційно можливими варіантами вирішення боргової кризи можуть бути: вчасне обслуговування державою своїх боргів, навіть не зважаючи на сучасну складну фінансову ситуацію, пов'язану із воєнними діями на території України; оголошення країною дефолту, що передбачає повну або часткову відмову від боргових виплат; проведення реструктуризації, яка передбачає домовленості з кредиторами щодо відтермінування платежів, зменшення суми боргу або ж процентної ставки за ним (що саме і сталося у липні 2020 року, коли зарубіжні кредитори, аби не допустити дефолту України, відтермінували до кінця 2023 року виплати по зовнішньому боргу на 20 млрд. дол. США, що, у свою чергу, дозволить державі заощадити на виплатах близько 6 млрд. дол. США); викуп урядом частини боргових зобов'язань (передусім, українських єврооблігацій), які нині вартують близько третини від номіналу.

5. Загалом сучасна боргова політика в Україні має бути спрямована на вирішення таких основних завдань:

- розроблення цілісної довгострокової стратегії внутрішніх і зовнішніх запозичень, котра поєднуватиме напрями модернізації нормативно-правового, організаційного та інституційного забезпечення реалізації боргової політики і підвищення ефективності управління державним боргом;

- з метою мінімізації ризиків державних запозичень доцільним є моніторинг усіх видів ризиків за певними видами боргових зобов'язань на

основі системного використання коротко-, середньо- і довгострокових прогнозів, різноманітних інструментів страхування боргових ризиків та поступове підвищення кредитного рейтингу України;

- оптимізація структури державного боргу задля мінімізації валютного ризику, для чого доцільно розширити перелік цінних паперів у національній валюті й диверсифікувати борговий портфель України у розрізі іноземних валют, скажімо через розміщення на міжнародному ринку капіталів облігацій зовнішньої державної позики, номінованих у гривні;

- правове обмеження обсягу короткострокових запозичень із чітким акцентом на залученні довгострокових фінансових ресурсів;

- визначення чітких пріоритетів у використанні залучених ресурсів, передусім на післявоєнну відбудову та інвестиційні програми розвитку країни;

- ефективне стимулювання розвитку фінансового ринку України насамперед у контексті залучення заощаджень вітчизняних домогосподарств шляхом роздрібного продажу боргових інструментів як надійної альтернативи зовнішнім кредитам (тут варто акцентувати на такому новітньому і доволі потужному джерелі фінансування державного бюджету в період війни як військові облігації, до придбання яких нині активно долучаються і громадяни України).

6. На нашу думку, першочерговим заходом у контексті залучення довгострокового позикового капіталу та мінімізації ризиків довгострокового зовнішнього фінансування має стати стимулювання надходження до української економіки прямих іноземних інвестицій на післявоєнну відбудову вітчизняної економіки шляхом покращення загального бізнес-клімату і регуляторної системи в Україні та укладання безпосередніх прямих контрактів Уряду із потенційними інвесторами за проектами з великою кількістю нових робочих місць і значними технологічними новаціями.

7. У зазначеному контексті вважаємо за необхідне наголосити, що надзвичайно актуальною нині продовжує залишатися необхідність

збільшення довіри потенційних інвесторів та кредиторів (причому як зовнішніх, так і внутрішніх) до політики держави у сфері управління державним боргом, позаяк боргова політика України на нинішньому етапі її розвитку значно обмежена лише сферою боргових відносин й не завжди корелює із макроекономічною стратегією держави. Відтак нині надзвичайно важливо забезпечити достатні умови для тісної взаємодії макрофінансової, бюджетної, монетарної і боргової політик в Україні, що у майбутньому позитивно вплине безпосередньо на кон'юнктуру ринку її боргових зобов'язань.

Підсумовуючи викладене вище, зазначимо, що у нинішніх вітчизняних реаліях уряду слід намагатися поступово збільшувати частку внутрішнього боргу у структурі державного боргу України, по можливості залучати довгострокове пільгове кредитування та активно розвивати партнерські відносини із внутрішніми і зовнішніми кредиторами.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Авдеєнко В. Мародерство, гідне покарання : чому Мінфін відмовляється від списання українських боргів. URL : <https://apostrophe.ua/ua/article/economy/finansy/2022-05-18/maroderstvo-dostoynoe-nakazaniya-pochemu-minfin-otkazyvaetsya-ot-spisaniya-ukrainskih-dolgov/45951>
2. Базилінська О.Я. Макроекономіка : навч. посібн. К.: Центр навчальної літератури, 2005. 442 с.
3. Барановський О. Економіка «мільних бульбашок». Економіка і прогнозування. 2008. №4. С. 45-68.
4. Батракова Т.І., Денисенко А.А. Структура, динаміка та сучасні тенденції зовнішньої державної заборгованості України. Економіка та суспільство. 2021. Вип. 26. С. 123-128.
5. Богдан Т. Глобальний борг та новітні тренди боргових потоків капіталу: ризики і можливості для України / Експертно-аналітичний центр «ОПТИМА». Київ, 2019. 33 с.
6. Бондарук Т.Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу. Фінанси України. 2006. №4. С. 14-19.
7. Борги України за місяць війни зросли на \$3,5 млрд. URL : <https://finclub.net/ua/news/borhy-ukrainy-za-misiats-viiny-zrosly-na-usd3-5-mlrd.html>
8. Боргова статистика. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL : <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-pokazniki-st>
9. Букатюк У. США найбільший боржник у світі і при цьому - найбільша економіка. Як маніпулюють показником держборгу. URL : [https://espreso.tv/article/2017/09/18/ne\\_lyakayte\\_mene\\_derzhhborgom\\_yak\\_manipulyuyut\\_sum\\_pokaznykom](https://espreso.tv/article/2017/09/18/ne_lyakayte_mene_derzhhborgom_yak_manipulyuyut_sum_pokaznykom)
10. Бюджетний кодекс України (із змінами і доповненнями від 14.04.2022 р.). URL : <http://www.zakon.rada.gov.ua>

- 11.Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России. Вопросы экономики. 1997. № 12. С. 62–81.
- 12.Василик О.Д. Бюджетна система України : підручник. К.: Центр навчальної літератури, 2004. 321 с.
- 13.Вахненко Т. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками. Світ фінансів. 2008. №1(14). С. 10-28.
- 14.Вахненко Т. Зовнішні корпоративні запозичення та ризики для фінансової стабільності. Дзеркало тижня. 2008. №6 (685). С. 2.
- 15.Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки / НАН України; Інститут економічного прогнозування. К.: Альтерпрес, 2000. 152 с.
- 16.Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи. Фінанси України. 2009. №6. С. 14-28.
- 17.Вінокуров Я. Дефолт чи реструктуризація: що буде з українським держборгом та чого чекають від США. URL : <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/18/687154/>
- 18.Вінокуров Я. Розмір світового боргу встановив новий рекорд у 230% світового ВВП – МВФ. URL : <https://hromadske.ua/posts/rozmir-svitovogo-borgu-vstanoviv-novij-rekord-u-230-svitovogo-vvp-mvf>
- 19.Воронин Ю. Управление государственным долгом. Економист. 2006. №1. С. 58-68.
- 20.Гордійчук Д. Український держборг зросте до понад 85% ВВП цього року – МВФ. URL : <https://www.epravda.com.ua/news/2022/04/20/686015/>
- 21.Государственные финансы: Учебное пособие / В.М. Федосов, Л.Д. Буряк, Д.Д. Бутаков и др.; Под ред. В.Л. Федосова, С.Я. Огородника, С.Я. Суторминой. К.: Лыбидь, 1991. 276 с.
- 22.Державний і гарантований державою борг України в 2021 році впав до 51,1% ВВП. URL : <https://finbalance.com.ua/news/minfin-derzhavniy-i-harantovaniy-derzhavoyu-borh-u-2021-rotsi-znizivsya-do-511-vvp>

23. Державний та гарантований державою борг України у 2009-2021 роках. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2021/>
24. Держборг США перевищив рекордні 23 трильйона доларів. URL : <https://minfin.com.ua/ua/2019/11/03/39587535/>
25. Держборг України скоротився до 51% ВВП. Графік виплат на 2022-й – дуже легкий. URL : <https://finance.liga.net/ua/ekonomika/novosti/gosdolg-ukrainy-sokratilsya-do-51-vvp-za-god-grafik-vyplat-na-2022-y-ochen-legkiy>
26. Держборг України торік зріс до \$98 млрд. URL : <https://finclub.net/ua/news/derzhborh-ukrainy-torik-zris-do-usd98-mlrd.html>
27. Динаміка співвідношення державного боргу до ВВП. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/>
28. Динаміка співвідношення державного боргу України до ВВП у 2014-2021 роках. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/borgovi-pokazniki-st>
29. Динаміка сукупного державного боргу і ВВП України у 2009-2021 роках. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2021/>
30. Динаміка темпів зростання державного та гарантованого державою боргу України в національній валюті у 2009-2021 роках. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2021/>
31. Дітцель К. Система державних позик. Київ, 2004. 134 с.
32. Дудченко В. Державний борг як об'єкт регулювання. Економічний аналіз. 2017. Вип. 2 (18). С. 82-87.
33. Загальна структура державного та гарантованого державою боргу України у 2021 році. URL : <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2021/>
34. Заражевська С. Україна не допустить дефолту, незважаючи на війну. Чому це правильно і що робити з рештою боргів. URL : <https://forbes.ua/inside/ukraina-ne-dopustit-defoltu-nezvazhayuchi-na-viynu-chomu-tse-pravilno-i-shcho-robiti-z-reshtoyu-borgiv-16032022-4711>
35. Іваненко Ю. Державний борг України в цифрах і не тільки. Чи є необхідність у його достроковому погашенні. Вісник Національного банку України. 2003. № 12. С. 4–6.



36. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 31.03.2022 р. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
37. Кабмін планує у 2022 році зменшити державний борг до 50,8% ВВП. URL : <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3383721-kabmin-planue-u-2022-roci-zmensiti-derzhavnij-borg-do-508-vvp.html>
38. Киреев А.П. Международная экономика: В 2-х ч. Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование : учебное пособие для вузов. М.: Междунар. отношения, 1998. 488 с.
39. Кізима Т.О. Аналіз «Витрати – Обсяг – Прибуток» у діяльності спільних підприємств. Фінанси України. 2000. №4. С. 37-41.
40. Кізима Т.О., Савчук С.В. Державні фінанси в умовах демократії : навч. посібник. Тернопіль: Воля, 2006. 200 с.
41. Класифікація державного та гарантованого державою боргу. URL : [https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg\\_osn\\_inf](https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg_osn_inf)
42. Ковбель А. Що заважає Україні платити за зовнішніми боргами. URL : <https://forbes.ua/money/chto-meshaet-ukraine-platit-po-vneshnim-dolgam-23072021-2126>
43. Котович Т. Державний борг і ризики бюджету. URL : <https://minfin.com.ua/ua/2019/11/08/39647596/>
44. Кредитний рейтинг України за оцінками найвпливовіших рейтингових агентств станом на 27 травня 2022 року. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini>
45. Лондар Л.П. Забезпечення боргової стійкості України щодо впливу зовнішніх шоків із використанням передового міжнародного досвіду : Аналітична записка / Національний інститут стратегічних досліджень. Серія: «Економіка». 2019. №7. 12 с. URL :

<https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/zabezpechennya-borgovoi-stiykosti-ukraini-schodo-vplivu-zovnishnikh-shokiv>

46. Лубчук І. COVID-виклики державного боргу. URL : [https://expla.bank.gov.ua/expla/news\\_0188.html](https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0188.html)
47. Макконелл Р., Брю С. Макроекономіка: пер. з англ. Львів: Просвіта, 1997. 671 с.
48. Макроекономіка : Учебник / Под ред. А.В. Сидоровича. М.: МГУ им. М.В. Ломоносова: ДИС, 1997. 416 с.
49. Малий І.Й., Фоя О.В. Стратегія управління державним боргом (інвестиційний аспект). Інвестиції: практика та досвід. 2020. №5-6. С. 115-122.
50. МВФ: Світовий борг зріс до рекордних 230% від ВВП. URL : <https://minfin.com.ua/ua/2019/11/08/39646686/>
51. Мельник С. Мінфін підвищив прогноз виплат за держборгом на 12 мільярдів. URL : <https://www.epravda.com.ua/news/2022/05/4/686625/>
52. Мельник Т. МВФ очікує зростання держборгу України у 2022 році до 86,2% ВВП. URL : <https://forbes.ua/news/mvf-ochikue-zrostannya-derzhborgu-ukraini-u-2022-rotsi-do-862-vvp-20042022-5556>
53. Мельник Т. МВФ очікує зростання держборгу України у 2022 році до 86,2% ВВП. URL : <https://forbes.ua/news/mvf-ochikue-zrostannya-derzhborgu-ukraini-u-2022-rotsi-do-862-vvp-20042022-5556>
54. Мороз І. Управління зовнішнім державним боргом України в умовах соціально-економічних та пандемічних шоків. Світ фінансів. 2021. Вип. 1 (66). С. 48-63.
55. Обух В. Світ загнав себе в борги, з яких не виборсається – і непогано почувається. URL : <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2815987-svit-zagnav-sebe-v-borgi-z-akih-ne-viborsaetsa-i-nepogano-pochuvaetsa.html>
56. Петик Л.О., Горанська Н.В., Саранчук Н.Д. Державний борг України: сучасний стан і проблеми. Бізнес Інформ. 2020. №12. С. 332-337.

- 57.Поки всі панікують, Україна скуповує свої борги. Що відбувається? URL : <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/02/15/682377/>
- 58.Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом :  
Наказ Міністерства фінансів України від 16.06.2010 р. №461.
- 59.Pau K. Основные начала финансовой науки: Т.1. СПб., 1867. 268 с.
- 60.Світовий борг наблизився до рекордних \$300 трлн. URL : <https://finclub.net/ua/news/svitovyi-borh-nablyzyvsia-do-rekordnykh-usd300-trln.html>
- 61.Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [пер. с англ.; предисл. В. С. Афанасьева]. М.: Эксмо, 2007. 960 с. (Антология экономической мысли).
- 62.Советский энциклопедический словарь / Гл. ред. А. М. Прохоров. 4-е изд. М.: Сов. Энциклопедия, 1988. 1600 с.
- 63.Станом на 28 лютого державний та гарантований державою борг України становив 2730,08 млрд. грн. URL : <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/stanom-na-28-liutogo-derzhavnii-ta-garantovanii-derzhavoiu-borg-ukrayini-stanoviv-2-730-08-mlrd-grn>
- 64.Стойко О.Я., Шубенко І.А. Оцінка стану державного боргу України та напрями його оптимізації. Проблеми економіки. 2021. №1 (47). С. 123-133.
- 65.Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року. URL : <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku-7686>
- 66.Титков В. Реструктурирование внешнего долга. Економист. 1999. №2. С. 90-94.
- 67.Управління державним боргом : навч. посібник / Прутська О.О., Сьомченков О.А., Гарбар Ж.В., Губанова Л.І., Руденко В.В. К.: Центр учбової літератури, 2010. 216 с.
- 68.Управління державним та гарантованим державою боргом. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/overview-340>

- 69.Фінанси : підручник / за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. 2-ге вид. переробл. і доповн. К.: Знання, 2012. 687 с.
- 70.Які країни ЄС мають найбільший державний борг: неочікувана статистика. URL :  
[https://24tv.ua/yaki\\_krayini\\_yes\\_mayut\\_naybilshiy\\_derzhavniy\\_borg\\_neo\\_chikuvana\\_statistika\\_n1099959](https://24tv.ua/yaki_krayini_yes_mayut_naybilshiy_derzhavniy_borg_neo_chikuvana_statistika_n1099959)
- 71.Barro R.J. Human Capital and Growth in Cross-Country Regressions. Harvard University Press. October. 1998. 58 p.
- 72.Lerner A. Employment Theory and Employment Policy, 1967. 201 p.

## **ДОДАТКИ**