

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

**Кафедра фінансів**

**Кукурудза Алла Володимирівна**

**ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ  
ТА БОРГОВА БЕЗПЕКА УКРАЇНИ  
Спеціальність 8.050104 – Фінанси**

**Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем  
«магістр»**

Студентка групи ФУДм-51  
**Кукурудза А. В.**\_\_\_\_\_

**Науковий керівник:**  
к. е. н., доцент  
**Горин В. П.**\_\_\_\_\_

**ТЕРНОПІЛЬ – 2014**

## Вступ

Розбудова ринкової економічної системи в Україні призвела до появи цілої низки чинників, що неоднозначно впливають на національну економіку. Проблеми економічного розвитку, вплив національного капіталу за кордон, недостача власних фінансових ресурсів для здійснення ринкових перетворень та інвестиційних вкладень, гостра потреба у покритті бюджетного дефіциту, необхідність проведення непопулярних економічних реформ обумовлюють широке застосування урядом класичної форми державного кредиту. Не зважаючи на приплив фінансових ресурсів для реалізації завдань соціально-економічного розвитку, позикове фінансування державних потреб призводить до зростання залежності національної економіки від позикових ресурсів. Збільшення зовнішніх запозичень, фінансової допомоги міжнародних фінансово-кредитних організацій та урядів інших країн засвідчує втрату самостійності фінансової політики та її залежність від вказівок іноземних кредиторів. Надмірні обсяги внутрішніх позик створюють дефіцит фінансових ресурсів на внутрішньому ринку, підвищують відсоткові ставки та стримують, таким чином, економічне зростання.

Накопичення значного державного боргу, посилення боргового тиску на державний бюджет породжує боргові кризи через неплатоспроможність країни-боржника і в кінцевому рахунку призводить до переростання національної кризи в міжнародну. Інтернаціоналізація господарських процесів, посилення відкритості національних економік, з одного боку, та зростання обсягів світової державної заборгованості, з іншого, потребує вдосконалення управління всією фінансовою системою держави, у тому пошуку нових методів управління державним боргом, що й підтверджує актуальність обраної теми дослідження.

Питання теорії і практики реалізації боргової політики достатньо ґрунтовно розкриті економічною наукою і представлені працями Т. Вахненко, В. Дудченко, Н. Зражевської, О. Карапетян, В. Козюка, В. Корнева, Н. Кравчук, Г. Кучер, І. Лютого, М. Макаренка, Л. Новосад, Г. Осадчого та інших. Однак, в сучасних умовах зміст, структура та особливості функціонування фінансового механізму

регулювання державного боргу як цілісної системи управління залишаються малодослідженими і потребують ґрунтового вивчення.

Мета дипломної роботи полягає у розкритті теоретичних засад і практики використання механізму управління державним боргом для досягнення боргової безпеки держави, виявленні проблем у цій сфері та пошуку шляхів їх розв'язання.

Мета дипломної роботи обумовила постановку та вирішення таких завдань:

- розкрити сутність, передумови виникнення та соціально-економічні наслідки державного боргу;
- охарактеризувати функціональні елементи та системи забезпечення механізму управління державним боргом;
- висвітлити організаційно-правові засади функціонування механізму управління державним боргом;
- оцінити практику залучення та обслуговування внутрішніх позик як джерела фінансування державного бюджету;
- провести аналіз реалій та особливостей управління зовнішнім боргом;
- оцінити боргове навантаження і рівень забезпечення платоспроможності держави;
- сформулювати напрямки вдосконалення організації та правового базису механізму управління державним боргом;
- розробити пропозиції щодо оптимізації структури державного боргу й виконання критеріїв платоспроможності держави.

Об'єктом дослідження є механізм управління державним боргом.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних і методичних засад функціонування механізму управління державним боргом.

Методологічна база. Дослідження базується на діалектичному і системному підході до пізнання економічних явищ і процесів, що передбачає їх дослідження у взаємозв'язку і взаємозалежності. В процесі дослідження були застосовані такі наукові методи: узагальнення, систематизації, групування, синтезу в процесі дослідження теоретичних засад формування механізму управління державним боргом, методи економічного аналізу, порівняння при оцінюванні динаміки та

структури державного боргу, наслідків його існування, синтезу, групування та інші в процесі окреслення перспектив удосконалення механізму управління державним боргом.

Теоретично-методологічну основу написання дипломної роботи склали Конституція України, законодавчо-нормативні акти, монографічна література, наукові праці провідних вітчизняних та зарубіжних вчених з питань управління державним боргом, матеріали періодичних видань, ресурси Інтернету та інші джерела інформації.

Фактологічною базою дослідження стали аналітичні та статистичні дані органів державної влади (Державного комітету статистики України, Міністерства економіки України, Міністерства фінансів України, Національного банку України) про результати управління та обслуговування державного боргу.

Наукова новизна роботи полягає у наступному:

– за результатами узагальнення наукових підходів до розуміння сутності державного боргу сформульовано власний підхід до його пояснення. Зважаючи на аргументацію щодо комплексності економічного поняття «державний борг», запропоновано його трактувати з наступних позицій: за сутністю як сукупність фінансово-кредитних відносин з приводу залучення державою додаткових фінансових ресурсів, зокрема тимчасово вільних коштів фізичних і юридичних осіб, іноземних держав, міжнародних організацій у формі випуску, обслуговування, погашення державних боргових цінних паперів та укладення кредитних угод; за змістом – як суму випущених, але не погашених позик з нарахованими відсотками, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань;

– на підставі огляду підходів до трактування змісту управління державним боргом сформульовано власний підхід до його розуміння. Під управлінням державним боргом запропоновано розуміти сукупність заходів, способів, операцій і процедур впливу уповноважених законодавством суб'єктів на стан державного боргу, його регулювання і погашення, здійснення контролю за борговою політикою в державі з метою пошуку ефективних джерел його фінансування,

зменшення негативних наслідків і забезпечення на цій основі платоспроможності держави;

– запропоновано власне визначення механізму управління державним боргом, під ним запропоновано розуміти сукупність економіко-організаційних та правових форм, методів, важелів та інструментів управління, а також систем забезпечення, призначених для здійснення державою цілеспрямованої діяльності у сфері внутрішніх та зовнішніх запозичень з метою їх ефективного залучення, використання й обслуговування відповідно до критеріїв боргової безпеки.

Логіка та методологія дослідження обумовили структуру роботи, яка складається з трьох розділів. В першому розділі викладено теоретичні основи формування механізму управління державним боргом. Зокрема, розкрито суть та передумови виникнення державного боргу, охарактеризовано функціональні елементи й системи забезпечення механізму управління державним боргом, проаналізовано нормативно-правову базу, яка регулює відносини з приводу управління державним боргом.

Другий розділ присвячений аналізу практики управління державним боргом в Україні. Зокрема, проведено оцінювання реалій та особливостей використання внутрішніх позик, виявлено тенденції формування зовнішнього боргу, проведено аналіз динаміки боргового навантаження та показників платоспроможності держави.

В третьому розділі досліджувались основні проблеми, пов'язані з удосконаленням організаційно-правового забезпечення механізму управління державним боргом, оптимізацією його структури та виконанням критеріїв платоспроможності держави.

## Розділ 1

# ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ У КОНТЕКСТІ ДОСЯГНЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ

### 1.1. Концептуалізація державного боргу у фінансовій науці.

Трансформаційні перетворення в економіці України вимагають здійснення ефективних економічних реформ, які потребують великих капіталовкладень. У країнах з перехідною економікою, де потреба у грошових ресурсах відчувається особливо гостро, мобілізація таких коштів може бути здійснена лише за рахунок державних запозичень, що веде до формування державного боргу. В сучасних умовах нарощування обсягів державного боргу пов'язане з дією таких чинників, як хронічний бюджетний дефіцит, структурна деформація економіки, залежність від імпорту енергоносіїв, значні потреби у капіталі для технологічного оновлення галузей економіки, низький рівень інвестиційно-інноваційної активності, потреба у нарощуванні валютних резервів для забезпечення стабільності національної грошової одиниці, нееластичність видатків бюджету та ін. З огляду на це, питання ефективного обслуговування й управління державним боргом, перетворення державних запозичень на дієвий інструмент прискорення соціально-економічного розвитку країни є одним з пріоритетних завдань фінансової політики держави [<sup>1</sup>, с. 371].

Проблематика теоретичного базису існування державного боргу достатньо широко представлена у науковій літературі та є одним із найбільш досліджуваних питань. До вивчення сутності державного боргу, передумов його формування та можливих наслідків науковці проявляли інтерес ще з періоду Нового часу. До них можна долучити Дж. Б'юкенена, А. Лернера, Р. Масгрейва, Ф. Модільяні, А. Пігу, Дж. Стігліца та інших. Не позбавлена уваги проблематика державного боргу і з

---

<sup>1</sup> Вівчар, О. Особливості управління державним боргом та методи його удосконалення / О. Вівчар, М. Солдак // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку: [збірник наукових праць]. – Львів: В-во Львівської політехніки, 2011. – С. 371-375.

боку вітчизняних вчених, а саме В. Андрущенко, Т. Вахненко, А. Гальчинського, В. Дудченко, І. Заверухи, О. Карапетян, В. Козюка, Н. Кравчук, О. Плотнікова, О. Соскіна та інших. Втім, попри вагомий теоретичний доробок з питань теорії та практики управління державним боргом, досі не втратила актуальності проблема впорядкування термінологічного апарату, зберігається певна «розмитість» змісту поняття «державний борг» та його хибне сприйняття з погляду механізму його управління. Звертаючи увагу на окремих аспектах державного боргу, його певних характеристиках, науковці допускають змішування змісту понять «державний борг», «державний кредит», «фінансування бюджету» та ін.

Перші наукові дослідження, присвячені проблематиці державного боргу у науковому середовищі належать меркантилістам та датуються початком XVI ст. У системі поглядів меркантилістів держава займала місце «головного підприємця», підтримувалося активне державне втручання в економічне життя, а абсолютною формою багатства вважалися гроші. З огляду на те, що надходження в економіку коштів розглядалось ними як позитивне явище, кредитне фінансування держави виправдовувалося як одне з найважливіших джерел державних доходів [<sup>2</sup>, с. 33].

Визнаючи джерелом багатства держави сільське господарство, фізіократи були антагоністами державних запозичень. Вони вважали, що позичаючи кошти, держава відволікає їх із продуктивних секторів національної економіки. На думку Ф. Кене, державні кредити «примножують непродуктивний клас населення» [<sup>3</sup>, с. 97].

Класична школа економічної теорії засуджувала державний борг як вкрай негативне явище. На думку А. Сміта, «зростання величезних боргів, що в даний час пригнічує, і в кінцевому рахунку, можливо, розорить усі великі нації Європи» [<sup>4</sup>, с. 650]. Нарощування державного боргу провокує підвищення податків, що в свою чергу, веде до відтоку капіталу. Отож, як наголошував А. Сміт, практика

---

<sup>2</sup> Історія економічних вчень: Навчальний посібник / за ред. В. В. Кириленка. – Тернопіль: «Економічна думка», 2007. – 233 с.

<sup>3</sup> Кенэ, Ф. Избранные экономические произведения / Ф. Кенэ. – М.: Соцэргиз, 1960. – 598 с.

<sup>4</sup> Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962. – 677 с.

боргового фінансування державних витрат призводить до послаблення держави та її банкрутства.

Інший представник класичного напрямку економічної теорії Д. Рікардо стверджував, що «не вважає систему запозичень найбільш доцільною системою для покриття державних витрат. Вона стимулює нас бути менш заощадливими – обманюючи нас щодо нашого дійсного становища» [5, с. 205]. На його думку, через запозичення, спровоковані марнотратством уряду та приватних осіб, країна стає біднішою. Втім, Рікардо не розглядав витрати на обслуговування боргу як тягар для майбутніх поколінь, визначаючи їхню трансфертну природу.

На думку Дж. Мілля, значні масштаби державного боргу викликають ріст цін та, як наслідок, торгівельну кризу. Зважаючи на це, державний борг доцільно визначати як вагому причину кризових явищ в економіці. Однак, Дж. Мілля виправдовував вибіркове використання короткострокових запозичень як дієвого інструмента перерозподілу капіталу для його більш повного застосування у цілях виробництва. Загалом же Дж. Мілля оцінював систему державних запозичень як «найгіршу з тих, що все ще залишаються в арсеналі фінансових заходів» [6, с. 250].

Окремі представники класичного напрямку економічної теорії ставились до державного боргу не так категорично. На думку П. П. Леруа Бол'є, неефективне використання запозичених коштів має для фінансового господарства негативні наслідки. Втім, як зазначав вчений, «завдяки кредиту людство зробило такі успіхи на шляху цивілізації, на які раніше знадобилися століття» [7, с. 23]. К. Рау поділяв державний борг на договірний (позики) і вимушений (відкладені витрати, наперед сплачені податки, примусові позики та ін.). На думку К. Рау, державний борг безпідставно вважати суспільним активом, оскільки «уся маса платників змушена віддавати частину своїх доходів для задоволення інтересів декількох отримувачів

---

<sup>5</sup> Рікардо, Д. Начала политической экономии и налогового обложения / Д. Рікардо. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. – 360 с.

<sup>6</sup> Милль, Дж. С. Основы политической экономии / Дж. С. Милль. – М.: Прогресс, 1980. – Т. 5. – 345 с.

<sup>7</sup> Leroy Beaulieu P. La Dette publique en France, étude et analyse d'un article de M. P. Leroy Beaulieu (Extrait du Journal de la Meurthe et des Vosges). – Nancy: Typographie G. Crepin Leblond, 1875.



відсотків» [<sup>8</sup>, с. 252]. Доповнюючи ідеї економістів-класиків, К. Маркс твердив, що облігації державної позики є «найпотворнішою» формою капіталу, адже вони дають їхнім власникам право привласнювати сплачені суспільством податки.

Кардинальна зміна наукових поглядів на причини та наслідки використання державних боргових зобов'язань відбулась із утвердженням у науці кейнсіанства. На відміну від попередників з класичного напрямку економічної теорії, Дж. Кейнс стверджував, що «витрати, фінансовані за допомогою позик, – зручне вираження для загального чистого приросту заборгованості державних органів влади незалежно від того чи проводяться ці суми по рахункам капітальних витрат, чи виступають у формі бюджетного дефіциту. У першому випадку, витрати, що фінансуються за допомогою позик, сприяють розширенню інвестицій, а у другому – збільшують схильність до споживання» [<sup>9</sup>, с. 148]. Його послідовниками було розроблено концепцію про мультиплікативний ефект зростання сукупного попиту внаслідок збільшення державних видатків за рахунок запозичень.

Інший видатний «кейнсіанець» А. Лернер у своїх працях доводив, що мета усіх фінансових операцій держави, як то адміністрування податків, здійснення видатків, запозичень чи емісії грошей полягає не у збалансуванні бюджету, а в досягненні збалансованого стану усієї економіки. На його думку, державний борг не потребує повернення, його необхідно лише обслуговувати та рефінансувати, а в будь-який момент часу держава може застосувати інструменти для зменшення боргового тягара (наприклад, збільшити грошову масу, або збільшити дохідну частину бюджету через підвищення податків) [<sup>10</sup>, с. 190]. Поряд з цим, А. Лернер доводив, що внутрішній державний борг взагалі не доцільно вважати тягарем, адже «нація, яка винна іншим націям, біднішає чи обтяжує себе», але «коли нація винна громадянам тієї ж самої нації, ми винні його самі собі» [<sup>11</sup>, с. 33].

Поділяючи наукові погляди А. Лернера, сучасний американський вчений Р. Барро доводить, що внутрішні запозичення не справляють суттєвого впливу на

---

<sup>8</sup> Рау, К. Г. Основные начала финансовой науки / К. Г. Рау. – СПб.: Типография Майкова, 1868. – Том 2. – 378 с.

<sup>9</sup> Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.

<sup>10</sup> Луссе, А. Макроэкономика: краткий курс: учебное пособие. – СПб.: Издательство «Питер», 1999. – 240 с.

<sup>11</sup> Алехин, Б. И. Государственный долг: пособ. для студ. / Б. И. Алехин. – М.: Академия бюджета и казначейства, 2007. – 302 с.

економіку, адже фінансування дефіциту шляхом взяття запозичень та за рахунок підвищення податків є рівноцінними способами залучення коштів. Однак, боргове фінансування не переносить тягар бюджетних видатків на платників податків, але дає змогу підтримати платоспроможний сукупний попит і стабілізувати економіку [12]. Натомість, Г. Менк'ю виходив у наукових пошуках з того, що державний борг є тягарем для майбутніх поколінь, оскільки зменшує обсяг нагромадженого капіталу, збільшує зовнішню заборгованість. Він також вказував на негативний вплив, який справляє державний борг на розмір середньої заробітної плати, адже зі зниженням нагромадження капіталу й, відповідно, підвищенням його вартості, спостерігатиметься падіння продуктивності праці та рівня її оплати [13, с. 17]. На думку сучасних вчених-неокласиків, державні позики провокують появу ефекту витіснення приватних інвестицій, які більш чутливі до процентних ставок, ніж державні; а також до порушення раціональності розміщення ресурсів в економіці, оскільки ефективність їхнього використання у приватному секторі була б значно вищою, ніж у державному.

Критикуючи позицію К. Рау, американські вчені К. МакКоннелл та С. Брю визначають державний борг як суспільний актив, що сформований з фінансових активів усіх суб'єктів ринку. На їхню думку, теза про те, що державний борг є тягарем для майбутніх поколінь та чинником можливого банкрутства держави вірна лише частково. К. МакКоннелл і С. Брю вказують, що небезпеки банкрутства можна уникнути шляхом рефінансування боргу, підвищення податків чи грошової емісії. Тягарем для країни є тільки зовнішній борг, адже «виплата процентів та основної суми такого боргу потребує передачі частини реального продукту країни іншим державам» [14, с. 421]. Натомість, внутрішній державний борг стимулює підвищення попиту та зростання цін на інші активи в економіці [15, с. 457].

Ще більш радикальний у своїх поглядах Дж. Стігліц, який є прихильником активного державного втручання в економіку. На його думку, жорстка бюджетна

<sup>12</sup> Barro R. On the Determinants of the Public Debt / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1979. – Vol. 87 (5). – P. 940-971.

<sup>13</sup> Elmendorf D. W. Government Debt [Electronic resource] / D. W. Elmendorf, N. G. Mankiw // NBER Working paper. – 1998. – No. 6470. – 94 p. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w6470.pdf>.

<sup>14</sup> МакКонелл, К. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. МакКонелл, С. Брю. – М.: Инфра, 2003. – 502 с.

<sup>15</sup> МакКонелл, К. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. МакКонелл, С. Брю. – М.: Инфра, 2003. – 502 с.

економія в кризових умовах неприйнятна, натомість завдяки відновленню росту економіки за допомогою державних запозичень відновлюються можливості для сплати державного боргу, зниження відсоткових ставок та звільнення нових місць для інвестицій. З огляду на це, дефіцитне фінансування державних програм та збільшення через це державного боргу є цілком прийнятним [<sup>16</sup>, с. 622–640].

Сучасні вітчизняні економісти подають доволі широкий перелік причин, які обумовлюють виникнення державного боргу, при цьому виділяють серед них об'єктивні і суб'єктивні. До перших у науковій літературі прийнято відносити:

- непередбачене виникнення кризових явищ в економіці країни;
- погіршення світової економічної кон'юнктури;
- фінансування пріоритетних національних програм розвитку;
- форс-мажорні обставини, пов'язані з природними катаклізмами;
- застосування нових виробничих технологій [<sup>17</sup>];
- залучення коштів для підтримання стабільності національної валюти;
- мілітаризація, ведення війн та інше [<sup>18</sup>, с. 219].

До суб'єктивних чинників можна зарахувати наступні:

- «хронічний» дефіцит бюджету;
- хибна курсова політика Національного банку України;
- вплив політичних бізнес-циклів (швидке нарощування державних витратів в періоди підвищеної політичної активності);
- дискреційна фіскальна політика, направлена на зниження податкового тиску без відповідного перегляду державних витрат;
- циклічне зменшення податкових поступлень та збільшення соціальних трансфертів в умовах кризи);
- нецільове та неефективне використання бюджетних коштів;

<sup>16</sup> Стиглиць, Дж. Ю. Экономика государственного сектора / Дж. Ю. Стиглиць. – М.: Изд-во МГУ: ИНФРА-М, 1997. – 720 с.

<sup>17</sup> Вахненко, Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 14-28.

<sup>18</sup> Державні фінанси: Навчальний посібник / [В. Базилевич, Л. Баластрик]; за заг ред. В. Базилевича. – Вид. 2-ге, доп. і перероб. – К.: Атіка, 2004. – 368 с.

– порушення строків виконання державних цільових програм, що веде до їхнього здрожчання; використання корупційних схем для розкрадання бюджетних коштів та ін.

Визначальним аспектом дослідження змісту будь-якого економічного явища є розкриття його сутності – внутрішнього змісту предмету, що виражається у єдності усіх його багаточисельних властивостей і відносин. Сутність являє собою внутрішній стан об'єкта, його глибинний зміст, що взяті у сукупності [<sup>19</sup>, с. 83]. Державний борг як економічне явище має складну природу, внаслідок чого у науковому середовищі існують багато підходів до трактування його сутності. На думку В. Федосова, С. Огородніка та В. Суторміної, державний борг являє собою «суму заборгованості за випущеними й непогашеними внутрішніми позиками, а також суму фінансових зобов'язань країни щодо іноземних інвесторів на певну дату» [<sup>20</sup>, с. 226]. У поданій дефініції чітко вказано, що формування державного боргу відбувається як з внутрішніх, так і зовнішніх джерел. Подібну редакцію подає В. Козюк, який визначає державний борг як «загальну суму емітованих, але непогашених позик з нарахованими процентами та прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань» [<sup>21</sup>, с. 11]. Таким чином, змістовні межі поняття «державний борг» дещо розширюються, адже В. Козюк зараховує до нього також гарантовані державою зобов'язання. Також примітним моментом цієї дефініції є те, що вчений вказує на приналежність нарахованих відсотків до державного боргу. Майже ідентичні змістовно та редакційно визначення державного боргу подають у своїх працях З. Ватаманюк і С. Панчишин [<sup>22</sup>, с. 383], В. Кудряшов [<sup>23</sup>, с. 293], А. Панчук [<sup>24</sup>, с. 20].

---

<sup>19</sup> Дудченко, В. Державний борг як об'єкт регулювання / В. Дудченко // Економічний аналіз: Зб. наук. праць ТНЕУ. – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – Вип. 2 (18). – С. 82-87.

<sup>20</sup> Государственные финансы: учеб. пос. / [В. М. Федосов, Л. Д. Буряк, Д. Д. Бутаков и др.]; [под ред. В. М. Федосова, С. Я. Огородника, В. Н. Суторминой]. – К.: Лыбидь, 1991. – 276 с.

<sup>21</sup> Козюк, В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: моногр. / В. В. Козюк. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.

<sup>22</sup> Ватаманюк З. І. Економічна теорія: макро- і мікроекономіка : навч. посіб. / [З. І. Ватаманюк, С. М. Панчишин, С. К. Ревенчук та ін.]. – К.: Альтернативи, 2005. – 608 с.

<sup>23</sup> Кудряшов, В. П. Курс фінансів: навч. посіб. / В. П. Кудряшов. – К.: Знання, 2008. – 431 с.

<sup>24</sup> Панчук, А. В. Державний кредит: конспект лекцій / А. В. Панчук. – К.: КДТЕУ, 1995. – 20 с.

В. Базилевич та Л. Баластрик визначають державний борг як «нагромаджену урядом суму запозичень для фінансування дефіцитів державних бюджетів» [25, с. 633]. Таке визначення доволі сумнівне, адже виникнення державного боргу може бути пов'язане не лише з існуванням дефіциту бюджету, але й прийняттям державою на себе боргів суб'єктів господарювання. Натомість визначення, подане Т. Вахненко, докладно розкриває сутність державного боргу як «суми фінансових зобов'язань сектору загального державного управління, що мають форму договірних, щодо внутрішніх та зовнішніх кредиторів, з приводу відшкодування залучених коштів (одержаних товарів, робіт, послуг) та виплати відсотків (чи без такої виплати)» [26, с. 24]. На наш погляд, попри змістовну завершеність, редакція визначення не зовсім вдала. Більш лаконічним у цьому ракурсі є дефініція, подана авторами підручника «Фінанси» за редакцією С. Юрія і В. Федосова: «державний борг – це сума прямих договірних зобов'язань органів державного управління перед економічними суб'єктами інших секторів економіки (резидентами) та зарубіжними кредиторами» [27, с. 228].

Оригінальний підхід до трактування суті державного боргу запропонований О. Хайдаєвою. Вона характеризує його як підсумок кредитних відносин з приводу трансформації капіталу з національного приватного сектора або з-за кордону в державний бюджет на підставі принципів запозичення. При цьому борг засвідчує лише ті кредитні відносини, у яких держава виступає позичальником, а загальний обсяг позикового капіталу складає його величину [28, с. 44]. Визнаючи право на існування такої дефініції, вважаємо, що вона обмежує зміст державного боргу, адже О. Хайдаєва не зараховує до його складу гарантовані зобов'язання. Втім, такий підхід до трактування державного боргу поділяє В. Дудченко, яка визначає його як вид відносин між господарюючими суб'єктами, якими з одного боку є держава, яка переважно є позичальником, а також гарантом і кредитором; з

<sup>25</sup> Базилевич, В. Д. Макроекономіка: підруч. / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич, Л. О. Баластрик. – К.: Знання, 2007. – 703 с.

<sup>26</sup> Вахненко, Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.

<sup>27</sup> Фінанси: Підручник / [С. І. Юрій, Л. М. Алексеєнко, І. В. Зятковський та ін.]; за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

<sup>28</sup> Хайхадаєва, О. Д. Государственный долг Российской Федерации: теоретические и исторические аспекты / О. Д. Хайхадаева. – СПб.: Изд-во СПбГУЭиФ, 2000. – 121 с.

іншого боку – юридичні та фізичні особи, які виступають у якості кредитора [29, с. 83].

Підсумовуючи дослідження наукових поглядів на предмет трактування суті державного боргу, можемо констатувати відсутність узгоджених позицій. Кожен дослідник, формулюючи власну дефініцію цього поняття, акцентує увагу на тому чи іншому його аспекті відповідно до мети, визначеної науковим завданням. Між тим, зважаючи на складну природу державного боргу, до трактування його суті та змісту доцільно підходити з урахуванням вимог комплексності й системності. На наш погляд, за сутністю державний борг являє собою сукупність фінансово-кредитних відносин з приводу залучення державою тимчасово вільних коштів економічних агентів, інших держав, міжнародних організацій у формі випуску, обслуговування, погашення державних боргових цінних паперів та укладення кредитних угод. За змістом державний борг доцільно характеризувати як суму емітованих, але не погашених позик з нарахованими відсотками, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань.

Важливим аспектом розкриття концептуальних підвалин державного боргу є питання його систематизації. Зважаючи на багатоаспектність цього поняття, а також різноманіття форм та видів його вияву, у науковій літературі представлено доволі широкий перелік таксономічних ознак розмежування державного боргу. Боргові зобов'язання держави прийнято розподіляти за валютою або терміном залучення, структурою зобов'язань, типом кредитора чи боргового зобов'язання, сферою розміщення і багатьма іншими ознаками. При цьому переважна більшість вчених погоджуються, що з методологічних та практичних позицій винятково важливо розмежовувати державний борг за джерелом походження (внутрішній та зовнішній), а також валютою залучення (у національній чи іноземній валюті), адже ці складові потребують різних методів боргового управління.

Економічна сутність будь-якого явища розкривається через його функції. Функція (від лат. *functio* – виконання, здійснення) – зовнішній прояв властивостей

---

<sup>29</sup> Дудченко, В. Державний борг як об'єкт регулювання / В. Дудченко // Економічний аналіз: Зб. наук. праць ТНЕУ. – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – Вип. 2 (18). – С. 82-87.

якого-небудь об'єкта в даній системі відносин. В науковій літературі державний борг традиційно наділяють фіскальною та регулятивною функціями [<sup>30</sup>, с. 30]. Першу функцію характеризують як здатність державного боргу забезпечувати мобілізацію державою необхідних коштів для фінансування державних витрат. Зміст другої із наведених функцій – регулятивної – втілюється у коригуванні обсягу грошової маси через механізм купівлі-продажу державних цінних паперів центральним банком країни. На думку Т. Вахненка, до переліку наявних функцій державного боргу доцільно додати валютно-фінансову (поповнення міжнародних валютних резервів) та перерозподільчу (перерозподіл капіталу між приватним і державним сектором, а також між секторами фінансового ринку) функції [<sup>31</sup>, с. 8], а В. Дудченко наводить аргументи на користь доповнення цього переліку ще й функціями економічної стабілізації та оптимального розподілу ресурсів. Зміст першої із цих функцій В. Дудченко визначає як вплив, що справляє держава на макроекономічні показники через заходи, фінансовані за допомогою державних позик. Зміст функції оптимального розподілу ресурсів виявляється у використанні державного боргу як важелю розподільчого впливу [<sup>32</sup>, с. 83].

На наш погляд, ініціатива щодо наділення державного боргу властивими йому функціями може бути предметом наукової дискусії. Функція являє собою іманентно притаманну властивість певного явища, яка виявляється безумовно, у будь-якій ситуації. Зважаючи на це, можна із вищенаведених функцій державного боргу не можна назвати власне функцією, а лише певним аспектом вияву ролі державного боргу як складного економічного явища. Зокрема, державний борг не може виконувати фіскальну функцію, адже він є не рушієм, а наслідком залучення державою коштів. Ця функція характерна для державного кредиту. З іншого боку, пропонуючи додаткові функції державного боргу, В. Дудченко вказує на умови, коли вони можуть виявитись. Це суперечить самій природі наукового поняття «функція» як іманентно притаманної властивості об'єкта дослідження. Зважаючи

<sup>30</sup> Корнєв, В. Боргові парадокси і орієнтири державних запозичень / В. Корнєв // Економіка України. – 2000. – №6. – С. 30-37.

<sup>31</sup> Вахненко, Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.

<sup>32</sup> Дудченко, В. Державний борг як об'єкт регулювання / В. Дудченко // Економічний аналіз: Зб. наук. праць ТНЕУ. – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – Вип. 2 (18). – С. 82-87.

на такі міркування вважаємо, що наділяти державний борг певними функціями не доцільно, питання має ставитись про вивчення ролі та наслідків його існування.

Не зважаючи на те, що питання наслідків державного боргу вивчається уже більше двох століть, чіткої відповіді на те, позитивним чи негативним є його вплив на соціально-економічні процеси немає. Більшість вчених погоджуються, що характер цього впливу визначається конкретною ситуацією й залежить від численних чинників. Зокрема, в час економічної рецесії державні позики дають змогу упередити різке зниження сукупного попиту й стабілізують економіку. Залучення додаткових коштів в економіку може дати поштовх її зростанню, адже зовнішні зобов'язання розширюють «витратні» можливості уряду, дають йому можливість фінансувати інвестиції, не забезпечені внутрішніми заощадженнями [<sup>33</sup>, с. 6].

Спектр негативних наслідків державного боргу є більш широким. Перш за все, державні запозичення провокують витіснення приватних інвестицій. З метою мобілізації коштів на обслуговування боргу, держава змушена підвищувати рівень податкового навантаження, скорочувати державні витрати, що веде до стагнації економіки та провокує розростання масштабів соціальних протестів [<sup>34</sup>, с. 289-290]. З накопиченням державного боргу він все більшою мірою заміщує собою приватний капітал, інвестування приватних заощаджень у боргові зобов'язання уряду стає все більш привабливим. Як наслідок, скорочуються приватні інвестиції у виробництво, що ставить під загрозу добробут майбутніх поколінь [<sup>35</sup>, с. 290].

Вагомі економічні ризики несе за собою накопичення державного боргу в іноземній валюті. Надходження коштів в рамках здійснення іноземних запозичень створює девальваційний тиск на національну валюту, що провокує поглиблення негативного сальдо торговельного балансу. Пов'язаний з обслуговуванням боргу та його погашенням відтік іноземної валюти за кордон спричиняє формування дефіциту валюти на фінансову ринку, що посилює девальваційні тенденції. Крім

<sup>33</sup> Касич А.О. Вплив зовнішнього боргу на інвестиційну активність економічної системи / А. О. Касич // Інвестиції : практика та досвід. – 2008. – №3. – С. 3-7.

<sup>34</sup> Длугопольський О. В. Теорія економіки державного сектора: Навчальний посібник / О. В. Длугопольський. – К.: «ВД «Професіонал», 2007. – 592с.

<sup>35</sup> Длугопольський О. В. Теорія економіки державного сектора: Навчальний посібник / О. В. Длугопольський. – К.: «ВД «Професіонал», 2007. – 592с.



цього, надмірна орієнтація на зовнішні запозичення робить країну вразливою до коливань кон'юнктури на світових товарних і фондових ринках та періодично призводить до боргових криз.

## **1.2. Функціональні елементи та системи забезпечення управління державним боргом.**

В ринковий умовах державний борг є одним з невід'ємних елементів системи державних фінансів. Нарощування обсягів державної заборгованості, швидке зростання витрат на його обслуговування актуалізують питання пошуку дієвих форм і методів боргового управління. Досвід зарубіжних країн з ринковою економікою доводить, що зі зростанням обсягів державного боргу, погіршенням його структури він стає все більш обтяжливим для держави, а його вплив на фінансову систему – більш руйнівним. Об'єктивним фактом є наявність тісного зв'язку між структурно-динамічними характеристиками державного боргу та рівнем економічної безпеки країни, а тому організація ефективного управління борговими зобов'язаннями є актуальним питанням забезпечення економічної стабільності у державі. Від цього значною мірою залежить бюджетна дієздатність держави, стабільність національної валюти, а отже фінансова підтримка з боку міжнародних фінансових організацій [<sup>36</sup>, с. 195].

Питання теорії та практики управління державним боргом перебували у полі зору дослідників впродовж багатьох поколінь. Серед сучасних науковців ця проблема вивчається Т. Боднарук, В. Дудченко, В. Новицьким, О. Плотніковим, В. Верхолазом та іншими вченими. У західній науковій літературі управління державним боргом визначають як регулювання структури державних боргових

---

<sup>36</sup> Форкун І. Формування та управління державним боргом в період фінансової кризи / І. Форкун, К. Хитра // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – Т. 3. – С. 195-199.

зобов'язань за наявного обсягу заборгованості. Для прикладу, на думку Е. Рольфа, управління боргом являє собою дії уповноважених органів, а саме центрального банку та казначейства, спрямовані на зміну обсягу та видів боргових цінних паперів в обігу. Однак, питання планування обсягів нової емісії боргових цінних паперів для покриття дефіциту бюджету чи обсягів погашення раніше емітованих зобов'язань за умови бюджетного надлишку, не належить до сфери управління державним боргом [<sup>37</sup>, с. 25].

Частина науковців, формулюючи дефініцію управління державним боргом, намагається деталізувати зміст управлінських дій, які ним передбачаються. Так, на думку Б. Болдирєва, воно являє собою сукупність дій держави, пов'язаних із вивченням кон'юнктури на ринку позичкових капіталів, випуском нових позик і виробленням умов випуску, виплатою відсотків за раніше емітованими позиками, проведенням конверсій і консолідацій позик, встановленням курсу облігацій на грошовому ринку, вжиття заходів з визначення процентних ставок за державними позиками. До царини управління державним боргом Б. Болдирєв також зараховує заходи щодо погашення раніше випущених позик, термін дії яких уже вийшов [<sup>38</sup>, с. 219]. Визнаючи право вченого на свою наукову позицію, вважаємо такий підхід невдалим, адже: по-перше, дефініція є редакційно надто громіздкою; по-друге, існує ризик упущення важливих складових управління державним боргом. Більш вдалим у цьому ракурсі є визначення, запропоноване С. Юрієм та В. Стоян, які характеризують управління державним боргом як сукупність заходів, які здійснює держава в особі її уповноважених органів з приводу визначення місць і умов розміщення та погашення державних позик, забезпечення гармонізації інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів [<sup>39</sup>, с. 286]. Аналогічну дефініцію пропонує також Л. Синявська [<sup>40</sup>, с. 165].

---

<sup>37</sup> Алехин Б. И. Государственный долг: пособ. для студ. / Б. И. Алехин. – М.: Академия бюджета и казначейства, 2007. – 315 с.

<sup>38</sup> Финансы капитализма: Учебник / [Б. Болдырев, Л. Окунева, Л. Павлов и др.]; под ред. Б. Болдырева. – М.: Финансы и статистика, 1990. – 384 с.

<sup>39</sup> Юрій, С. Казначейська система: Підручник / С. Юрій, В. Стоян, М. Мац. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2002. – 394 с.

<sup>40</sup> Синявська, Л. Державний борг України: динаміка та основні проблеми управління / Л. Синявська // Вісник Львівського національного аграрного університету. – 2013. – №20. – С. 162-167.

Згідно процесуального підходу, управління державним боргом визначають як сукупність певних послідовних етапів управлінських дій. Так, Д. Головачев характеризує його як формування напряму економічної політики держави, який пов'язаний з її діяльністю в якості позичальника або гаранта. Безпосередньо зміст боргового управління, на його думку, полягає у наступному:

- розробка та реалізація політики формування державного боргу;
- таргетування заборгованості (визначення загального обсягу бюджетного дефіциту і відповідно обсягів запозичень, необхідних для його фінансування);
- визначення основних напрямів і мети впливу залучених позик на мікро- і макроекономічні показники;
- аналіз доцільності і проектування ефективності боргового фінансування державних програм тощо [15, с. 8].

На думку В. Опаріна [53, с. 177] управління державним боргом являє собою діяльність, спрямовану на забезпечення платоспроможності держави, можливість погашення боргів. О. Жулин [<sup>41</sup>, с. 320] деталізує таке визначення, зараховуючи до сфери боргового управління заходи й процедури, які охоплюють увесь борговий процес, починаючи від залучення позики й закінчуючи її повним погашенням. Управління державним боргом, на її думку, складається з трьох основних етапів:

- залучення, яке передбачає проектування майбутніх витрат на погашення боргу (планування обсягу позик, форми і умов запозичення, структури боргу);
- використання (максимізація доходу від залучених позик, формування бази для його погашення за рахунок фінансування інвестиційних проектів);
- погашення та обслуговування боргу (ранжування усіх можливих варіантів між повним погашенням боргу і абсолютним дефолтом, виконання зобов'язань щодо погашення основної суми боргу, сплати відсотків та супутніх витрат).

Зміст управління державним боргом відображений також у вітчизняних і міжнародних правових актах. Так, у Настановах з управління державним боргом МВФ і Світового банку його характеризують як процес вироблення й реалізації

---

<sup>41</sup> Жулин, О. Управління державним боргом з метою максимізації суспільного добробуту / О. Жулин // Управління проектами, системний аналіз і логістика. – 2012. – Вип. 9. – С. 319-322.

стратегії управління заборгованістю органів державної влади з метою залучення необхідного обсягу фінансування, втілення цільових завдань уряду щодо ризику і витрат, а також вирішення інших завдань, поставлених урядом у сфері управління державним боргом <sup>[42]</sup>. У вітчизняному законодавстві зміст управління боргом закріплений у Положенні про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом затвердженим Наказом Міністерства фінансів України №461 від 16 червня 2010 року, де під ним визначено комплекс заходів органів державного управління щодо забезпечення задоволення потреб держави у фінансуванні державного бюджету за рахунок боргових джерел при мінімально можливих витратах в середньо- та довгостроковій перспективі з прийнятним рівнем ризиків, а також спрямованих на розвиток і підтримку внутрішнього ринку державних цінних паперів <sup>[43]</sup>.

Зважаючи на наведені наукові підходи до трактування сутності управління державним боргом, вважаємо за можливе сформулювати власну позицію. Отже, під управлінням державним боргом, на наш погляд, доцільно розуміти сукупність заходів, способів, операцій і процедур, реалізованих уповноваженими суб'єктами щодо регулювання об'ємно-структурних параметрів державного боргу шляхом визначення умов та форм залучення, розміщення й погашення державних позик, узгодження інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів.

Суб'єктами боргового управління є законодавчо уповноважені суб'єкти, які мають право здійснювати операції з борговими зобов'язаннями уряду; юридичні й фізичні особи, які залучають позикові кошти під державні гарантії; кредитори (вітчизняні та іноземні фінансово-кредитні установи, іноземні країни, міжнародні фінансові організації та ін.). Об'єктом такого управління є боргові зобов'язання держави; запозичені з внутрішніх та зовнішніх джерел кошти, що надійшли від міжнародних та зарубіжних інвесторів згідно з

---

<sup>42</sup> Наставления по управлению государственным долгом // МВФ, Всемирный банк. – 2001. – 21 марта. – с. 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://treasury.worldbank.org/web/pdf/guidelines\\_2001\\_russian.pdf](http://treasury.worldbank.org/web/pdf/guidelines_2001_russian.pdf).

<sup>43</sup> Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом: Наказ Міністерства фінансів України № 461 від 16.06.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=255474&cat\\_id=255473](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=255474&cat_id=255473)

міжнародними угодами; частина ВВП, що спрямовується для обслуговування державного боргу [44].

Головною метою управління державним боргом є забезпечення високого рівня платоспроможності держави й досягнення на цій основі боргової безпеки. Втім, реалізація цієї мети передбачає оптимізацію обсягів залучення державою позикових коштів; мінімізацію витрат, пов'язаних з управлінням державними борговими зобов'язаннями; створення умов для макроекономічної стабільності у поточному і перспективному періодах. Це вимагає узгодження динаміки боргових зобов'язань з макроекономічною динамікою, при залученні нових позик варто враховувати рівень поточної платоспроможності держави та її здатність погашати попередньо взяті зобов'язання.

Стратегічна мета управління державним боргом не може бути досягнута відразу. Відтак, важливо визначити проміжні завдання, які необхідно реалізувати в ході управління. Так, Л. Синявська визначає складовими елементами управління державним боргом рішення щодо:

- організації повного обліку умовних боргових зобов'язань, впровадження системи управління, спрямованої на упередження ризиків перетворення непрямих зобов'язань на прямі державні борги та створення необхідних у критичних умовах спеціальних державних фінансових резервів;
- запровадження централізованого обліку та аналізу стану заборгованості за усіма формами умовних зобов'язань;
- розробки єдиних стандартів звітності й публічного розкриття інформації щодо усіх складових державних боргових зобов'язань;
- розробки стратегії управління державним боргом;
- забезпечення централізованого обліку державних фінансових зобов'язань, які не були забезпечені бюджетними асигнуваннями попередніх років [45, с. 166].

---

<sup>44</sup> Вінницький П. Особливості управління зовнішнім державним боргом України та напрями його удосконалення / П. Вінницький / [Роль фінансово-кредитної системи у розвитку економіки країни]: матер. наук. інтернет-конф. – 2010. – 15 грудня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://conf-cv.at.ua/forum/44-351-1>

<sup>45</sup> Синявська, Л. Державний борг України: динаміка та основні проблеми управління / Л. Синявська // Вісник Львівського національного аграрного університету. – 2013. – №20. – С. 162-167.

На наш погляд, такий підхід дещо однобоко характеризує зміст управління боргом, акцентуючи увагу на його облікових аспектах. Вважаємо, що у процесі управління борговими зобов'язаннями держави мають вирішуватись такі завдання:

- мінімізація вартості боргу;
- забезпечення ефективного й цільового використання позичених коштів;
- забезпечення своєчасного та повного погашення суми основного боргу та нарахованих відсотків;
- оптимізація структури боргу у розрізі внутрішніх і зовнішніх кредиторів, а також за строками й валютами залучення, умовами обслуговування;
- забезпечення стабільності курсу національної грошової одиниці.

Необхідною передумовою забезпечення ефективності управління боргом є вироблення ключових принципів, на яких мають базуватися розробка і реалізація управлінських рішень. Перелік найважливіших принципів управління державним боргом можна сформулювати наступним чином:

- об'ємно-структурної оптимальності, який передбачає проектування обсягу державного боргу, а також оптимізацію його структури за кредиторами, валютами залучення, строками обертання й погашення з метою упередження реалізації ризиків втрати стабільності економіки, втрати фінансової незалежності держави та розгортання кризових явищ;
- мінімізації ризиків, який передбачає диверсифікацію і оптимізацію джерел запозичень таким чином, щоб максимально знизити вплив коливань кон'юнктури світового ринку капіталів і спекулятивних тенденцій ринку цінних паперів на ринок державних зобов'язань [<sup>46</sup>, с. 239];
- публічності, зміст якого полягає у відкритості усіх рішень щодо залучення коштів для державних потреб чи їх повернення, забезпечення широкого доступу вітчизняних та іноземних рейтингових агентств до інформації про економічне становище країни з метою встановлення її об'єктивного кредитного рейтингу;

---

<sup>46</sup> Фінанси: Підручник / [С. І. Юрій, Л. М. Алексеєнко, І. В. Зятковський та ін.]; за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

– обов'язковості виконання зобов'язань, який передбачає суворе дотримання умов угод залучення коштів з метою збереження та підвищення репутації країни як надійного позичальника [<sup>47</sup>, с. 16] (рис. 1.1).

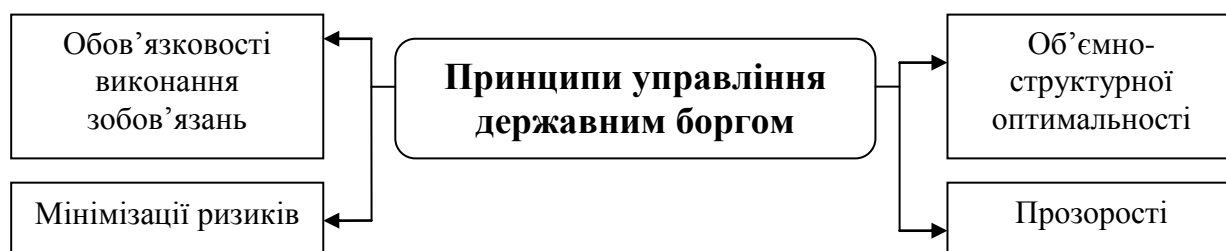


Рис. 1.1. Принципи управління державним боргом.

Реалізація ефективної політики управління державним боргом неможлива без формування відповідної організаційної структури, правового поля і механізму регулювання боргових зобов'язань. Зважаючи на усталений підхід до трактування поняття «механізм» як сукупності взаємопов'язаних складових, під механізмом управління державним боргом, на наш погляд, доцільно розуміти сукупність форм, методів та інструментів залучення, використання й погашення боргових зобов'язань держави у відповідності до вимог боргової безпеки (рис. 1.2).



<sup>47</sup> Кириченко, О. Сучасні теорії управління зовнішньою заборгованістю / О. Кириченко, В. Кудрицький // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – №7. – С. 15-27.

*Рис. 1.2. Елементи механізму управління державним боргом.*

Головним елементом механізму управління державним боргом, застосування якого визначає ефективність цієї діяльності загалом є методи управління. У науці під методами розуміють засоби впливу керівного суб'єкта на керований об'єкт з певною метою. Відтак, у нашому випадку методи управління боргом – це засоби впливу фінансових відносин на процеси у сфері державних запозичень. При цьому усіх методи управління боргом можна поділити на загальні (властиві усім видам управлінської діяльності) і спеціальні (розкривають особливості управління борговими зобов'язаннями).

До загальних методів боргового управління належать:

- прогнозування та планування державного боргу – проектування обсягів та структури боргових зобов'язань уряду на поточний і тривалий період. Його підсумки враховуються при складанні прогнозів соціально-економічного розвитку країни, а також розрахунку конкретних показників у сфері державних фінансів;

- контроль державного боргу, направлений на забезпечення ефективного використання запозичених коштів [<sup>48</sup>, с. 126].

Щодо спеціальних методів управління державним боргом, то у науковій літературі представлений доволі широкий їхній перелік, а саме:

- новація – домовленість між позичальником і кредитором щодо заміни зобов'язання з певного фінансового кредиту іншим зобов'язанням;

- уніфікація позик – об'єднання декількох раніше випущених позик. При цьому облігації та сертифікати раніше випущених позик обмінюються на облігації та сертифікати нової позики;

- конверсія – одностороння зміна дохідності позики, коли держава заявляє про зниження для кредиторів дохідності з позик, отриманих державою;

---

<sup>48</sup> Кучер Г. В. Управління державним боргом: Підручник / Г. В. Кучер. – К.: КНТЕУ, 2002. – 342 с.



- консолідація – зміна строків погашення позик, тобто перенесення дати виплати з зобов'язаннями на пізніший термін;
- обмін облігацій за регресивним співвідношенням, коли нововипущені облігації підлягають обміну на певну кількість облігацій, які перебувають в обігу;
- відстрочення погашення позик провадиться, коли випуск нових позик використовується на обслуговування раніше випущених позик;
- анулювання боргу – відмова держави від усіх зобов'язань щодо раніше випущених позик. Може бути зумовлене фінансовою неспроможністю держави або політичними мотивами [<sup>49</sup>, с. 327].

Втім, у сучасних умовах найбільш затребуваним серед спеціальних методів управління боргом є рефінансування, зміст якого полягає у погашенні основного обсягу боргу за рахунок нових позик. Однак, необхідною умовою успішності рефінансування є висока репутація країни-позичальника, засвідчена відповідними рейтингами держави, присвоєними провідними рейтинговими агентствами світу згідно з установленими правилами.

Попри широкий інструментарій управління державним боргом, жоден із наведених методів не може визнаватись як універсальний. Успішність виконання завдань боргового управління, а відтак, рівень боргової безпеки країни залежить від їхнього вдалого та своєчасного застосування. Передувати цьому має глибоке попереднє вивчення поточної ситуації у царині державного боргу та ґрунтовний аналіз можливих наслідків від вжиття управлінських заходів.

### **1.3. Критерії ефективності управління державним боргом та його роль у досягненні боргової безпеки держави.**

Ключовою умовою високої ефективності будь-якої управлінської діяльності є його стратегічна виваженість. У випадку з управлінням державним боргом, усі рішення з питань залучення й використання державою позикових ресурсів мають

---

<sup>49</sup> Финансы: Учебник для вузов / Под ред. проф. Л. А. Дробозиной. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 527 с.

здійснюватись у рамках виконання відповідної боргової стратегії. Її формуванню має передумати глибокий аналіз впливу державної заборгованості та економічну ситуацію в країні, стабільність фінансової системи і грошової одиниці, параметри платіжного балансу, рівень дефіциту ресурсів сектору публічного управління та ін. Вітчизняний досвід управління державним боргом впродовж останніх років переконливо доводить гостру необхідність вироблення чіткої стратегічної мети й завдань боргової політики, а також розробки об'єктивних методик оцінювання її ефективності.

Впродовж двох десятиліть ключовим завданням боргової політики держави було забезпечення неемісійного покриття дефіциту державного бюджету, а також утримання стабільного обмінного курсу національної валюти. Водночас, наслідки цієї політики для реального сектору економіки, а також можливі сценарії розвитку боргової ситуації в майбутньому практично ігнорувались. Така політика вела до швидкого нарощування обсягів державної заборгованості, що в поєднанні з вкрай неефективним використанням запозичених коштів та прорахунками в управлінні наявними позиками генерувало в економіці країни деструктивні тенденції. На думку багатьох експертів, сучасна боргова політика України із запізненням реагує на економічні трансформації та нівелює можливості оперативного втручання у перебіг найважливіших процесів, які відбуваються у фінансовій системі. Між тим, питання забезпечення ефективності управління державним боргом є проблемою загальнодержавної ваги, оскільки «досягнення боргом певних критичних меж є реальною загрозою фінансовій безпеці держави та може проявлятися в обмеженні державного суверенітету» [<sup>50</sup>, с. 6].

Недостатньо ефективною сучасна політика управління державним боргом в Україні є також за інституційними і вартісними критеріями оцінювання боргового навантаження. В силу об'єктивних та суб'єктивних чинників, продовж багатьох років уряд у політиці залучення позикових коштів віддавав перевагу зовнішнім запозиченням, що підвищувало ризики втрати фінансової незалежності держави, а також високої залежності макроекономічної ситуації від волатильності валютного

---

<sup>50</sup> Кравчук К. Дефолт-2012 / К. Кравчук // Галицькі контракти. – 2009. – №48. – С. 6-7.

курсу. Водночас, внутрішній ринок боргових цінних паперів через відсутність активності з боку держави практично не розвивався. З негативного боку можна також оцінювати практику використання залучених коштів, які направлялись переважно на рефінансування зобов'язань попередніх років та покриття дефіциту бюджету, інвестиційна складова у запозиченнях залишалась низькою [51, с. 89]. Додатковим чинником нагнітання боргової проблеми було поширення практики неповернення суб'єктами господарювання взятих під державні гарантії кредитів, що створювало додаткове навантаження на державний бюджет. В сукупності дія окреслених чинників послаблювала рівень боргової безпеки країни і провокувала погіршення макроекономічних показників.

На думку А. Мниха, ефективність боргової політики визначається ступенем досягнення цілей боргової стратегії, які поділяються на три блоки [52]. Перший блок цілей полягає у забезпеченні макроекономічної стабілізації та структурних ринкових реформ для адаптації економіки до глобальних перетворень й зростання ВВП. Другий блок передбачає застосування державою ринкових та неринкових методів полегшення боргового навантаження. Третій блок цілей боргової політики, на думку А. Мниха, пов'язаний із збільшенням валютних надходжень до країн-боржників. При прийнятті рішень про залучення додаткових позикових ресурсів визначальною має бути спрямованість їхнього використання.

Н. Педченко і Л. Лугівська вважають, що головні критерії ефективності боргової політики можна сформулювати наступним чином:

– стійка фінансова система, яка визначається рівнем дефіциту бюджету, стабільністю фінансової системи, національної валюти, рівнем цін та розвитком фінансового ринку;

– збалансована зовнішньоекономічна політика, раціональна структура зовнішньої торгівлі, що орієнтовані на забезпечення потреб внутрішнього ринку і захист вітчизняного виробництва;

---

<sup>51</sup> Карапетян О. Вплив державного боргу на макроекономічний розвиток: концептуальні підходи / О. Карапетян // Світ фінансів. – 2005. – Вип. 3-4. – С. 87-94.

<sup>52</sup> Мних, А. М. До питань стратегічної діяльності держави в управлінні державним боргом / А. Мних // Агроінком. – 2010. – №11. – С. 57-59.

- високий рівень життя населення і стабільна соціально-політична ситуація в країні, зменшення соціальної напруги;
- високий рівень інвестиційної привабливості країни [<sup>53</sup>, с. 41].

Систему оцінювання рівня боргової безпеки можна визначити стрижневим елементом системи боргового управління. Перевищення гранично допустимого рівня державного боргу може призвести до нездатності держави виконувати свої зобов'язання перед внутрішніми й зовнішніми кредиторами. З метою оцінювання складності цих проблему фінансовій науці вироблено певний набір критеріїв та індикаторів боргової ситуації, які формують зміст наукового поняття «боргова безпека». На думку В. Стецького, зміст боргової безпеки доцільно трактувати у широкому й вузькому значенні. У першому випадку боргова безпека визначається системою індикаторів, які вказують на певний рівень внутрішнього і зовнішнього державного боргу з урахуванням вартості залучення позик, оптимальності їхньої структури та ефективності використання, необхідний для задоволення державних потреб, що не загрожує втратою суверенітету країни та руйнуванням фінансової системи. У другому випадку, на думку вченого, боргова безпека визначається показником оптимальності структури боргових зобов'язань з урахуванням їхнього сукупного обсягу та вартості обслуговування [<sup>54</sup>].

Рівень боргової безпеки залежить від дії багатьох чинників, а саме [<sup>55</sup>, с. 47]:

- нормативно-правової бази, яка регулює процес формування та управління державним боргом, стратегію боргової політики країни;
  - обсягу, структури (за джерелами залучення коштів, видами валют, умовами емісії, повернення і обслуговування) боргових зобов'язань, графіку їх погашення.
- Як зазначає Ю. Стахів, негативно впливає на рівень боргової безпеки як зростання абсолютного обсягу державних запозичень, так і позитивна динаміка вартості

---

<sup>53</sup> Педченко, Н. Критерії та показники вивчення ефективності боргової політики держави / Н. Педченко, Л. Лугівська // Бізнес-Інформ. – 2013. – №12. – С. 39-44.

<sup>54</sup> Стецький В.О. Стратегічні орієнтири боргової політики України в контексті ефективного впливу державних запозичень на економіку країни / В. О. Стецький // Науковий Вісник Академії муніципального управління. Серія «Економіка». – 2009. – Вип.7. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Nvamu/Ekon/2009\\_7/09svoeok.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvamu/Ekon/2009_7/09svoeok.pdf)

<sup>55</sup> Царук, О. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави / О. Царук // Світ фінансів. – 2007. – Вип. 1(10). – С. 46-50.

обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу (фактична вартість обслуговування за вирахуванням інфляційної складової) [<sup>56</sup>, с. 226];

– стабільності параметрів монетарної політики та динаміки економічного росту. Необхідність обслуговування зовнішнього боргу може бути обтяжливим чинником для збереження рівноваги платіжного балансу України та містить потенційну загрозу фінансовій безпеці держави [<sup>57</sup>];

– набору наявних і можливих боргових інструментів, що використовуються у практиці державних запозичень, їхньої структури і можливостей диверсифікації ринку державних цінних паперів;

– офіційного валютного курсу і темпів зростання ВВП;

– наявної системи управління державним боргом;

– форми державного правління, стабільності роботи уряду. Наприклад, у державах з сильною виконавчою гілкою влади обсяги державного боргу зазвичай менші, ніж у країнах парламентської демократії. Серед країн з парламентською формою правління найбільшу заборгованість мають країни, де уряд коаліційний, при чому, чим більше партій представлено у парламенті, тим швидшими темпами зростає державний борг [<sup>58</sup>, с. 226];

– стабільності політичного та економічного курсу країни.

Звісно, вплив всіх факторів кількісно оцінити складно, особливо якісних, тому для аналізу стану боргової безпеки країни використовується система певних індикаторів, які визначаються у рамках виконання відповідного алгоритму оцінки. Ефективна система оцінювання рівня боргової безпеки передбачає реалізацію цілого комплексу послідовних завдань, а саме:

– окреслення основних цілей боргової політики держави із зазначенням критичних параметрів боргової ситуації в країні;

– системний аналіз індикаторів боргової безпеки із виявленням потенційно небезпечних дестабілізуючих чинників;

---

<sup>56</sup> Стахів, Ю. Проблеми оцінки боргової безпеки України / Ю. Стахів // Вісник Національного університету водного господарства та природокористування. Серія: Економіка. – 2013. – Вип. 1(61). – С. 224-233.

<sup>57</sup> Єріна, А. М. Статистичні індикатори платоспроможності країни / А. М. Єріна, Д. Л. Єрін // Наукові записки. – К.: Видавничий дім «КМ Академія». – 2003. – Т. 22. – С. 330-334.

<sup>58</sup> Стахів, Ю. Проблеми оцінки боргової безпеки України / Ю. Стахів // Вісник Національного університету водного господарства та природокористування. Серія: Економіка. – 2013. – Вип. 1(61). – С. 224-233.

- визначення екзогенних і ендогенних факторів економічного й соціального характеру, що впливають на зміну боргової ситуації;
- прогнозування можливих загроз для боргової безпеки країни, визначення їхніх причин та можливих наслідків;
- розробка стандартизованих алгоритмів врегулювання боргової ситуації;
- оцінювання ефективності вжитих заходів для забезпечення прийняттого рівня боргової безпеки держави [<sup>59</sup>, с. 306].

Якісною характеристикою рівня боргової безпеки держави є визначення боргового навантаження і ступеня платоспроможності. Для оцінки цих параметрів світова практика використовує близько двох десятків показників-індикаторів і ще більшу кількість їх граничних (порогових) значень. Така широка гама індикаторів та граничних значень обумовлена різноманітністю методик, які застосовуються для їхнього розрахунку, а також специфікою визначення та застосування певних макроекономічних показників кожною окремою державою, родом заборгованості та джерелами її погашення [<sup>60</sup>, с. 320].

У науковому середовищі вироблено два ключових підходи до оцінювання рівня боргового навантаження: макроекономічний та мікроекономічний. Згідно з першим підходом, оцінюванню підлягає рівень кореляції між макроекономічними індикаторами і динамікою державного боргу. Такий підхід знайшов застосування у практиці діяльності Світового банку та ЄБРР, а також підтримується багатьма вченими. При цьому чітко фіксованих показників критичності обсягу державного боргу не вироблено, їхній рівень залежить від багатьох чинників внутрішнього та зовнішнього походження. А. Ілларіонов пропонує визначати порогове значення боргу окремо для внутрішніх та зовнішніх зобов'язань у співвідношенні з ВВП, воно не має перевищувати 20% та 25%, відповідно [<sup>61</sup>].

На думку Є. Ясіна та Є. Гавриленкова, критично прийнятні індикатори для зовнішніх боргових зобов'язань можуть бути визначені так: у відношенні до ВВП

<sup>59</sup> Новосьолова, О. Теоретичні аспекти побудови системи управління державним боргом / О. Новосьолова // Економічний аналіз: зб. наук. праць ТНЕУ. – 2013. – Т. 14. – №1. – С. 301-307.

<sup>60</sup> Омельченко, Л. Боргова безпека України та аналіз її сучасного стану / Л. Омельченко, І. Суміна // Збірник наукових праць НУ ДПС України. – 2012. – №1. – С. 309-320.

<sup>61</sup> Илларионов, А. Критерии экономической безопасности / А. Илларионов // Вопросы экономики. – 1994. – №10. – С. 35–38.

– на рівні не вище 50%, до річного експорту – не більше 275%; відношення витрат на погашення й обслуговування державного боргу до обсягу річного експорту – не більше 30%, в тому числі витрат на обслуговування зовнішнього боргу – не більше 20% від обсягу річного експорту [62]. Розвиваючи цей підхід, А. Саркіянц запропонувала шкалу інтегральної характеристики рівня боргової безпеки. На її думку, у випадку досягнення критичного максимуму усіма показниками боргової безпеки, рівень державного боргу доцільно вважати надмірним (високим); якщо значення щонайменше трьох основних показників боргової безпеки перевищили 60% від їхнього критичного рівня, державна заборгованість має бути визнана як середня, в іншому випадку заборгованість слід визначати як низьку [63].

Важливу роль в управлінні державним боргом має розрахунок коефіцієнтів платоспроможності держави та її ліквідної позиції. У міжнародній практиці з цією метою використовують різноманітні показники. Зокрема, Світовий банк пропонує використовувати Мінімальну стандартну модель, де визначено основні боргові індикатори (табл. А.1 додатку А) [64]. Також відома модель показників боргової безпеки, розроблена фахівцями МВФ (табл. А.2 додатку А) [65].

Разом з тим, на думку багатьох вчених, орієнтація лише на макроекономічні індикатори в оцінюванні рівня боргового навантаження недоречна, адже знижує об'єктивність отриманих результатів. З огляду на це, Стандартна модель оцінка боргової безпеки має доповнюватись методами структурного аналізу. Наприклад, В. Козюк пропонує для цього застосувати наступні критерії:

– критерій ринковості (зростання питомої ваги позикових інструментів, які знаходяться в обігу на ринку боргових цінних паперів засвідчує підвищення відповідності структури державного боргу ринковим змінам у сфері позичкових фінансів);

---

<sup>62</sup> Ясин, Е. О проблеме урегулирования внешнего долга России / Е. Ясин, Е. Гавриленков // Вопросы экономики. – 1995. – №5. – С. 71–77.

<sup>63</sup> Економічна безпека: навч. посіб. / за ред. З. С. Варналія. – К.: Знання, 2009. – 647 с.

<sup>64</sup> Вахненко, Т. П. Політика державних запозичень та управління корпоративними боргами в умовах фінансової кризи / Т. П. Вахненко // Економіст. – 2009. – №3. – С. 48-51.

<sup>65</sup> Селіверстова, І. Боргова безпека як елемент фінансової безпеки держави / І. Селіверстова, О. Лашенко, С. Шапошнікова // Проблеми системного підходу в економіці. – К.: НАУ, 2010. – Вип. 3 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www/nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/index/html>

– критерій строковості (чим довша структура державного боргу, тим менші витрати буде нести суспільство при його обслуговуванні);

– критерій диверсифікації джерел (зі зростанням обсягу залучення державою коштів на фінансовому ринку підвищується довіра до ринкових реформ в цій країні) [66, с. 81].

Мікроекономічний підхід до оцінювання рівня боргової безпеки передбачає проведення аналізу ефективності інвестицій, здійснених за рахунок запозичених ресурсів. Відтак, ефективними будуть вважатися такі боргові зобов'язання, які мають віддачу на макrorівні (приріст державного боргу супроводжується ростом державних інвестицій).

Методика оцінювання боргової безпеки перебуває на етапі становлення. Зокрема, проект Закону України «Про державний борг України» [67] визначає, що Міністерство фінансів України при проведенні аналізу рівня боргової безпеки розраховує такі індикатори як відношення:

- обсягу державного боргу до ВВП (критичний рівень – 60%);
- обсягу державного боргу до доходів Державного бюджету України (критичний рівень – 300%);
- платежів за державним боргом до ВВП (критичний рівень – 7%);
- планових платежів з обслуговування державного боргу до експорту товарів і послуг (критичний рівень – 20-25%);
- платежів за державним боргом до доходів Державного бюджету України (критичний рівень – 45%);
- дисконтної вартості боргу до обсягу річного експорту – довгострокова платоспроможність (критичний рівень – 200-250%);
- запланованих платежів з обслуговування боргу до суми бюджетних доходів – навантаження на бюджет (критичний рівень – 25-30%) [68, с. 95].

<sup>66</sup> Козюк, В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: моногр. / В. В. Козюк. – Тернопіль: КАРТ-БЛАНШ, 2002. – 238 с.

<sup>67</sup> Про Державний борг України: Закон України (проект) від 20.05.2009 р. №1229 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_2?id=&pf3516=1229&skl=5](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?id=&pf3516=1229&skl=5)

<sup>68</sup> Присяжнюк, О. Державний борг України як показник боргової безпеки / О. Присяжнюк // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2011. – Вип. 2(42). – С. 94-98.



Зауважимо, що критичні значення цих індикаторів цілком відповідають рекомендаціям МВФ, Світового банку і ЄС. Поряд з цими показниками, в процесі проведення аналізу боргової безпеки також враховують динаміку заборгованості із обслуговування зовнішніх боргових зобов'язань держави, а саме платежі зі сплати відсотків за отриманими кредитами та інші безпосередньо пов'язані з цим витрати. Критичним рівнем вважається величина заборгованості, яка дорівнює мінімальній сумі заборгованості із суверенних зобов'язань, за наявності якої може бути оголошений дефолт. Втім, граничні боргові коефіцієнти є доволі умовними індикаторами безпечного рівня боргових зобов'язань держави. При порівнянні боргових показників України із аналогічними показниками інших країн доцільно брати до уваги те, що економіки розвинутих країн можуть поглинути значно більші обсяги ресурсів без особливих проблем на відміну від економік країн, що розвиваються. Зважаючи на це, у проекті Закону України «Про державний борг України» поряд із основними індикаторами передбачено моніторинг додаткових показників, які характеризують валютну структуру державного боргу, відношення платежів за державним боргом в іноземній валюті до золотовалютних резервів Національного банку тощо [<sup>69</sup>, с. 95].

Втім, вищенаведена методика оцінювання боргової безпеки поки не має практичного застосування, адже відповідний закон остаточно не ухвалений. Втім, перелік індикаторів боргової безпеки уже отримав законодавче закріплення у Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України, розробленій фахівцями Міністерства економіки України (табл. А.3 додатку А). Запропонована методика базується на комплексному оцінюванні індикаторів економічної безпеки для її інтегральної оцінки. За допомогою неї можливо також визначити рівень боргової безпеки держави, для чого передбачено 9 індикаторів. Втім, на думку науковців він залишається неприйнятним задля формування об'єктивного уявлення про стан боргової безпеки. Поряд з неузгодженістю поглядів щодо формування набору критеріїв оцінювання рівня боргової безпеки, значні дискусії також викликають

---

<sup>69</sup> Присяжнюк, О. Державний борг України як показник боргової безпеки / О. Присяжнюк // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2011. – Вип. 2(42). – С. 94-98.

їхні критично прийнятні значення, які за різними оцінками суттєво відрізняються. Поряд з цим, сам перелік індикаторів доволі обмежений та може бути суттєво доповнений додатковими показниками з метою всебічного аналізу ситуації у царині державної заборгованості.

На наш погляд, перелік індикаторів стану боргової безпеки держави, передбачений у Методиці розрахунків рівня економічної безпеки України, не є достатнім для всебічного аналізу стану боргової безпеки. Зважаючи змістовне наповнення поняття «боргова безпека», крім індикаторів платоспроможності та ліквідності, які знайшли своє відображення у методиці, слід також передбачити й індикатори ефективності розміщення позик.

Очевидно, що питання доцільності залучення державою кредитних ресурсів для фінансування бюджету чи виконання певних цільових програм лежить у площині ефективності розміщення та використання позик. І хоча, на перший погляд, державний борг не загрожує економічній безпеці до тих пір, поки держава спроможна обслуговувати його, проблеми боргової безпеки варто вирішувати на початкових етапах їхнього виникнення [<sup>70</sup>, с. 312].

Ідея про необхідність доповнення переліку індикаторів боргової безпеки новими показниками підтримується цілою когортою вітчизняних та зарубіжних вчених. На думку О. Царука, крім показників ліквідності й платоспроможності, об'єктивне оцінювання боргової безпеки вимагає також розрахунку показників соціально-економічного та інвестиційно-інноваційного розвитку [<sup>71</sup>, с. 49]. Інші науковці, зокрема Л. Омельченко та І. Суміна, доводять необхідність розрахунку індикаторів ефективності боргової політики. На їх думку, показники ефективності розміщення залучених державою позик передусім мають відображати напрямки розміщення: інвестиційний, коли позики є джерелом фінансування інвестиційних проектів і направляються на розвиток національного виробництва; бюджетний, при якому залучені ресурси спрямовуються на поточне споживання шляхом фінансування поточних бюджетних витрат, у тому числі на покриття дефіциту

---

<sup>70</sup> Омельченко, Л. Боргова безпека України та аналіз її сучасного стану / Л. Омельченко, І. Суміна // Збірник наукових праць НУ ДПС України. – 2012. – №1. – С. 309-320.

<sup>71</sup> Царук, О. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави / О. Царук // Світ фінансів. – 2007. – Вип. 1(10). – С. 46-50.

бюджету. Звичайно, інвестиційне розміщення позик є більш ефективним. Отож, важливим показником ефективності розміщення залучених державою позик є відношення капітальних видатків бюджету до річних запозичень [<sup>72</sup>, с. 312].

Більш реальним індикатором питомої ваги позикового фінансування потреб держави інвестиційного характеру є відношення обсягу кредитних ресурсів, які направлені на реалізацію інвестиційних проектів, до річного обсягу державних позик. Втім, практичний розрахунок цього показника здійснити доволі складно через відсутність статистичних даних про обсяги залучених державою кредитних ресурсів інвестиційного призначення. Часто державні позики залучаються без зазначення чіткого цільового призначення. Для прикладу, запозичення для потреб фінансування бюджету спрямовуються на покриття різниці між його видатками й доходами і чітко вказати, на які цілі вони будуть витрачені не можливо. З огляду на це, доцільно посилити контроль за ефективністю використання державних позик шляхом моніторингу розміщення кредитних ресурсів у розрізі напрямів. Додатково, для більш детального аналізу ефективності розміщення кредитних ресурсів варто також визначати результативні показники, які характеризують рентабельність відповідних інвестиційних програм, фінансованих за рахунок позикових коштів [<sup>73</sup>, с. 312].

Високі темпи нарощування обсягу короткострокових боргових зобов'язань в Україні дають підстави частині науковців та фахівців-практиків говорити про високий ризик дефолту країни. Зауважимо, що у світовій практиці для розрахунку ймовірності дефолту суверенного позичальника використовують методику оцінки ризиковості контрактів CDS, які за своєю суттю є прототипом страхування на випадок неповернення позичених коштів.

Кредитно-дефолтний своп (credit-default swap) – це контракт, відповідно до якого продавець кредитного захисту погоджується виплатити покупцеві певну суму у випадку настання певної кредитної події, а покупець виплачує продавцю премію. Такі деривативи є дієвим інструментом підвищення стійкості банківської

---

<sup>72</sup> Омельченко, Л. Боргова безпека України та аналіз її сучасного стану / Л. Омельченко, І. Суміна // Збірник наукових праць НУ ДПС України. – 2012. – №1. – С. 309-320.

<sup>73</sup> Омельченко, Л. Боргова безпека України та аналіз її сучасного стану / Л. Омельченко, І. Суміна // Збірник наукових праць НУ ДПС України. – 2012. – №1. – С. 309-320.

системи в розвинених країнах, а на нових ринках вони належать до найбільш впливових інноваційних фінансових інструментів [74]. Втім, оцінити ефективність даної методики для України доволі важко, адже інтерпретуючи за міжнародною шкалою дане значення вірогідності дефолту, можна зробити хибні висновки. По-перше, в Україні не розвинутий ринок цінних паперів в принципі, а тим більше ринок похідних боргових інструментів. По-друге, через нестачу інформації про обсяги відповідних контрактів та відсутність офіційної статистики за даним чи подібними йому інструментами, визначити реальну ціну кредитно-дефолтного свопу для України винятково складно [75, с. 231].

### **Висновки до розділу 1**

Грунтовний аналіз термінологічного апарату проблематики державного боргу дав змогу сформулювати власну позицію щодо трактування сутності й змісту цього економічного поняття. За сутністю державний борг являє собою сукупність фінансово-кредитних відносин щодо залучення державою тимчасово вільних коштів економічних агентів, інших держав, міжнародних організацій у формі випуску, обслуговування, погашення державних боргових цінних паперів та укладення кредитних угод. За змістом державний борг є сумою емітованих, але не погашених позик з нарахованими відсотками, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань. Наукова думка подає багато таксономічних ознак розмежування державного боргу на окремі види. Втім, у ракурсі управління державною заборгованістю найбільш придатним є поділ зобов'язань за джерелом залучення коштів, а також терміном їхнього обертання, що дає змогу регулювати структуру державного боргу і забезпечувати необхідний рівень боргової стійкості.

Питання теоретичного базису і практики організації управління державним боргом є одним із найбільш складних у фінансовій науці. В процесі дослідження з'ясовано, що у науковій сфері є кілька підходів до трактування змісту такого

---

<sup>74</sup> Credit-default swap // Офіційний веб-сайт Міжнародного рейтингового агентства Standard&Poor's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com>

<sup>75</sup> Стахів, Ю. Проблеми оцінки боргової безпеки України / Ю. Стахів // Вісник Національного університету водного господарства та природокористування. Серія: Економіка. – 2013. – Вип. 1(61). – С. 224-233.

управління. Прихильники лаконічного підходу, формуючи дефініцію управління державним боргом, вказують лише на один, визначальний з їх погляду аспект цієї діяльності. Натомість, інші науковці подають громіздкі деталізовані визначення, намагаючись відобразити усі можливі аспекти управління боргом. Апологети процедурного підходу визначають управління державним боргом як послідовний процес залучення, використання, обслуговування й повернення позик. Зважаючи на переваги й недоліки цих підходів, запропоновано під управлінням державним боргом розуміти сукупність заходів, способів, операцій і процедур, реалізованих уповноваженими суб'єктами щодо регулювання об'ємно-структурних параметрів державного боргу шляхом визначення умов та форм залучення, розміщення й погашення державних позик, узгодження інтересів позичальників, інвесторів і кредиторів.

Важливим аспектом управління державним боргом є моніторинг рівня його ефективності. Вітчизняний досвід керівництва державним боргом переконливо доводить необхідність вироблення чіткої стратегічної мети й завдань боргової політики, а також розробки об'єктивних методик оцінювання її ефективності. Між тим, узгоджених поглядів щодо можливого набору критеріїв оцінювання такої ефективності, а також конкретних показників та їхніх характеристичних значень немає не тільки у законодавстві, але й серед науковців. Проведене дослідження довело, що застосовувані стандартні моделі оцінювання рівня боргової безпеки недостатньо об'єктивні й потребують доопрацювання у контексті їх доповнення індикаторами, які характеризують ефективність розміщення й використання позик.

## РОЗДІЛ 2

### ПРАКТИКА ТА ПРОБЛЕМНІ МОМЕНТИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ

#### 2.1. Аналіз накопичення та управління внутрішнім державним боргом.

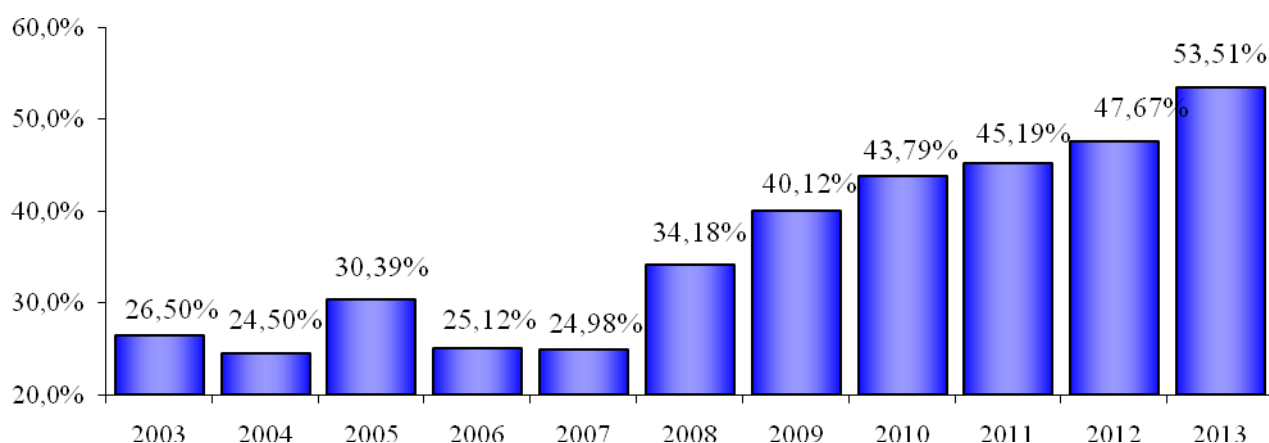
У ринковій економіці внутрішня державна заборгованість являє собою важливу складову системи державних фінансів. Зазвичай, позики на внутрішньому ринку держава використовує для мобілізації коштів з метою покриття дефіциту бюджету. Втім, при вмілому використанні внутрішній борг може бути дієвим інструментом регулювання грошового обсягу, коригування відсоткових ставок за кредитами, забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Практика використання внутрішніх запозичень для регулювання економічних процесів має доволі значне поширення у розвинутих країнах, що обумовлене перевагами, які мають позики внутрі країни. Разом з тим, масштаби такого використання залежать від багатьох чинників та можуть суттєво різнитися у розрізі окремих країн. Так, навіть серед країн ЄС немає чіткої «лінії» щодо пріоритетного використання внутрішніх позик, про що свідчить суттєва диференціація показника питомої ваги внутрішнього боргу в загальних обсягах державної заборгованості: в Австрії та Фінляндії – 21%, Литві, Латвії, Нідерландах – 30-31%, Бельгії та Франції – 43%, тоді як на Мальті та в Люксембурзі – 94% та 96%, відповідно [<sup>76</sup>, с. 3].

У зв'язку з нерозвиненістю фінансового ринку та дією цілого комплексу інших чинників, в Україні тривалий період внутрішні запозичення для державних потреб практично не залучалися. Найбільш активно у цьому плані уряд діяв у перші роки незалежності, що пояснювалось відсутністю налагодженої співпраці з іноземними кредиторами. Однак, у подальшому практика внутрішніх запозичень була майже згорнута. Причиною цього стала гостра боргова криза, спричинена наприкінці 90-х років непрофесійним управлінням борговими інструментами.

---

<sup>76</sup> Eminescu I. S. Structure of Government Debt in Europe in 2009 / I. S. Eminescu. – European Union: Eurostat, 2011. – 8 p.

Після її подолання завдяки проведеній реструктуризації ОВДП, уряд відмовився від активного використання внутрішніх запозичень та сконцентрував увагу на залученні коштів з-за кордону. Це переконливо підтверджують показники питомої ваги внутрішнього боргу в загальних обсягах державної заборгованості, які до 2007 року мали тенденцію до зниження й перебували в межах від 24,5% до 30,4%. Однак, світова фінансова криза, яка мала значний негативний вплив на вітчизняну економіку, призвела до кардинального перегляду поглядів на структуру боргового фінансування державних потреб. Внаслідок активізації залучення урядом коштів на внутрішньому ринку, частка державної заборгованості перед резидентами у загальних обсягах державного боргу почала швидко зростати – з 25,0% у 2007 році до 53,5% у 2013 році, або більш, ніж вдвічі (рис. 2.1).



*Рис. 2.1. Питома вага внутрішнього боргу у структурі державного боргу України у 2003-2013 рр., % [77].*

Впродовж усього періоду боргової історії України формування структури державного боргу перебувало під суттєвим впливом політичного чинника. Так, на початковому етапі вітчизняної незалежності, позначеному відсутністю досвіду в управлінні борговими зобов'язаннями, проведенням популістської політики та обумовленого цим розбалансування бюджетної системи, одним із найважливіших завдань уряду був пошук фінансових ресурсів для покриття дефіциту бюджету. За умови фактичної закритості зовнішніх ринків через відсутність кредитної історії

<sup>77</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

та досвіду співпраці із зарубіжними кредиторами, дефіцит бюджету покривався переважно квазіемісійним шляхом. Так, до 1995 року внутрішній державний борг формування виключно на неринковій основі й складався із заборгованості уряду перед Національним банком України, комерційними банками, а також списань на державний борг різного роду витрат. Після 1995 року уряд перейшов до більш цивілізованих форм залучення коштів з внутрішніх джерел, розпочавши історію емісії облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Одним із її позитивних наслідків стало подолання гіперінфляції. Натомість, обсяги заборгованості уряду перед Національним банком України почали швидко зменшуватись. Наприклад, за період 2003-2013 рр. її обсяги скоротились з 11,1 млрд. грн. до 2,9 млрд. грн., або в 3,8 рази, а частка боргу перед головним регулятором грошово-кредитного ринку в сукупних обсягах внутрішньої заборгованості за цей період знизилась з 24,9% до 1,1% (табл. Б.1 додатку Б).

Активізація емісійної політики уряду в частині випуску ОВДП спонукала вітчизняний фінансовий ринок до розвитку, а особливо сегмент вторинної торгівлі державними цінними паперами. При цьому головний акцент у торгівлі борговими зобов'язаннями держави припав на позабіржовий ринок, частка якого в сукупних обсягах купівлі-продажу державних цінних паперів впродовж останніх десятиліть складає від 3/4 до 9/10. В абсолютному вимірі обсяг торгівлі цінними паперами держави за 2003-2012 рр. зріс з 0,8 млрд. грн. до 549,0 млрд. грн., або в 686 разів. При цьому обсяг торгів на біржовому ринку збільшився з майже нульового рівня у 2003 році до 177,5 млрд. грн. у 2012 році, а на позабіржовому ринку – з 0,8 млрд. грн. до 371,5 млрд. грн., відповідно (табл. 2.1).

*Таблиця 2.1*

**Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку в Україні у 2003-2013<sup>1</sup> рр., млрд. грн. [78]**

Період	Купівля-продаж		Рефінансування банків НБУ, надані/отримані кредити та інші	Обсяг операцій з розміщення державних ЦП на відкритому ринку	
	Всього	в тому числі:			
		на біржовому ринку			на позабіржовому ринку

<sup>78</sup> Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку у 2005-2013 роках // Офіційний веб-портал НБУ. Статистика фінансових ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/4-Financial%20markets\(4.3\).xls#4.3.1!A1](http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/4-Financial%20markets(4.3).xls#4.3.1!A1)



				операції	
2003	0,77	0,0	0,77	2,68	3,45
2004	8,72	0,62	8,11	7,23	15,95
2005	17,08	3,86	13,22	3,25	20,34
2006	30,29	8,50	21,79	4,53	34,82
2007	50,93	2,63	48,30	3,35	54,28
2008	45,78	10,55	35,23	39,50	85,28
2009	68,72	7,88	60,84	4,34	73,06
2010	271,89	60,75	211,15	3,16	275,06
2011	381,47	99,06	282,41	30,28	411,75
2012	549,04	177,53	371,51	89,54	638,57
2013	237,39	137,57	99,82	19,31	256,71

Примітки: 1 – дані за I півріччя 2013 року.

Якщо у перші роки після переходу до покриття дефіциту коштів за рахунок емісії ОВДП їхній випуск був швидше підтвердженням намагань уряду подолати інфляцію, то у подальшому емісія внутрішніх боргових зобов'язань все більше мала на меті мобілізацію коштів для реалізації завдань соціально-економічного розвитку. Цьому також сприяло прийняття Постанови Кабінету Міністрів №1022 від 31.08.96 р. «Про здійснення нерезидентами операцій з облігаціями внутрішніх державних позик», яка дозволила іноземним інвесторам придбавати боргові цінні папери держави. Основними чинниками, які приваблювали іноземний капітал на вітчизняний ринок боргових цінних паперів, стали фінансова стабілізація, висока норма доходності, короткостроковість фінансовий інструментів та стабільність валютного курсу [<sup>79</sup>, с. 54]. Обсяги коштів, залучених до бюджету швидко зростали й досягли у 1998 році свого максимального значення за період 90-х років – 8,2 млрд. грн. (рис. Б.1 додатку Б).

У зв'язку з погіршенням кон'юнктури на ринку внутрішніх позик, з кінця 1998 року чітко проявились негативні наслідки непродуманої політики їхнього залучення, а саме: збереження «хронічно» дефіцитного сальдо надходжень-виплат за внутрішніми зобов'язаннями, швидке зростання витрат на їхнє обслуговування (обумовлене залученням короткострокових зобов'язань з високою доходністю). Через масову відмову іноземних інвесторів від інвестування у вітчизняні державні боргові зобов'язання уряд зіткнувся з труднощами у реалізації нових емісій

<sup>79</sup> Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки: моногр. / Т. П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.

ОВДП та змушений був вдатися до залучення комерційних позик. Отримані таким чином кошти направлялися на погашення заборгованості за ОВДП. Урядом було також проведено конверсію облігацій, за результатами якої їх було замінено на євробонди, деноміновані у доларах США на суму 1,07 млрд. грн. [<sup>80</sup>, с. 118].

Реструктуризація, яка була проведена на вкрай не вигідних умовах, стала додатковим чинником, що демотивував інвесторів вкладати кошти у боргові цінні папери уряду. Як наслідок, у наступні роки ринок боргових зобов'язань держави переживав стагнацію, а їхнім головним покупцем на первинному ринку став Національний банк України. Спостерігалось різке зменшення обсягів залучення коштів до бюджету від розміщення ОВДП, зниження їхньої доходності. Зокрема, у 1999-2003 рр. надходження до бюджету від розміщення ОВДП були у кілька разів меншими, ніж у 1998 році (у 1999 році – 3,8 млрд. грн., у 2000 році – 1,9 млрд. грн., у 2001 році – 1,2 млрд. грн.), а їхня середньозважена доходність знизилась з 54,83% у 1998 році до 15,68% у 2001 році (рис. Б.1 додатку Б).

Поглиблення проблем на ринку боргових зобов'язань уряду наприкінці 1999 року привело до масштабної боргової кризи, яка загрожувала країні оголошенням дефолту. Внаслідок проведення кількох етапів реструктуризації заборгованості за ОВДП перед вітчизняними та іноземними інвесторами, а також Національним банком України, уряду вдалося досягти відносної стабілізації ринку облігацій, яка отримала вираження у зниженні доходності боргових цінних паперів уряду, а отже й вартості обслуговування внутрішнього державного боргу. Реструктуризація, яка передбачала заміну існуючих ОВДП на дисконтовані облігації, але з пізнішим терміном погашення, дала змогу знизити навантаження на державний бюджет і відтермінувати «пікові» платежі з обслуговування й погашення внутрішнього боргу. Разом з тим, як слушно зазначає В. Козюк, серед негативних результатів проведеної реструктуризації, безперечно, найбільшим стала втрата довіри з боку інвесторів до вітчизняного боргового ринку [<sup>81</sup>, с. 128].

Поряд із виявленням цілого комплексу проблем непрофесійного управління борговими зобов'язаннями держави, боргова криза також вказала на необхідність

---

<sup>80</sup> Козюк В. Державний борг України у перехідній економіці: Моногр. / В. Козюк. – Львів: Світ, 2000. – 202 с.

<sup>81</sup> Козюк В. Державний борг України у перехідній економіці: Моногр. / В. Козюк. – Львів: Світ, 2000. – 202 с.

вироблення нової боргової стратегії країни, коригування принципів та підходів до формування внутрішніх зобов'язань. З огляду на це, у 2001-2005 рр. було прийнято низку правових документів, які визначали умови та напрями розвитку ринку внутрішніх запозичень на наступні кілька років. Визначальну роль серед цих правових актів, безперечно, мала Концепція державної боргової політики України на 2001-2004 роки, яка чітко визначила цілі боргової політики та шляхи їхнього досягнення. Попри те, що окреслені у цьому документі норми в подальшому не були реалізовані, він вперше визначив позицію держави у питанні управління внутрішніми борговими зобов'язаннями.

Не зважаючи на відновлення стійкого росту економіки, стагнація ринку боргових цінних паперів уряду продовжувалась. Уряд не розглядав емісію ОВДП як джерело фінансування власних потреб, а залучення коштів відбувалось у межах сум погашення раніше випущених зобов'язань. Взагалі, серед економістів все більшої прихильності набувала ідея щодо повного погашення державного боргу і перетворення України на нетто-кредитора. Обсяги надходження коштів до бюджету від розміщення ОВДП залишалися незначними (від 1,2 млрд. грн. у 2003 році до 3,6 млрд. грн. – у 2007 році), а їхня середньозважена доходність знизилась з 15,68% у 2001 році до 6,71% у 2007 році, або у 2,3 рази (рис. Б.1 додатку Б). Разом з тим, активізувався інтерес до державних боргових цінних паперів з боку інвесторів, що засвідчило зростання обсягів торгів ними на організованому та неорганізованому ринках. Так, загальний обсяг купівлі-продажу ОВДП на ринку зріс до 50,9 млрд. грн., з яких більше 94,8% склала торгівля на позабіржовому ринку. В сукупності з рефінансуванням НБУ комерційних банків, загальний обсяг розміщення боргових цінних паперів уряду на відкритому ринку збільшився з 3,5 млрд. грн. у 2003 році до 54,3 млрд. грн. у 2007 році.

Економічна криза, яка почалась в Україні наприкінці 2008 року, призвела до кардинальної зміни тенденцій на вітчизняному борговому ринку. Причиною цього стало швидке нарощування обсягів державного боргу для фінансування дефіциту державного бюджету, бюджету Пенсійного фонду України, а також капіталізації проблемних банків та інших потреб. Для прикладу, обсяг коштів, залучених до

бюджету від розміщення державних цінних паперів у 2008 році склав 27,1 млрд. грн., що в 7,6 рази перевищило рівень попереднього року (рис. Б.2 додатку Б). З цього обсягу майже 9,8 млрд. грн. склали кошти, залучені від емісії ОВДП, а їхня доходність зросла у 2,2 рази (з 6,71% до 14,85%). Майже 2/3 мобілізованих позикових коштів було направлено на капіталізацію НАК «Нафтогаз України» та державних банків; 5,9 млрд. грн., або 21,8% – на поповнення Стабілізаційного фонду і тільки 3,8 млрд. грн. – на фінансування державного бюджету (рис. Б.3 додатку Б) [<sup>82</sup>, с. 181].

У зв'язку із швидким нарощуванням обсягів короткострокових боргових зобов'язань з 2009 року мало місце суттєве зростання витрат на їх обслуговування й погашення. Так, у 2009 році від розміщення боргових цінних паперів уряду до бюджету було мобілізовано 62,8 млрд. грн. Водночас, видатки на обслуговування внутрішнього боргу зросли у порівнянні з попереднім роком до 4,7 млрд. грн., або в 5,4 рази, а видатки на погашення внутрішніх зобов'язань – до 17,9 млрд. грн., або в 5,3 рази. При цьому більше 2/3 залучених від емісії ОВДП коштів було направлено на капіталізацію націоналізованих проблемних банків, а також НАК «Нафтогаз України», тоді як на покриття дефіциту бюджету – всього 14,1 млрд. грн., або в 3,8 рази більше попереднього року (рис. Б.2, Б.3 додатку Б) [<sup>83</sup>, с. 161].

Завдяки стабілізації ситуації у банківському секторі України, поліпшенню фінансового становища НАК «Нафтогаз України», потреба у їхній підтримці з боку держави суттєво зменшилась. Разом з тим, у 2010 році обсяги залучення до бюджету коштів від емісії ОВДП дещо збільшились і склали 70,0 млрд. грн., що на 11,5% більше 2009 року. Однак, суттєвих змін зазнала структура використання залучених коштів – спрямування ресурсів на фінансову підтримку банківського та нафтогазового секторів зменшилась у 2,8 рази до 15,8 млрд. грн. Значну частину цих коштів було направлено на фінансування Державної іпотечної установи, яка мала забезпечити активізацію будівництва житла в Україні. Натомість, більш ніж

---

<sup>82</sup> Пояснювальна записка до звіту про виконання Державного бюджету України за 2008 рік. – К.: Міністерство фінансів України, 2009. – 168 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://budget.rada.gov.ua/kombjudjet/control/uk/doccatalog/list?currDir=45096>

<sup>83</sup> Пояснювальна записка до звіту про виконання Державного бюджету України за 2008 рік. – К.: Міністерство фінансів України, 2009. – 168 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://budget.rada.gov.ua/kombjudjet/control/uk/doccatalog/list?currDir=45096>

у 8,1 рази зросли обсяги ресурсів, направлених на формування Стабілізаційного фонду державного бюджету – 37,8 млрд. грн. проти 4,7 млрд. грн. у 2009 році. Також продовжилось зростання обсягу позикових ресурсів, які спрямовувались на фінансування державного бюджету.

Період 2011-2013 рр. позначений швидким зростанням обсягу коштів, які направляються на фінансування бюджету. Після зменшення у 2011 році сукупних обсягів мобілізації коштів до бюджету від розміщення боргових цінних паперів до 53,4 млрд. грн., у наступні роки вони продовжили зростання, склавши 66,8 млрд. грн. у 2012 році та майже 109,0 млрд. грн. – у 2013 році. При цьому від емісії ОВДП та казначейських зобов'язань для покриття дефіциту державного бюджету у 2011 році надійшло 27,0 млрд. грн., або в 1,6 рази більше показника 2010 року, в 2012 році – уже 57,2 млрд. грн., а в 2013 році – 94,3 млрд. грн., – у 5,7 рази більше рівня 2010 року. Натомість, у зв'язку з ліквідацією Стабілізаційного фонду, у 2011-2013 рр. випуск ОВДП для його поповнення не здійснювався. Також суттєво зменшились обсяги мобілізації коштів для капіталізації банківського сектору та НАК «Нафтогаз України» – до 7,0 млрд. грн. у 2012 році та 9,7 млрд. грн. – у 2013 році. Замість цього, у 2011-2013 рр. урядом було випущено ОВДП для потреб Аграрного фонду, покликаноного реалізувати програму заставних закупівель зерна в період сезонного спаду цін. Для поповнення фінансових ресурсів цієї установи у 2011-2013 рр. сумарно було мобілізовано 12,6 млрд. грн. кредитних коштів.

Поряд із зростанням обсягів мобілізації коштів до бюджету від емісії ОВДП, період 2008-2013 рр. позначений значною волатильністю показника їхньої середньозваженої доходності. Так, у 2008-2009 році через наростання кризових явищ в економіці (спад у промисловому секторі, відтік капіталу, дефіцит вільних кредитних ресурсів, інфляційні очікування), середньозважена доходність ОВДП значно зросла і склала 14,85% у 2008 році, а в 2009 році – 20,07%, що є найвищим значенням за період з 2000 року. Стабілізація економічної ситуації у 2010-2011 рр. створила передумови для зниження цього показника до 8,92% у 2011 році, що майже відповідало до кризовим значенням. Втім, друга «хвиля» кризи в економіці

України, наростання боргової кризи призвели до підвищення середньозваженої доходності вітчизняних ОВДП у 2012-2013 рр. до 13,1-13,6% (рис. Б.1 додатку Б).

Серед іншого, причини різкого «стрибка» доходності ОВДП у 2008-2009 рр. криються і в погіршенні термінової структури зобов'язань. Так, якщо у 2008 році частка емісії середньо- та довгострокових облігацій (з терміном погашення 3-5 років) становила 77,3%, то у 2009 році – тільки 28,2%, у 2010 році – 24,0%. При цьому частка емісії короткострокових ОВДП з терміном обігу до 1 року зросла з 12,2% у 2008 році до 66,2% у 2009 році та 56,7% у 2010 році (табл. Б.2 додатку Б). Натомість, зниження рівня середньозваженої доходності ОВДП у 2011-2013 рр. значною мірою обумовлене поліпшенням структури їхньої емісії – частка ОВДП з терміном обігу до 1 року знизилась до 16,8%, тоді як питома вага довгострокових облігацій – зросла до 83,2%.

Підводячи підсумки аналізу вітчизняної практики накопичення й управління внутрішнім державним боргом, можемо стверджувати про його тісну залежність від суспільно-політичної та економічної ситуації в Україні. Аналізований період позначений кількома взаємопротилежними тенденціями. Разом з тим, в сучасних умовах спостерігається швидке накопичення обсягів внутрішнього державного боргу при одночасному поліпшенні його емісійної структури. Однак, темпи нарощування обсягу внутрішньої державної заборгованості дають нам підстави говорити, що при незмінності політики управління ОВДП у найближчому періоді варто очікувати значного погіршення боргової безпеки країни.

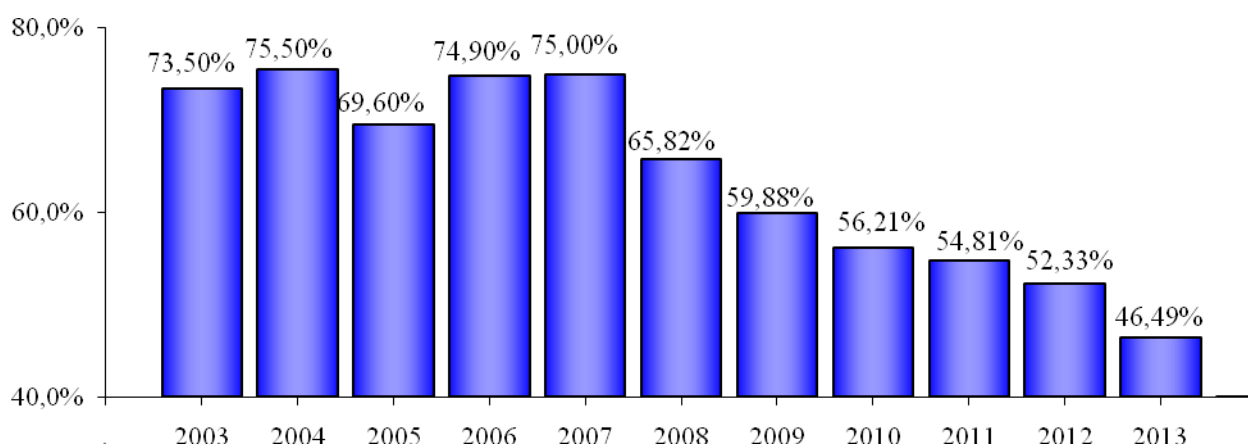
## **2.2. Реалії та особливості управління зовнішнім державним боргом.**

Одним зі важливих чинників забезпечення макроекономічної стабільності є проведення продуманої зовнішньоборгової політики, адже тенденції у формуванні зовнішнього боргу багато в чому визначають динаміку валютного курсу гривні, стан золотовалютних резервів країни, рівень процентних ставок на кредитному ринку, інвестиційний клімат та ін. Втім, найбільший вплив зовнішні запозичення

справляють на показники боргової безпеки, адже вони можуть бути як чинником макрофінансової стабілізації, так і провокувати розбалансування усієї системи державних фінансів.

Необхідність залучення зовнішніх боргових зобов'язань пояснюється також інвестиційними потребами, адже стимулювання економічного розвитку вимагає значних інвестицій, які не здатний забезпечити внутрішній ринок. Поряд з цим, зовнішні запозичення справляють стабілізуючий вплив на валютну ситуацію в країні, адже в умовах стійкого негативного сальдо зовнішньої торгівлі залучення коштів з-за кордону сприяє стабільності обмінного курсу національної валюти.

Від часу здобуття незалежності й до середини 2000-х років через слабкий розвиток ринкових інститутів залучення позикових коштів для державних потреб здійснювалось через механізм зовнішніх позик. В умовах, коли фінансових ринок в Україні тільки починав зароджуватись, вони розглядалися законодавством як найважливіше джерело фінансування державного бюджету, що у подальшому було закріплено нормами Бюджетного кодексу України. Така практика суперечила досвіду інших європейських країн, які віддавали перевагу залученню коштів з внутрішніх джерел. Фактично, зовнішні запозичення у структурі державного боргу України переважали упродовж усієї боргової історії країни. При цьому, якщо у 2003-2007 рр. частка заборгованості за зовнішніми позиками становила в межах 3/4 сукупного обсягу державного боргу, то з 2008 року вона поступально знижується. Лише у 2013 році питома вага внутрішніх зобов'язань перевищила половину сукупного обсягу державної заборгованості. Основною причиною такої динаміки стало відновлення емісійної діяльності уряду на ринку ОВДП (рис. 2.2).



*Рис. 2.2. Питома вага зовнішнього боргу у структурі державного боргу України у 2003-2013 рр., % [84].*

Впродовж історії використання зовнішніх запозичень також зазнала змін структура форм залучення коштів. В перші роки незалежності через відсутність досвіду співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, а також участі на міжнародних ринках облігацій, серед форм залучення зовнішніх позик переважали міжурядові кредити. Втім, у подальшому абсолютні обсяги заборгованості перед урядами іноземних держав почали швидко зменшуватись і на кінець 2013 року становили всього 7,3 млрд. грн., або близько 3,3% сукупних зобов'язань перед нерезидентами (табл. В.1 додатку В). Тільки за 2008-2013 рр. обсяг такого боргу зменшився на 6,0 млрд. грн., або на 45,2%.

Натомість, впродовж останнього десятиліття спостерігався суттєвий приріст заборгованості перед міжнародними організаціями економічного розвитку. Свого «пікового» значення зобов'язання перед МФО досягли у 2011 році – 84,3 млрд. грн., що пояснюється активною співпрацею з МВФ, МБРР та ЄБРР в рамках подолання наслідків економічної кризи в Україні. Однак, з погіршенням репутації України у світовому співтоваристві, практика залучення коштів МФО була майже згорнута, а відповідна заборгованість почала поступово зменшуватись. На кінець 2013 року борг уряду перед МФО зменшився порівняно з 2011 роком більш, ніж на чверть і склав 61,9 млрд. грн.

Найвищими темпами серед усіх складових зовнішньої заборгованості уряду зростали зобов'язання, не віднесені до інших категорій. За період 2008-2013 рр. заборгованість за цією групою зовнішнього державного боргу зросла в 2,2 рази до 154,1 млрд. грн., що складає більше 2/3 зовнішніх зобов'язань держави. Названа заборгованість сформована переважно із ОЗДП, які уряд впродовж останніх років доволі активно емітує для до капіталізації господарських структур з державною часткою у власності, покриття дефіциту державного бюджету та інших потреб.

---

<sup>84</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)



Історія співпраці нашої держави з міжнародними фінансовими інституціями започаткована взаємодією з МВФ, яка передбачала застосування низки механізмів кредитування, а саме: системної трансформаційної позики (STF), кредитування за схемою стенд бай (Stand-by), а також програми розширеного фінансування (EFF). Механізм STF був розроблений МВФ у 1993 році для фінансової підтримки країн з негативним платіжним балансом. В Україні внаслідок переходу на світові ціни при імпорті енергоносіїв сформувався значний негативний платіжний баланс, який загрожував вагомим негативними наслідками для вітчизняної економіки та бюджетної системи. Як зазначали тоді експерти, ця проблема мала об'єктивний характер, адже зростання цін на енергоресурси не могло бути компенсоване через відповідне підвищення цін на вітчизняний експорт. Для вирішення цієї ситуації урядом було залучено кредити STF, які більшою мірою засвідчили моральну, а не фінансову підтримку України з боку міжнародних фінансових інститутів.

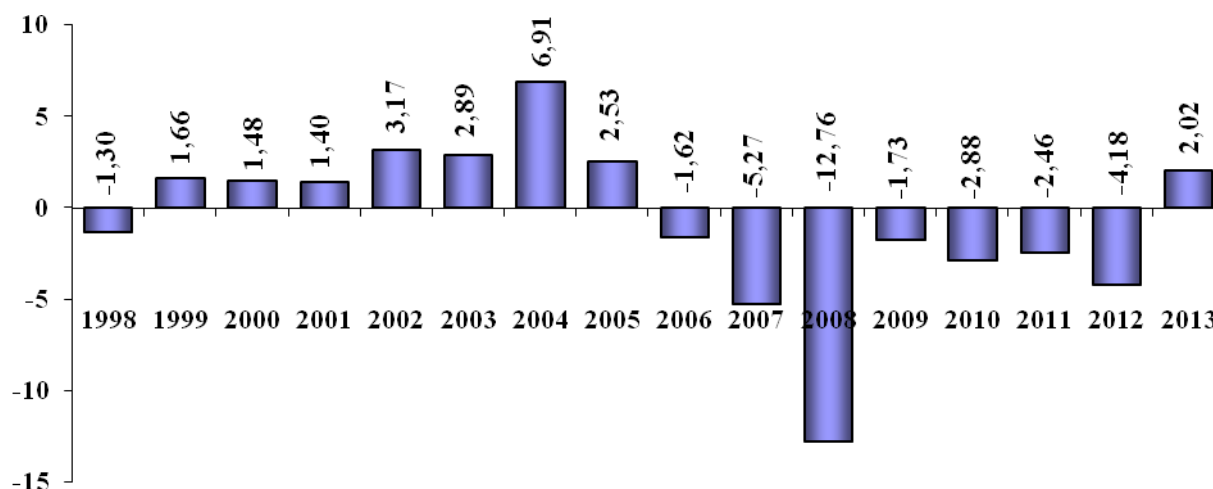
Натомість, найбільш дієвою схемою фінансової підтримки України з боку МВФ стала програма кредитування Stand-by, в рамках виконання якої надійшло 2/3 сукупних обсягів фінансування. Завдяки цій програмі вдалося стабілізувати курс національної валюти, курс якої коливався в межах 1,76-1,90 грн./дол. [<sup>85</sup>, с. 118]. Однак, надання Україні кредитів Stand-by мало певну специфіку. Ідея, покладена в основу кредитування Stand-by – короткострокова фінансова допомога країнам, які мають циклічні тимчасові проблеми платіжного балансу. Очевидно, що в Україні погіршення платіжного балансу було викликане не циклічними, а системними проблемами економіки, які не можливо було вирішити за короткий проміжок часу. Відтак, кредитування Stand-by фактично виконало завдання, які не змогло досягти виконання програми системної трансформаційної позики STF.

Щодо кредитів EFF, то їхнє призначення полягало у підтриманні реалізації середньострокових програм і покритті дефіциту платіжного балансу, пов'язаного з макроекономічними й структурними диспропорціями в економіці. Ці кредити Україна почала отримувати від МВФ з 1998 року. Втім, у зв'язку з відновленням

---

<sup>85</sup> Зражевська Н. В. Зовнішній державний борг у фінансовій системі України: Моногр. / Н. В. Зражевська. – К.: Світ, 2006. – 218 с.

позитивного сальдо платіжного балансу країни (рис. 2.3), починаючи з 1999 року причин для отримання кредитування з боку МВФ для його підтримки не було. Внаслідок цього, у наступні кілька років характер співпраці з МВФ зазнав змін.



*Рис. 2.3. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу в Україні у 1998-2013 рр., млрд. дол. США [86].*

Відновлення стійкого економічного зростання, а також позитивне сальдо платіжного балансу дали змогу переглянути основні моменти співпраці України з МВФ. Від активного запозичання коштів, уряд перейшов до співпраці виключно у форматі консультування, а залучені раніше системні трансформаційні позики для вирішення проблем негативного платіжного балансу поступово погашались. Втім, погіршення економічної ситуації та глибока економічна й фінансова криза з 2008 року змусила уряд знову повернутися до залучення коштів МВФ для покриття дефіциту державного бюджету. У травні та липні 2009 року урядом було залучено позику за схемою кредитування stand-by вартістю 2% річних на загальну суму 16,1 млрд. грн., а в серпні 2010 року – додатково ще 15,1 млрд. грн. Внаслідок таких заходів, на кінець 2010 року загальний обсяг заборгованості уряду України перед МВФ склав 69,7 млрд. грн., або 65,8% державного боргу перед МФО [87]. У наступні роки через погіршення взаємин з іноземними партнерами нових кредитів

<sup>86</sup> Платіжний баланс України у 1994-2013 роках [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Balance/PB/din\\_pb\\_rik.xls](http://www.bank.gov.ua/Balance/PB/din_pb_rik.xls)

<sup>87</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

від МВФ Україна не отримувала, а лише погашала заборгованість за існуючими зобов'язаннями. Таким чином, на кінець 2013 року заборгованість перед МВФ склала 28,3 млрд. грн., або майже вдвічі менше, ніж у 2010 році.

Впродовж 2008-2011 рр. поряд з МВФ, одним із найважливіших кредиторів України вступав Світовий банк, а саме його структурний підрозділ – Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР). У співпраці з цією фінансовою установою використовуються як інвестиційні, так і системні кредити, однак перші мають значну перевагу. Вони надаються для проведення структурних реформ у різних галузях національної економіки, соціальной сфері, реалізації заходів з охорони навколишнього природного середовища, реструктуризацію фінансового сектору, розвиток інфраструктури та ін. Кошти, мобілізовані до бюджету від системних кредитів, направлялися на покриття його дефіциту.

Не зважаючи на активну співпрацю з МБРР, частина науковців та практиків вказували на її низьку ефективність. Механізм використання отриманих позик не передбачав механізмів упередження «проїдання» цих коштів, а тому певний обсяг цих кредитів був спрямований на покриття поточних потреб. Втім, не зважаючи на ці та інші недоліки, МБРР продовжував у 2005-2008 рр. залишатись провідним кредитором України серед міжнародних фінансових організацій, а борг перед ним складав 9/10 сукупного обсягу зовнішніх зобов'язань за цією групою (табл. В.2 додатку В).

З 2009 року, у зв'язку з поглибленням кризових явищ у світовій економіці, а також посилення міжнародної ізоляції уряду України, співпраця нашої держави з МБРР була зведена до мінімуму. Залучені у 2009 році позика обсягом 0,4 млрд. дол. США на реабілітацію фінансового сектору та в 2010 році позика на суму 0,5 млрд. грн. для реалізації проектів розвитку стали єдиними запозиченнями, які зміг залучити уряд за останні п'ять років. Формат співпраці з МБРР був переведений у площину погашення накопиченої заборгованості. Внаслідок цього, обсяг боргу України перед цією структурою у 2009-2013 рр. залишався практично незмінним і складав в середньому 24,1-24,5 млрд. грн. Разом з тим, питома вага цього боргу в

загальних обсягах зовнішніх зобов'язань перед МФО підвищилась з 29,2% у 2010 році до 39,6% у 2013 році.

Впродовж досліджуваного періоду спостерігалось активне нарощування заборгованості України за позиками ЄБРР. Зауважимо, що ця структура фінансує переважно інвестиційні проекти у приватному секторі економіки, інфраструктурні програми та ін. На відміну від взаємин із МВФ та МБРР, відносини України з ЄБРР мали більш постійний характер – кредитування з його боку не припинялось навіть в умовах згортання фінансування іншими міжнародними організаціями. Більш того, крім власне кредитування, ЄБРР допомагав у пошуку інвесторів для організації співфінансування інвестиційних проектів. Внаслідок цього, за період 2008-2013 рр. заборгованість уряду перед ЄБРР збільшилась на 2,7 млрд. грн., або в 2,3 рази до майже 4,8 млрд. грн. (табл. В.2 додатку В).

Залучення комерційних позик для фінансування державних потреб Україна активно почала використовувати у другій половині 90-х років. Так, у 1997 році компанією «Nomura International» та банком «Chase Manhattan» були організовані дві позики уряду України на загальну суму 0,5 млрд. дол. США, а в 1998 році наша держава залучила комерційних позик загальним обсягом 1,6 млрд. дол., в тому числі 1,1 млрд. дол. – від отримання фідучіарних позик, 0,5 млрд. дол. – за рахунок емісії комерційних облігацій за підтримки компанії «E.M. Sovereign Finance B.V.». Важливою перевагою використання комерційних позик була їхня відносна дешевизна, однак з огляду на короткостроковість позик та жорсткі умови погашення, повернення цих зобов'язань викликало значні проблеми.

З огляду на те, що комерційні позики являю собою найдорожчий інструмент зовнішніх запозичень, їхнє використання виправдане тоді, коли вичерпані усі інші зовнішні джерела позик [<sup>88</sup>, с. 123]. Враховуючи цю обставину, після 2000 року, коли економіка України відновила своє зростання, а в сфері державних фінансів було досягнуто певної стабілізації, уряд отримав можливість згорнути практику залучення комерційних позик для власних потреб. Як наслідок, впродовж 2000-

---

<sup>88</sup> Зражевська Н. В. Зовнішній державний борг у фінансовій системі України: Моногр. / Н. В. Зражевська. – К.: Світ, 2006. – 218 с.

2009 рр. заборгованість за комерційними позиками залишалася незначною. Втім, в умовах економічної кризи в Україні та фактичної міжнародної ізоляції чинної влади, у 2010 році уряд був змушений повернутися до практики залучення позик у комерційних структур. Наприкінці 2010 року було залучено позику в російського державного банку «Внешторгбанк» на суму 15,9 млрд. грн. з терміном погашення у 2012 році. У наступні роки комерційні позики урядом не залучалися, а борг перед іноземними банками знову зменшився до мінімального значення. Станом на кінець 2013 року зовнішній борг держави перед комерційними банками становив 0,56 млрд. грн. й складався із зобов'язань перед банком «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A».

Доволі значну частину зовнішнього державного боргу України складають зобов'язання перед органами управління інших держав, тобто за позиками, які надані зарубіжними урядами. Загальний обсяг такої заборгованості на кінець 2013 року становив 7,3 млрд. грн. й зменшився порівняно з 2008 роком на 6,0 млрд. грн., або на 45,2%. Зауважимо, що накопичення цієї заборгованості відбувалось у перші роки незалежності країни, а в подальшому, впродовж усієї боргової історії вона поступово погашалася. Ця тенденція продовжилась і в аналізованому періоді: заборгованість перед урядом Німеччини за 2008-2012 рр. зменшилась на 1,9 млрд. грн., або на 94,6% до 0,1 млрд. грн.; урядом США – на 0,9 млрд. грн., або на 90,7% до 0,1 млрд. грн.; борги перед урядами Італії та Франції були повністю погашені. Втім, впродовж спостережуваного періоду мало місце зростання обсягів боргу перед Японією з 0,6 млрд. грн. у 2008 році до 1,5 млрд. грн. у 2013 році, або в 2,5 рази. Таке зростання пояснюється активізацією співпраці між урядами Японії та України з реалізації інвестиційних проектів у царині розвитку інфраструктури.

Найбільшим кредитором України серед іноземних держав впродовж 2008-2013 рр. лишалась Російська Федерація. Заборгованість перед урядом цієї країни за окреслений період зменшилась з 9,2 млрд. грн. до 5,6 млрд. грн., або на 38,8%. Разом з тим, питома вага боргу перед Росією в загальному обсязі заборгованості перед урядами інших країн підвищилась до 77,2%. Динаміка такої заборгованості значно залежить від валютного курсу національної грошової одиниці, а також

цінової ситуації на ринку паливно-енергетичних ресурсів. Різке зростання цін на енергоносії, які постачаються в Україну з Російської Федерації обумовило приріст заборгованості перед цією країною, яка сягнула максимального обсягу у 2008 році. У зв'язку з відсутністю в уряді України фінансових можливостей погасити наявну заборгованість, вона була оформлена як державний борг перед Росією (табл. В.3 додатку В).

Понад 2/3 сукупного обсягу зовнішнього державного боргу України складає заборгованість, не віднесена до інших категорій. До її складу зараховують борги, утворені внаслідок емісії облігацій зовнішньої державної позики, а також певні форми заборгованості перед МВФ. За останнє десятиліття можна виділити три етапи у використанні емісії ОЗДП для фінансування державних потреб. Перший етап (2005-2007 рр.) характеризувався погіршенням умов розміщення ОЗДП за незначних обсягів емісії. Так, за три окреслених роки ставка доходності ОЗДП зростає з 4,95% до 6,16%, тоді як обсяги емісії складали від 3,6 до 9,7 млрд. грн. (рис. 2.4).

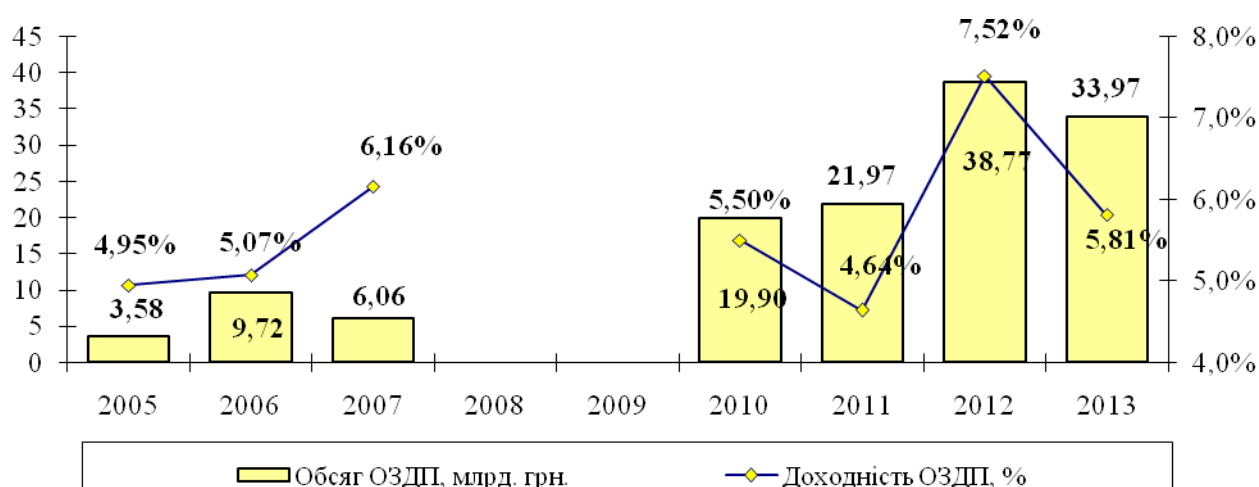


Рис. 2.4. *Обсяги випуску та доходність ОЗДП в Україні у 2005-2013 рр.* [89].

Другий етап (2008-2009 рр.) характеризується повним припиненням емісії ОЗДП, що пояснюється впливом світової фінансової кризи. В умовах дефіциту

<sup>89</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

фінансових ресурсів на міжнародному фінансовому ринку спостерігався відтік капіталу в країни зі стійкою економікою, а вартість розміщення боргових цінних паперів для країн з перехідною економікою різко підвищилась. Враховуючи ці обставини, уряд відмовився від емісії ОЗДП у кризові роки.

Третій етап (з 2010 року і дотепер) характеризується значними обсягами залучення коштів до бюджету від емісії ОЗДП та нестабільними умовами їхнього розміщення. Так, у 2010-2011 рр. обсяги залучення коштів від ОЗДП становили 20,0-22,0 млрд. грн. з середньою доходністю 4,6-5,5%. У 2012 році, внаслідок зниження кредитних рейтингів України й продовження кризи на міжнародних фінансових ринках, вартість коштів, залучених від ОЗДП зросла більш, ніж в 1,6 рази до 7,52% при збільшенні обсягів емісії облігацій до 38,8 млрд. грн. Натомість у 2013 році обсяг емісії ОЗДП дещо зменшився до 34,0 млрд. грн. при зниженні середньої ставки їхньої доходності до 5,81%. Всього за 2013 рік було здійснено три розміщення єврооблігацій: в лютому – дорозміщення 10-річних облігацій на суму 1 млрд. дол. США зі ставкою доходності 7,63%; у квітні – розміщення нових 10-річних облігацій на суму 1,25 млрд. дол. США з доходністю 7,5% річних; у грудні – розміщення 2-річних облігацій на суму 3,0 млрд. дол. США за ставкою 5,0% річних [<sup>90</sup>, с. 200].

Аналіз управління зовнішнім боргом передбачає також оцінювання витрат на його обслуговування й погашення. Впродовж 2006-2013 рр. спостерігалася довгострокова тенденція до зростання абсолютних обсягів видатків бюджету на ці заходи. При цьому особливо активне зростання бюджетних витрат на погашення й обслуговування зовнішніх державних зобов'язань почалось з 2009 року, що пояснюється як збільшенням обсягу боргу, так і погіршенням умов залучення коштів із зовнішніх джерел. Уже в 2009 році видатки бюджету на обслуговування зовнішнього боргу зросли в порівнянні з попереднім роком в 1,5 рази до 4,4 млрд. грн., а до 2013 року вони збільшились майже до 9,9 млрд. грн., або ще у 2,2 рази. В цілому за 2006-2013 рр. ці видатки бюджету зросли у 4,4 рази.

---

<sup>90</sup> Пояснювальна записка до звіту про виконання Державного бюджету України за 2013 рік. – К.: Міністерство фінансів України, 2014. – 207 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=51703](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=51703)

Видатки бюджету на погашення державного зовнішнього боргу теж активно почали збільшуватись з 2009 року, що пояснюється залученням короткострокових позик, а також настанням термінів погашення раніше емітованих зобов'язань. Так, у 2009 році урядом було погашено зовнішніх зобов'язань на суму 12,6 млрд. грн., що в 5,3 рази перевищує обсяги попереднього року. Швидке нарощування боргів у 2009-2013 рр. призвело до того, що у 2013 році на погашення основної суми зовнішніх зобов'язань з бюджету було витрачено майже 38,0 млрд. грн., що в 3,0 рази перевищує рівень 2009 року та в 7,3 рази – рівень 2006 року. Всього за два останніх роки ці видатки бюджету зросли на 24,4 млрд. грн. (рис. 2.5).



*Рис. 2.5. Видатки державного бюджету на обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу України у 2006-2013 рр., млрд. грн.*

Практика управління зовнішнім державним боргом засвідчує, що повністю відмовитись від використання зовнішніх джерел фінансування державних потреб в сучасний період не можливо. Крім цього, зовнішні боргові зобов'язання мають низку переваг перед внутрішніми, адже зазвичай залучаються під нижчі відсотки, а також спричиняють притік валютних ресурсів у країну. Однак, використати ці переваги можна за умови стабільності валютного курсу та збереження загальної макроекономічної стабільності у країні, в іншому випадку залучення зовнішніх зобов'язань загрожує суттєвими проблемами. Так, падіння обмінного курсу гривні у 2009 й наступних роках призвело до значного збільшення зобов'язань перед



іноземними кредиторами та погіршило показники боргової безпеки. Зважаючи на високі ризики залучення зовнішніх боргів, має бути вироблена обґрунтована та зважена зовнішньоборгова політика з урахуванням усіх можливих негативних наслідків. Актуальним питанням також залишається ефективність використання запозичених коштів.

### **2.3. Оцінка боргового навантаження та проблеми забезпечення боргової безпеки держави.**

Показники боргової безпеки доцільно розмежувати на кілька груп відповідно до того, з яким макроекономічним індикатором порівнюються об'ємно-структурні чи інші параметри державного боргу. Перша група індикаторів боргової безпеки передбачає співставлення боргових показників з ВВП. Очевидно, що вихідним у цій вибірці показників є питома вага сукупного обсягу державної заборгованості у ВВП. Оцінюючи динаміку такого співвідношення за період 2008-2013 рр., можна вказати на його різке зростання. Так, якщо у 2008 році воно становило 13,8%, то у 2013 році – уже 33,0%. Таким чином, за шість останніх років цей показник зріс у 2,4 рази. Особливо значним було зростання частки державного боргу у ВВП в 2009 році, що має об'єктивне пояснення: по-перше, через необхідність покриття дефіциту бюджету уряд активізував роботу щодо емісії ОВДП; по-друге, поряд із залученням зовнішніх позик, приріст зобов'язань перед іноземними кредиторами теж був обумовлений падінням обмінного курсу гривні по відношенні до валют, у яких вони номіновані. Таким чином, всього за рік показник частки державного боргу у ВВП зріс з 13,8% до майже 24,9%, або в 1,8 рази (табл. 2.2). Не зважаючи на те, що фактичні значення цього індикатора впродовж усього аналізованого періоду залишалися на рівні, значно нижчому від критичного (за різними оцінками, від 55% до 60% ВВП), його висока висхідна динаміка дає підстави очікувати швидкого погіршення ситуації та формування реальної загрози борговій безпеці держави.

**Показники державного боргу у співвідношенні з ВВП  
(згідно офіційної методики) у 2008-2013 рр.**

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення 2013/2008 рр.
Відношення обсягу державного боргу до ВВП, %	13,78	24,85	29,88	27,44	28,29	33,01	19,23
Відношення обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	9,07	14,88	16,79	15,04	14,80	15,35	6,28
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	4,71	9,97	13,09	12,40	13,48	17,66	12,95
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	1,01	4,33	3,89	5,28	6,54	8,34	7,33
Відношення платежів за державним зовнішнім боргом до ВВП, %	0,56	1,86	1,08	1,63	2,63	3,29	2,73
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	8,62	14,00	17,80	18,67	21,75	28,05	19,43

Практично ідентичні тенденції у 2008-2013 рр. були характерні для іншого показника боргового навантаження, а саме відношення зовнішнього боргу до ВВП. Цей індикатор свідчить про рівень фінансової незалежності держави від впливу іноземних кредиторів. Його фактичне значення впродовж аналізованого періоду підвищилось з 9,07% у 2008 році до 15,35% у 2013 році, або на 2/3. Незначне падіння показника, яке спостерігалось у 2011-2012 рр. пояснюється припиненням реальної співпраці уряду України з міжнародними фінансовими організаціями, що у 2013 році було повністю компенсоване швидким нарощуванням зобов'язань у зв'язку з емісією ОЗДП. Порівняння фактичного рівня індикатора з критично прийнятним, передбаченим урядовою Методикою розрахунку рівня економічної безпеки (25% ВВП), дає нам підстави констатувати дотримання вимог боргової безпеки. Втім, якщо знову таки, звернути увагу на темпи росту цього показника, то їх можна оцінити як доволі загрозливі.

Ще більш стрімке зростання впродовж 2008-2013 рр. спостерігалось щодо питомої ваги внутрішнього державного боргу у ВВП – якщо на початку періоду воно становило 4,7%, то наприкінці – уже 17,7%, або в 3,8 рази вище. Таким чином, якщо у 2008 році фактичне значення цього індикатора боргової безпеки складало менше 1/6 від критичного рівня, визначеного у 30% ВВП, то у 2013 році

– уже більше 3/5. Головною причиною такої динаміки стала переорієнтація боргової політики уряду на залучення фінансових ресурсів із внутрішніх джерел через емісію ОВДП, що пояснюється: по-перше, закритістю зовнішніх фінансових ринків через продовження боргової кризи у ЄС; по-друге, відсутністю можливості залучати кошти за кордоном через фактичну міжнародну ізоляцію українського уряду; по-третє, погіршенням кредитних рейтингів України на світовому ринку і, відповідно, зростання вартості позик для нашої держави.

Важливим моментом аналізу боргового навантаження на економіку є оцінка відношення платежів за борговими зобов'язаннями до ВВП. Методика оцінки рівня економічної безпеки України передбачає використання для цього не тільки показника видатків державного бюджету на обслуговування зобов'язань, але й обсягу погашення основної суми боргу. Якщо прослідкувати динаміку питомої ваги сукупних платежів за державним боргом у ВВП, то можемо констатувати її стрімке зростання впродовж останніх років. Так, якщо у 2008 році цей показник складав 1,01%, то у 2013 році – уже 8,34%. На думку Г. Кучер, критичний рівень цього показника складає 7% [<sup>91</sup>, с. 196], а отже можемо говорити про фактичне перевищення індикатора тієї межі, за якою загроза борговій безпеці країни стає реальною.

Швидким погіршенням характеризувався у 2008-2013 рр. також показник питомої ваги платежів за зовнішніми державними зобов'язаннями до ВВП. За означений період фактичне значення цього індикатора підвищилось з 0,56% до 3,29% від ВВП, тобто рівень зростання склав 5,9 рази. Якщо у 2008 році значення показника було майже вп'ятеро нижчим за критичне (5% від ВВП), то у 2013 році – лише на третину. Зважаючи на винятково високі темпи росту цього індикатора, його виходу за критично прийнятні межі можна очікувати уже в найближчі два роки. Іншим індикатором першої групи, яка передбачає співставлення боргових показників з ВВП є питома вага державного боргу у формі цінних паперів. Як і попередньо розглянуті показники, він також суттєво зріс за останні роки: якщо у 2008 році його значення становило 8,62%, то у 2013 році – уже 28,05% від ВВП.

---

<sup>91</sup> Кучер Г. В. Управління державним боргом: Підручник / Г. В. Кучер. – К.: КНТЕУ, 2002. – 342 с.

Не зважаючи на суттєве зростання, його фактичне значення майже вдвічі нижче за критично прийнятне (55% від ВВП), тобто перебуває у відносно безпечних межах.

Поряд із порівнянням абсолютних обсягів державної заборгованості з ВВП, об'єктивність оцінювання боргового навантаження, на наш погляд, вимагає також вивчення динаміки заборгованості в розрахунку на одного мешканця країни. Слід зауважити, що у розробленій Міністерством економіки України методиці для цих розрахунків передбачено лише один показник – рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, що очевидно недостатньо. Вважаємо, що перелік індикаторів для розрахунку боргової безпеки має бути доповнений додатковими показниками, які характеризуватимуть сукупний обсяг державної заборгованості на одну особу, а також подушовий обсяг внутрішніх державних зобов'язань. Це дасть можливість визначити сукупне боргове навантаження на кожного жителя, а також рівень його залежності від зовнішніх та внутрішніх кредиторів.

Показники, наведені у табл. 2.3 засвідчують швидке зростання боргового навантаження на населення України впродовж останніх років. Обсяг державного боргу в розрахунку на одну особу наявного населення України підвищився з 2,83 тис. грн. у 2008 році до більш ніж 10,57 тис. грн. у 2013 році, або в 3,7 рази. Якщо скоригувати наведені цифрові показники з урахуванням зміни обмінного курсу гривні впродовж 2008-2013 рр., тобто оцінити динаміку подушового показника державного боргу в доларах США, то темпи його росту змінюються не суттєво. Так, у доларовому еквіваленті на одну особу в 2008 році припадало 367,8 дол. державного боргу, то у 2013 році – уже 1322,6 дол. США, тобто у 3,6 рази більше. При цьому винятково високими темпами зростав подушовий обсяг внутрішнього державного боргу – якщо у 2008 році він становив 125,7 дол./особу, то у 2013 році – 707,7 дол./особу, або в 5,6 рази більше. Натомість, приріст зовнішньоборгового навантаження на населення України було дещо меншим – у 2008 році на кожного мешканця країни припадало 242,1 дол. США зовнішніх державних зобов'язань, а до 2013 року цей показник підвищився у 2,5 рази до 614,9 дол. США. Втім, таке значення показника майже втричі перевищує критично прийнятне (не більше 200 дол. США на особу), визначене Методикою розрахунку рівня економічної безпеки

України. Особливо помітним було зростання індикатора у 2009 році – в 1,5 рази, та в 2010 році – в 1,3 рази, що пояснюється відновленням емісії ОЗДП.

Доволі інформативним показником, який характеризує рівень боргового навантаження на населення України є порівняння обсягу державного боргу з його наявними доходами. Якщо у 2008 році державна заборгованість у співставленні з доходами громадян становила 14,1%, то у 2013 році – уже більше 40,4%. Таким чином, якщо б населення було змушене повертати боргові зобов'язання уряду, то кожен житель мав би спрямувати для цього понад 40% свого річного доходу (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Державний борг в розрахунку на одного жителя України  
у 2008-2013 рр., в цілому та у розрізі джерел залучення [<sup>92</sup>].**

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення 2013/2008 рр.
Державний борг в розрахунку на одну особу, грн.	2832,23	4938,69	7066,10	7829,18	8763,82	10571,40	7739,17
Державний борг в розрахунку на одну особу, дол. США	367,82	618,50	887,51	979,90	1096,44	1322,58	954,76
Внутрішній державний борг у розрахунку на одну особу, дол. США	125,71	248,14	388,67	442,86	522,65	707,70	581,99
Зовнішній державний борг у розрахунку на одну особу, дол. США	242,11	370,36	498,84	537,04	573,79	614,88	372,77
Державний борг у відношенні до наявних доходів населення, %	14,12	33,53	38,10	36,08	34,76	40,40	26,28

Наступна група індикаторів боргової безпеки характеризує співвідношення між показниками державного боргу та обсягом експорту товарів і послуг, що дає можливість прослідкувати спроможність уряду перекрити боргові зобов'язання за рахунок валютних експортних надходжень. Фактично, ці показники вказують на рівень платоспроможності держави у розрахунках з кредиторами.

Динаміка фактичних значень індикаторів, які входять до цієї групи, вказує на значне погіршення боргової ситуації в країні. Наприклад, співвідношення між

<sup>92</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

обсягом зовнішнього державного боргу та експортом, яке у 2008 році становило 14,2%, до 2013 року підвищилось до рівня 35,9%, або в 2,5 рази. Особливо різкий стрибок цього показника відбувся у 2009 році – у 2,4 рази, що пояснюється як суттєвим зростанням зовнішнього боргу через здійснення нових запозичень та падіння обмінного курсу національної валюти, так і обвальним скороченням експорту товарів і послуг в умовах жорсткої економічної кризи. Втім, попри таке зростання, фактичне значення індикатора залишається майже вдвічі нижчим від критичного, визначеного офіційними документами на рівні 70% (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Показники державного боргу у співвідношенні з обсягом експорту  
в Україні у 2008-2013 рр., % [<sup>93</sup>; <sup>94</sup>].**

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення 2013/2008 рр.
Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	14,19	34,53	36,15	29,82	31,72	35,89	21,70
Відношення платежів за зовнішнім боргом до річного експорту товарів і послуг, %	1,28	4,43	2,33	3,23	5,63	7,69	6,41
Відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	0,70	1,14	0,94	1,16	1,05	1,58	0,88
Відношення платежів за державним боргом до річного експорту товарів і послуг, %	2,30	10,31	8,41	10,50	14,01	19,51	17,21

Суттєве зростання показників спостерігалось і щодо порівняння платежів за державним боргом з експортними надходженнями. Так, за аналізований період мало місце швидке зростання співвідношення обсягу платежів за зовнішнім до обсягу річного експорту товарів і послуг: якщо у 2008 році воно складало 1,28%, то у 2013 році – уже 7,69%, або в шість разів більше. Втім, у Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України передбачене визначення іншого показника – відношення платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до обсягу річного експорту. Його фактичне значення, яке підвищилось з 0,7% у 2008 році до

<sup>93</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

<sup>94</sup> Зведені національні рахунки у 2004-2013 роках [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>

1,58% у 2013 році, продовжувало залишатись у 7,6 рази нижчим за критичне (12% від обсягу експорту) відповідно до офіційної урядової методики, а також майже у 16 разів нижчим за рівень, пропонований науковцями [<sup>95</sup>, с. 196].

На думку О. Длугопольського, обмежуватись порівнянням платежів лише за зовнішнім боргом до експортних надходжень країни не доцільно. Об'єктивність оцінювання боргового навантаження вимагає також розрахунку співвідношення між платежами за сукупним державним боргом до річного експорту. На думку вченого, критичне значення цього показника має бути визначене на рівні 18% [<sup>96</sup>, с. 287-288]. Таким чином, якщо прослідкувати динаміку цього показника, можна помітити, що у 2013 році вперше за останній період його значення перевищило критично прийнятний рівень і склало 19,51%. Лише за шість останніх років воно збільшилось у 8,5 рази. Це дає нам підстави стверджувати про появу додаткової реальної загрози борговій безпеці країни.

Остання група індикаторів, яку ми пропонуємо виділяти, – це показники порівняння боргу та платежів за ним до обсягу доходів державного бюджету. Як і в попередніх випадках, оцінювання фактичних значень цих коефіцієнтів вказує на швидке погіршення боргової ситуації в країні. Так, частка витрат державного бюджету на обслуговування й погашення зовнішнього державного боргу зросла з 2,28% у 2008 році до 14,1% у 2013 році, або в 6,2 рази. При цьому, якщо значення цього показника у 2008 році було майже вдев'ятеро нижчим за критичне (20%), то у 2013 році – менш, ніж на третину. Таким чином, динаміку цього індикатора слід визнати як вкрай загрозливу.

Майже досягло критичного рівня значення іншого індикатора групи, а саме відношення платежів за внутрішнім державним боргом до доходів державного бюджету. Через активне нарощування обсягів внутрішніх зобов'язань, значення цього індикатора, яке у 2008 році становило 1,84%, до 2013 року підвищилось до 21,68%, або майже у 12 разів. Особливо різке зростання – у 5,8 рази, відбулось у 2009 році, що пояснюється відновленням практики емісії ОВДП та залученням

---

<sup>95</sup> Кучер Г. В. Управління державним боргом: Підручник / Г. В. Кучер. – К.: КНТЕУ, 2002. – 342 с.

<sup>96</sup> Длугопольський О. В. Теорія економіки державного сектора: Навчальний посібник / О. В. Длугопольський. – К.: «ВД «Професіонал», 2007. – 592с.

урядом короткострокових кредитів для покриття надмірного дефіциту бюджету. У зв'язку із швидким зростанням внутрішнього державного боргу та підвищенням вартості запозичень, у 2013 році співвідношення видатків на його обслуговування з доходами бюджету збільшилось більш ніж на третину. При цьому, якщо у 2008 році фактичний рівень цього показника залишався майже у 14 разів нижчим за критичне значення (25% згідно урядової методики), то у 2013 році – лише на 1/8 (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**Показники державного боргу у відношенні з доходами  
Державного бюджету України у 2008-2013 рр. [<sup>97</sup>; <sup>98</sup>].**

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення 2013/2008 рр.
Відношення платежів за зовнішнім боргом до доходів державного бюджету, %	2,28	8,11	4,87	6,73	10,71	14,10	11,82
Відношення платежів за внутрішнім боргом до доходів державного бюджету, %	1,84	10,77	12,66	15,13	15,95	21,68	19,84
Відношення платежів за державним боргом до доходів державного бюджету, %	4,12	18,88	17,52	21,85	26,66	35,78	31,66
Відношення державного боргу до доходів державного бюджету, %	56,40	108,25	134,51	113,56	115,36	141,56	85,16

Окремі науковці, формулюючи перелік індикаторів боргової безпеки, також пропонують розраховувати співвідношення сукупних платежів за державним боргом до доходів державного бюджету. На наш погляд, потреби у визначенні такого індикатора немає, адже він фактично являє собою суму двох попередньо розглянутих нами показників. Разом з тим, варто долучити до переліку показників боргової безпеки запропоноване Г. Кучер співвідношення державного боргу з доходами державного бюджету. Значення цього показника зросло з 56,4% у 2008 році до 141,56% у 2013 році. Вперше обсяг державних зобов'язань перевищив доходи державного бюджету в 2009 році, що пояснюється як зниженням обсягу бюджетних поступлень, так і значним збільшення боргових зобов'язань. Втім, на

<sup>97</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

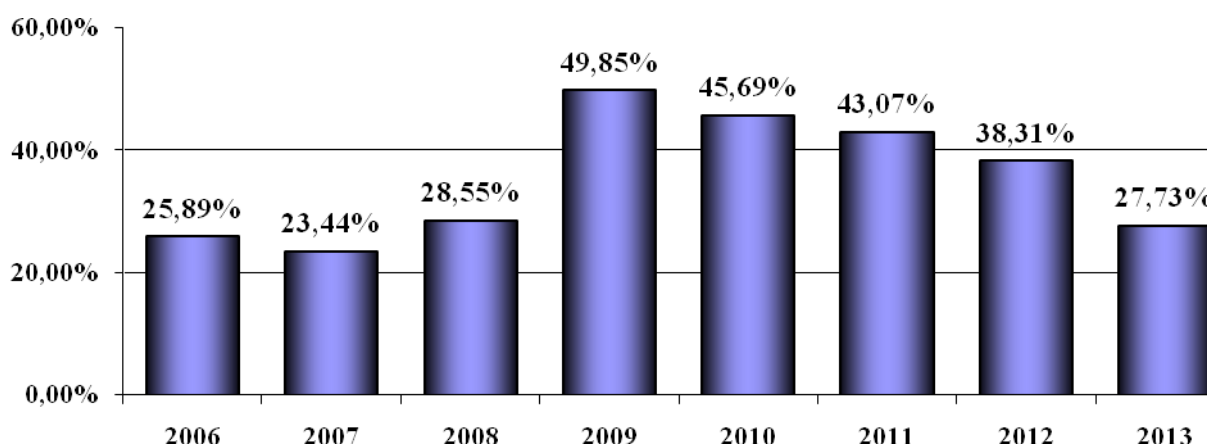
<sup>98</sup> Зведені національні рахунки у 2004-2013 роках [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>



думку науковців, таке значення індикатора є безпечним і не складає загрози для боргової безпеки країни. Критичне значення цього співвідношення визначене у науковій літературі у потрібному розмірі доходів державного бюджету.

Останнім важливим показником боргової безпеки, який характеризує рівень залежності держави від іноземних кредиторів, є питома вага зобов'язань перед міжнародними фінансовими організаціями. Змістовно, цей показник характеризує рівень залежності фінансової політики уряду від вказівок і рекомендацій таких структур, як МВФ, Світовий банк чи ЄБРР. Обов'язковою умовою надання позик МВФ є зазвичай виконання широкого переліку заходів, спрямованих на втілення структурних реформ у тих чи інших сферах економіки чи державних фінансів, обмеження державного втручання у господарські процеси. Критичне значення цього показника, згідно урядової методики, визначене на рівні 30%.

Фактичне значення показника впродовж останніх років має нестабільний характер. Якщо у 2006-2008 рр. показник балансував на межі критичного рівня (23,4%-28,6% проти порогових 30%), то у 2009 році спостерігалось його різке зростання до 49,9%, що пояснюється отримання кредитів від МВФ за схемою stand-by (рис. 2.6).



*Рис. 2.6. Питома вага зобов'язань перед МФО у структурі зовнішнього державного боргу України у 2006-2013 рр., % [99].*

<sup>99</sup> Статистичні матеріали по стану державного боргу у 2008-2013 роках / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=198378](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378)

Зважаючи на те, що у наступні роки значних залучень позикових коштів від міжнародних організацій економічного розвитку не було, питома вага боргу перед ними у структурі зовнішніх боргових зобов'язань держави до 2013 року знову знизилась до безпечних меж.

## **Висновки до розділу 2**

За результатами аналізу практики управління державним боргом в Україні можна сформулювати низку висновків:

– в сучасних умовах внутрішні запозичення є одним із вагомих джерел позикового фінансування державних потреб. Водночас, позики на внутрішньому ринку розглядаються сучасними економістами як дієвий інструмент регулювання пропорцій грошово-кредитної політики, а саме грошового обігу, рівня процентних ставок за кредитами, обмінного курсу національної грошової одиниці та ін. Втім, в Україні через нерозвиненість фінансового ринку, залучення внутрішніх позик мало обмежене застосування. Не сприяли цьому процесу також побоювання нової боргової кризи, адже проблеми на ринку ОВДП у 1998-1999 рр. Україні вдалося подолати вкрай важко. Після цього, впродовж наступного десятиліття уряд не розглядав внутрішні запозичення як можливе джерело фінансування бюджету. Втім, обставини 2008-2009 рр., коли в умовах світової фінансової кризи ринки капіталу для країн, що розвиваються були практично закриті, уряд змушений був відновити практику емісії ОВДП. При цьому структура внутрішніх запозичень, а також умови їхнього залучення були вкрай не вигідними – більшість позик були залучені на короткий термін під високі проценти, що суперечило головному правилу ефективної боргової політики. Разом з тим, у наступні роки структура внутрішніх державних зобов'язань почала поступово поліпшуватись;

– масштаби використання зовнішніх запозичень для фінансування потреб держави значною мірою визначаються макроекономічною динамікою в Україні, а також особливостями співпраці уряду з іноземними кредиторами. В перші роки

незалежності країни серед зовнішніх запозичень переважали комерційні кредити, що пояснюється як відсутністю досвіду співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, а також відносною легкістю залучення коштів від комерційних банків. Значну частину державного боргу в цей період склали також борги перед іноземними державами. Разом з тим, із стабілізацією економічної ситуації, а також напрацюванням бази для використання емісійних схем залучення коштів, уряд України перейшов до активного запозичання коштів через випуск ОЗДП. У першій половині 2000-х років уряд України відмовився від активного залучення коштів на зовнішніх ринках і перейшов до політики до співпраці з міжнародними фінансовими організаціями щодо боргового питання у форма консультацій. Втім, у зв'язку з погіршенням економічної ситуації в країні в період економічної кризи 2008-2009 рр., уряд нашої держави був змушений знову звернутися до практики залучення коштів через отримання системних кредитів від МВФ, а також емісії ОЗДП;

– розрахунок показників боргового навантаження засвідчив тенденцію до різкого погіршення стану боргової безпеки країни. Попри те, що в теперішній час більшість критеріальних індикаторів боргової безпеки перебувають у межах, які не перевищують критичних значень, по багатьох із них запас міцності практично зведений до мінімуму. Це дає підстави уже в найближчі кілька років очікувати, що фактичні значення більшості індикаторів будуть перебувати на критичній зоні. Проведене дослідження також вказало на фрагментарність набору індикаторів боргової безпеки, який не враховує окремі аспекти боргового навантаження. Так, важливим аспектом оцінювання має стати розрахунок подушових показників державного боргу у гривневому та валютному еквіваленті, що вказуватиме на рівень державної заборгованості на одного жителя країни. Розрахунки показали, що цей рівень за останні шість років збільшився у 3,7 рази в гривні та в 3,6 рази – у доларах США й досяг 10,6 тис. грн., або 1,3 тис. дол. на кожного громадянина. Для повного повернення усієї державної заборгованості кожен житель країни мав би віддати в сучасних умовах більше 40% свого річного доходу.

## РОЗДІЛ 3

### УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ТА ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ ПЛАТОСПРОМОЖНОСТІ ДЕРЖАВИ

#### **3.1. Світовий досвід управління державним боргом та можливості його адаптації до вітчизняної практики боргового менеджменту.**

Боргова політика є іманентною складовою фіскально-бюджетної політики. Державні запозичення розширюють фінансові можливості бюджету, виступаючи інструментом збалансування в часі державних витрат і податкових надходжень. Актуалізація проблеми державного боргу в кризовому та посткризовому періодах потребує зміни підходів до використання запозичень, пошуку нової парадигми боргової політики. Удосконалення боргової політики має здійснюватися в рамках реформування бюджетного процесу, переходу до бюджетування, орієнтованого на результат, і створення стимулів для більш ефективного фінансування державного сектора. Вводячи в бюджетний процес нові методи бюджетування, зокрема, щодо державного боргу, уряд повинен отримати максимальний ефект від використання державних позик.

Між тим, аналіз практики боргового управління в Україні переконливо засвідчив, що непродуманість та тенденційність у формуванні державного боргу в підсумку призвели до накопичення надмірних обсягів зобов'язань, встановлення їхньої нераціональної структури, утворення так званих «пікових» періодів тиску боргових платежів на державний бюджет та інших негативних наслідків. Відтак, боргова політика України характеризується низькою ефективністю, а тенденції у цій сфері вказують, що в сучасних умовах боргова проблема перетворилася на реальну загрозу національній безпеці країни. З огляду на відсутність в Україні власного досвіду вирішення боргової проблеми такої гостроти, варто звернутися до рецептів зарубіжних країн, які практикують позикове фінансування державних потреб впродовж століть.

У практиці зарубіжних країн державний борг розглядають як дієвий важіль макроекономічного регулювання, інструмент проведення стабілізаційної політики, стимулювання або стримування темпів економічного зростання. Його головною метою є задоволення потреб уряду у фінансуванні, а також виконання його зобов'язань за платежами при мінімальних витратах у середньо- і довгостроковій перспективі за прийняттого рівня ризику. Більшість країн, які досягли успіху в питанні зниження боргового навантаження, використовують тактику активного управління державним боргом, яка передбачає неперервне пристосування його параметрів до кон'юнктури фінансового ринку. Реалізація цього завдання вимагає постійного моніторингу коливань процентних ставок та курсів валют, а також вибору різних сегментів ринку за результатами їхнього порівняння з визначеними бенчмарками (цільовими орієнтирами). У західній науковій літературі управління складом та структурою державних зобов'язань розглядають як одну із головних сфер менеджменту державного боргу, яка має назву «debt management».

Світовою практикою напрацьовано низку принципів і орієнтирів debt management. Політика управління державним боргом має скеровуватися на досягнення таких цілей: покривати потреби уряду в коштах для фінансування дефіциту за зовнішніми операціями; підтримувати доступ до міжнародних ринків товарів і послуг, а також до міжнародного ринку капіталів; мінімізувати вартість позик та витрат на обслуговування державного боргу; досягти збалансованої структури боргових зобов'язань; мінімізувати валютний ризик встановленням оптимальної валютної структури боргу; гармонізувати політику державних позик із загальною економічною політикою та сприяти досягненню монетарних і фінансових цілей [<sup>100</sup>, с. 71]. Разом з тим, пріоритетність тих чи інших завдань визначається конкретною ситуацією в країні, сформованою під дією комплексу чинників. Так, з огляду на продовження європейської боргової кризи, у багатьох країнах ЄС головним завданням боргової політики на сьогодні залишається

---

<sup>100</sup> Поліщук, О. Сучасний стан та методи удосконалення управління зовнішнім боргом України / О. Поліщук, В. Цимбал // Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. Серія: економіка, право, політологія, туризм. – 2013. – №1. – Т. 1. – С. 67-73.

реалізація середньострокових планів щодо скорочення державного боргу, а також вдосконалення структури боргових портфелів.

Одним із найважливіших завдань, які покладені перед управлінням боргом є оптимізація його структури. Досвід зовнішніх запозичень зарубіжних країн вказує на те, що неефективність структури боргових зобов'язань у частині термінів погашення, валюти залучення чи процентних ставок, а також значні за розмірами й не забезпечені резервами умовні зобов'язання є одними із головних чинників породження й поширення боргових та фінансових криз. Надмірна залежність від позик в іноземній валюті здійснює тиск на обмінний курс національної грошової одиниці, провокує посилення напруги в грошово-кредитній сфері при відмові кредиторів від рефінансування заборгованості позичальника в іноземній валюті. Особливо високий рівень боргових ризиків, пов'язаних з надмірною питомою вагою зобов'язань в іноземній валюті характерний для країн зі слабким розвитком внутрішнього ринку облігацій. Це обумовлює потребу в активному управлінні цими ризиками [<sup>101</sup>, с. 33].

Втім, у питанні формування співвідношення між внутрішніми і зовнішніми зобов'язаннями у світовій практиці немає єдності. Наприклад, у Новій Зеландії відповідно до схваленої у 1994 році програми, до кінця століття зовнішній борг був повністю погашений. Відмовившись від зовнішніх запозичень, уряд країни став головним позичальником на внутрішньому ринку. У інших країнах, навпаки, прагнуть перемістити державні запозичення з внутрішнього на міжнародний фінансовий ринок задля уникнення надмірної конкуренції для корпоративних позичальників й, таким чином, сприяння зростанню внутрішніх капіталовкладень. Така політика практикується, зокрема, у Бразилії. Реалізуючи реформи у будь-якому секторі економіки уряд цієї країни враховує, між інших, необхідність зниження державних запозичень всередині країни. Внаслідок цього бразильські

---

<sup>101</sup> Ситников, Р. Зарубежный опыт управления внешним долгом и возможности его использования в России / Р. Ситников // Российский внешнеэкономический вестник. – 2007. – №8. – С. 32-38.

корпорації отримують можливість розміщувати на внутрішньому фінансовому ринку свої облігації на більш сприятливих умовах [<sup>102</sup>, с. 42-45].

Ефективне управління боргом також передбачає розрахунок максимального обсягу державного боргу, накопичення якого не матиме серйозних наслідків для економіки. Світовий банк для визначення максимально прийняттого рівня боргу країни пропонує використовувати відповідну Модель гранично прийняттого рівня боргу. Вона дає змогу розробити середньострокову боргову стратегію країни з урахуванням максимально можливого обсягу залучення коштів та є базою для аналізу макроекономічного становища країни. В основу моделі покладено прогноз економічних показників країни у середньостроковій перспективі. Порівняння цих індикаторів з прогнозним станом платіжного балансу дає уявлення про обсяги потреби у зовнішніх позиках. Серед головних чинників, які визначають обсяг нових позик, на які може розраховувати країна, виділяють частку національного доходу, який може бути спрямований на погашення боргу; кредитоспроможність країни; рівень взаємодії з міжнародними фінансовими організаціями і приватними кредиторами. Втім, для вироблення ефективної стратегії управління державним боргом недостатньо лише визначити рівень платоспроможності країни і чинники, які її визначають. Необхідно також розглянути можливі сценарії розвитку ситуації, кожен із яких має базуватись на різних значеннях макроекономічних показників та ділового клімату в світі. Грошові потоки за активами й пасивами проектуються на 10 років наперед [<sup>103</sup>, с. 34].

Велике значення при розгляді різних сценаріїв має повнота показників, які враховуються у цьому процесі. Мова перш за все йде про дефіцит бюджету, адже традиційні методики його визначення фрагментарно враховують чинники, які впливають на його розмір. Згідно рекомендацій Світового банку, при розрахунку дефіциту бюджету слід враховувати приховане субсидування і протекціоністські заходи, наприклад, такі як перекредитування зовнішніх позик з процентною

---

<sup>102</sup> Рыбалко, Г. Зарубежный опыт управления государственным долгом / Г. Рыбалко // Финансы. – 2001. – №3. – С. 42-45.

<sup>103</sup> Ситников, Р. Зарубежный опыт управления внешним долгом и возможности его использования в России / Р. Ситников // Российский внешнеэкономический вестник. – 2007. – №8. – С. 32-38.

ставкою нижче ринкової. Зміна золотовалютних запасів має коригуватися на розмір сеньйориджу, тобто додаткового інфляційного доходу Центрального банку від випуску грошей. Навіть у країнах з низьким рівнем інфляції розміри сеньйориджу складають не менше 2-3%.

Одним із поширених у західній практиці заходів попередження зростання заборгованості держави є встановлення граничних розмірів державного боргу. Законодавчі обмеження зростання державного боргу та використання залучених за допомогою позик коштів протягом багатьох десятиліть існують в окремих країнах. Зокрема, у Великобританії фіскальна політика регламентується двома основними правилами: так званим «золотим правилом», згідно з яким впродовж економічного циклу кошти від державних позик надходять лише на інвестиційні цілі, а не на фінансування поточних видатків; «правилом сталих інвестицій», яке передбачає, що впродовж економічного циклу має забезпечуватися стаке значення відношення чистого обсягу державного боргу до ВВП [<sup>104</sup>, с. 36].

Слід зазначити, що країни мають широкий діапазон рівнів чутливості до обсягів боргу. Обсяг боргу, який призвів би до кризи в одних країнах, може без особливих проблем обслуговуватися в інших державах. Відмінність у чутливості країн до величини боргу залежить від рівня розвитку фінансових ринків, якості функціонування їхньої інфраструктури, стану боргових показників у попередні періоди. Розвинутий фінансовий сектор має високу абсорбційну спроможність, тобто можливості поглинути значну кількість зобов'язань держави залежать від розвитку фінансового ринку та його інститутів. Отже, країна може покращити стабільність обслуговування боргу як через зниження боргового навантаження, так і шляхом реформування політики та інститутів [<sup>105</sup>, с. 36].

Наступний крок полягає в оцінюванні реальної вартості запозичень. При цьому мають бути враховані наступні чинники: номінальна процентна ставка (внутрішня та міжнародна), рівень інфляції (внутрішній та міжнародний), а також темпи знецінення національної валюти відносно певного бенчмарку (зазвичай,

---

<sup>104</sup> Бенч, Л. Боргова політика в Україні: реалії та перспективи / Л. Бенч, Р. Корнацька // Бізнес-інформ. – 2014. – №2. – С. 35-39.

<sup>105</sup> Бенч, Л. Боргова політика в Україні: реалії та перспективи / Л. Бенч, Р. Корнацька // Бізнес-інформ. – 2014. – №2. – С. 35-39.



долар США або корзина валют). При цьому прийняття остаточного рішення про обсяги запозичень та джерело залучення коштів має прийматись на підставі реального обмінного курсу, адже може виявитись, що уряду для покриття нестачі фінансових ресурсів більш вигідно скористатися внутрішніми запозиченням, ніж зовнішніми, і навпаки. Існує ризик формування ефекту «перенасичення», який виникає через надмірні державні запозичення й веде до витіснення приватних запозичень та інвестицій з ринку. Враховуючи те, що ефективність приватних інвестицій зазвичай вища, ніж державних – варто намагатися уникнути цього ефекту [<sup>106</sup>, с. 35].

Важливою складовою управління державним боргом є планування умов залучення позикових коштів. У світовій практиці з цього приводу виділяють два підходи. Перший підхід передбачає мінімізацію ризиків за допомогою бенчмарків (цільових орієнтирів). У практичній площині він виявляється у максимальному прив'язуванні боргових параметрів до рівня доходів позичальника. Для прикладу, якщо оплата експорту країни здійснюється переважно у доларах США, то валютний ризик мінімізує номінування зовнішнього державного боргу у тій же валюті. Внаслідок прив'язування можна знехтувати коливаннями процентної ставки та обмінного курсу, адже вони базуватимуться на потоці доходів та не впливатимуть на здатність уряду обслуговувати і погашати зовнішні зобов'язання.

Другий підхід, який отримав назву «мінімальних витрат», базується на скороченні витрат з обслуговування зовнішнього боргу. Він передбачає не лише вибір валюти, але й прогнозування коливань процентної ставки та обмінного курсу. З урахуванням цього прогнозу, позичальник зобов'язаний мати фінансовий резерв, достатній для забезпечення безперервних платежів з обслуговування та погашення зовнішнього боргу. Обсяг такого резерву залежить від фінансового становища країни, структури її експорту, стійкості обмінного курсу національної валюти та інших чинників. Порівняння наведених підходів дає змогу відмітити,

---

<sup>106</sup> Ситников, Р. Зарубежный опыт управления внешним долгом и возможности его использования в России / Р. Ситников // Российский внешнеэкономический вестник. – 2007. – №8. – С. 32-38.

що перший із них є більш прийнятним для довгострокового періоду, тоді як другий є ефективним у коротко- та середньостроковій перспективі.

В деяких країнах з метою зменшення витрат на обслуговування державного боргу вдаються до комерційних механізмів. З цією метою функції з управління державними зобов'язаннями передають до спеціального агентства, заснованого при Службі державного казначейства, яке працює за принципом інвестиційного банку. Поряд з цим, практикується передача певної частини державного боргового портфелю в управління незалежним структурам (менеджерам) при збереженні контролю з боку Міністерства фінансів. Останнє порівнює методи та результати роботи цих структур з відповідними результатами діяльності власного підрозділу з боргового управління. Впровадження нових підходів до управління боргом є більш продуктивним способом зменшення витрат на обслуговування зобов'язань, ніж просте складання й виконання програми запозичень. Разом з тим, до питання комерціалізації управління державним боргом слід підходити виважено, адже дії держави у цьому плані мають бути не лише ефективними, але й політично відповідальними.

Іншим оригінальним моментом зарубіжного досвіду обслуговування боргу держави є ув'язка цього процесу з приватизаційними процесами. Можна виділити два аспекти такого зв'язку: по-перше, доходи від приватизації найчастіше використовують для погашення державного боргу; по-друге, в інших випадках в ході приватизації передбачається емісія державних конвертованих облігацій.

При плануванні нових запозичень важливу роль відіграє також вибір умов залучення коштів залежно від структури доходів країни-позичальника, адже це може як посилити, так і послабити боргове навантаження на систему державних фінансів. Характерним прикладом такої залежності є закономірність зміни цін на нафту і процентної ставки Libor, яка спостерігалася у період з середини 70-х років до початку 2000-х років. У відповідності до неї, в період високих цін на нафту на світовому ринку, для країн позичальників більш вигідними виявились позики з фіксованим процентом, адже підвищення ціни на нафту викликало відповідне зростання ставки Libor. Водночас, у 1982-1999 рр., в умовах сумісного зниження

цін на нафту й ставки Libor, позики з фіксованою процентною ставкою виявились більш дорогими, ніж запозичення з плаваючою ставкою. Ця закономірність була порушена лише у перші роки нового століття під впливом зовнішньополітичного чинника – війни в Іраку. Втім, зі спадом напруженості навколо цієї проблеми тенденція до однонаправленого руху цін на нафту та відсоткової ставки Libor відновилася.

З метою мінімізації фінансових ризиків, пов'язаних з управлінням боргом, у міжнародній практиці в сучасних умовах активно використовують різноманітні способи хеджування. Найбільшого поширення отримали свопи процентних ставок (операції, які дають можливість провести заміну фіксованої ставки процента за борговими зобов'язаннями позичальника на плаваючу ставку) та валютні свопи (передбачають можливість зміни валюти заборгованості).

Серед інших дієвих методів боргового хеджування, спрямованих на захист позичальника від різкого збільшення витрат на обслуговування боргу через зміну плаваючої ставки процента є таргетування, або визначення так званих «стелі» та «коридору» волатильності цієї ставки. Сплативши попередньо страхову премію, позичальник може придбати гарантію, що значення плаваючої ставки процента за позику не перевищить узгодженого граничного значення (так званої «стелі»).

Слід зауважити, що способи хеджування боргових ризиків варіюють залежно від країни, у якій вони застосовуються. Для прикладу, в Італії для мінімізації ризику у борговому управлінні в основному використовують свопи процентних ставок, в Аргентині та Іспанії – валютні свопи, в Ірландії – обидва інструменти. У Канаді комбінація довгострокових позик та свопів процентних ставок знайшла своє застосування для формування синтетичної плаваючої процентної ставки (*synthetic floating rate*). Нова Зеландія у практиці управління державним боргом застосовує широкий спектр деривативів, а саме: форварди в іноземній валюті, ф'ючерси на операції з валютами та процентними ставками. Втім, застосування хеджингових інструментів управління державним боргом може спричинити певне здорожчання його обслуговування, а тому використанню цього інструментарію має передувати глибокий аналіз доцільності та можливих результатів хеджування.

Однією зі важливих характеристик державного боргу є тривалість позики. Значні коливання у значенні цього параметру державного боргу в різних країнах пояснюються дією багатьох обставин: кредитним рейтингом, рівнем розвитку, борговою історією, а також специфікою завдань, поставлених перед борговим управлінням. Наприклад, в Ірландії і Новій Зеландії тривалість залучення коштів визначається необхідністю мінімізувати процентні платежі, в низці інших країн – завданням щодо зниження рівня коливань процентних ставок. У багатьох країнах (Аргентина, Бразилія та ін.) значний вплив на вибір терміну залучення коштів справляє позиція кредиторів, які намагаються за рахунок цього диверсифікувати структуру заборгованості.

В цілому, аналізуючи тенденції в управлінні борговими зобов'язаннями за останнє десятиліття, слід відзначити активне впровадження інноваційних методів та інструментів боргового менеджменту. Сучасний набір фінансових інструментів і накопичений на національному і міжнародному рівнях досвід дають можливість здійснювати ефективне управління борговим портфелем держави. Разом з тим, у нашій країні помітних реформ у цій сфері не спостерігалось. Вагомі упущення, які призвели до швидкого нарощування обсягів державного боргу та погіршення його структури дають підстави констатувати, що система боргового управління в Україні недостатньо ефективна та нездатна упереджувати можливі фінансові та боргові кризи, вживати оперативних заходів щодо їхнього подолання.

### **3.2. Напрями удосконалення управління державним боргом та критерії досягнення боргової безпеки.**

Більше двох століть між представниками різних економічних шкіл ведуться дискусії про доцільність використання державних позик для покриття бюджетних дефіцитів, надзвичайних витрат держави, стимулювання соціально-економічного розвитку країни. У більшості випадків існування державного боргу розглядається як негативне явище, як загроза економічній та фінансовій безпеці держави. Однак,

світовий досвід демонструє численні приклади накопичення державних боргів з одночасним динамічним розвитком країн-боржників. Державний борг може бути корисним у період стійкого економічного зростання, коли політика запозичень спрямована на інвестиційні цілі. І, навпаки, у фазі економічного спаду дефіцит бюджету істотно погіршує стан державних фінансів, підвищує ризик боргової кризи, що веде до погіршення загального стану економіки. Ціллю запозичень є, зазвичай, вирішення короткострокових економічних проблем, а саме – «латання» бюджетних дірок або покриття витрат на функціонування економіки (оскільки отримані позики направлені не на модернізацію промисловості й, відповідно, не сприяють економічному зростанню) [<sup>107</sup>, с. 89].

Боргова політика України на сучасному етапі розвитку характеризується постійним зростанням обсягів державного боргу. Це, перш за все, пов'язано з політикою уряду, зорієнтованою на неінфляційні механізми погашення дефіциту бюджету; переважанням зовнішньої складової у структурі державних зобов'язань; зростанням абсолютних обсягів платежів за державним боргом через закінчення пільгових періодів за раніше отриманими кредитами; тенденцією до збільшення строковості державних цінних паперів на ринку позикових капіталів; зниженням відсоткових ставок за державними цінними паперами, що, у підсумку, є важливим чинником зменшення вартості державних запозичень.

Стрімке нарощування державного боргу супроводжувалося суперечливими рішеннями щодо напрямів використання залучених ресурсів. Уже майже аксіомою є думка, що боргова політика уряду характеризується відсутністю системності та розмитістю цілей, призводить до низьких результатів залучення та використання запозичених коштів. Впродовж багатьох років боргова політика була позбавлена інвестиційно-орієнтованого характеру та була спрямована на залучення коштів для покриття поточних потреб бюджету. Специфічні умови отримання позик призвели до формування нераціональної структури державного боргу як за ціною,

---

<sup>107</sup> Колесова, И. Совершенствование механизма управления государственным долгом / И. Колесова, А. Сорокин // Вісник СевНТУ. Серія: Економіка і фінанси. – 2011. – Вип. 116. – С. 87-92.

так і за термінами залучення. Внаслідок цього, у царині державного боргу мають місце низка тенденцій, які формують обмеження для відновлення економіки держави у посткризовий період:

По-перше, агресивна боргова політика посилює тиск на видаткову частину державного бюджету. Негативні наслідки зростання боргового навантаження виявляються передусім у швидкому зростанні додаткових витрат бюджету. В 2013 році видатки бюджету на обслуговування державного боргу (виплату відсотків) склали більше 41,5 млрд. грн. Цієї суми було б достатньо для того, аби збільшити капітальні видатки бюджету у 2,3 рази. При цьому, в подальшому обсяг коштів, який відволікатиметься з бюджету на обслуговування боргів попередніх періодів, зростатиме, що додатково зменшуватиме обсяг фінансових ресурсів бюджету, які б уряд міг спрямувати на вирішення соціально-економічних завдань. Додатково слід відзначити, що у довготерміновому періоді державний борг погасити дуже важко, майже неможливо. Для цього, як мінімум, необхідно мати первинний профіцит бюджету (перевищення доходів над видатками без урахування платежів за обслуговуванням державного боргу), або ж зростання ВВП має стабільно перевищувати процентні ставки за залученими позиками. Бездефіцитний бюджет на сучасному етапі державотворення в Україні – річ практично нездійсненна, для цього, як мінімум, необхідно кілька років економічного зростання [<sup>108</sup>, с. 66]. Між тим, навіть за оптимістичними прогнозами, з відновленням економічного росту з 2015 року на рівні 2,0%, а в 2016-2018 рр. – в межах 4,1-4,5%, такі темпи розвитку вітчизняної економіки явно недостатні для реалізації ідеї про погашення боргу.

По-друге, боргова політика стрімко вичерпала можливості щодо мобілізації додаткового обсягу фінансових ресурсів. Якщо в 2008-2010 рр. позики дійсно були одним із вагомих джерел фінансових ресурсів (через відсутність значних боргових зобов'язань в попередніх періодах залучені кошти практично повністю спрямовувалися на фінансування видатків бюджету), то в міру зростання видатків на обслуговування боргу та погашення попередніх запозичень, чисті надходження

---

<sup>108</sup> Гулий О. Стратегії управління зовнішнім боргом як фактор забезпечення фінансової безпеки держави / О. Гулий // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2010. – №90. – Ч.2. – С. 66-67.

до бюджету відчутно зменшуються. Фактично, нині уряд залучає боргові ресурси не стільки для фінансування видатків бюджету, скільки для оплати попередніх зобов'язань.

По-третє, боргова політика, що орієнтується переважно на фінансування поточних видатків, веде до звуження фінансових ресурсів наступних поколінь. Витрачаючи боргові ресурси на поточне споживання, уряд не лише не отримує доходу від їхньої експлуатації, що має покривати вартість обслуговування, а й витрачає сам ресурси, лишаючи непокритими фінансові зобов'язання. Це є прямим перекладанням поточних фінансових зобов'язань на бюджети майбутніх періодів, що є значним ризиком для динаміки економічного зростання в майбутньому.

По-четверте, негативним наслідком надмірно активної боргової політики є звуження фінансових джерел для приватних інвестицій. Абсорбція державою фінансових ресурсів всередині країни не лише сприяє зростанню вартості грошей на внутрішньому ринку, а й обмежує ресурси, що могли б бути спрямовані в економіку.

Однією із важливих перешкод організації ефективної та виваженої політики управління державними борговими зобов'язаннями є відсутність цілісної системи правового регулювання питань формування, обслуговування та погашення боргу. Процес розроблення та прийняття базового законодавчого акту для регламентації цих питань невиправдано затягнувся, що породжує неузгодженості між нормами окремих правових документів, які нині врегульовують процеси обслуговування та погашення державного боргу. Фахівці Рахункової палати України стверджують, що чинне вітчизняне законодавство взагалі не регламентує питання витрачання коштів бюджету на управління борговими зобов'язаннями держави, відсутнє чітке розмежування компетенції органів влади у цьому процесі, існують методологічні проблеми у царині планування позик, витрат на їхнє обслуговування та інше. Поряд із цим, також потребують свого вирішення питання посилення координації між діями різних гілок влади щодо формулювання принципів та пріоритетів у спрямуванні коштів, мобілізованих від здійснення позик. Об'єктивним наслідком таких правових та методологічних упущень є наявність численних порушень, які

щорічно виявляються Рахунковою палатою України в ході перевірок здійснення виплат за державним боргом.

Вирішення зазначених питань лежить у площині розробки нової системної законодавчої основи, розробленої з урахуванням передових досягнень у царині управління державним боргом. Впродовж довгого часу єдиним правовим актом, який безпосередньо врегулював окремі аспекти здійснення боргових операцій, був Закон України «Про внутрішній державний борг». Таким чином, складалася парадоксальна ситуація, коли зовнішні запозичення регламентувалися виключно внутрішньою робочою документацією Міністерства фінансів України. У наукових колах активно обговорюється ідея щодо необхідності прийняття додаткового закону «Про зовнішній державний борг» [<sup>109</sup>], який має визначати принципи та механізм здійснення зовнішніх запозичень; питання їхнього обслуговування та погашення; окреслити коло інструментів, які можуть бути задіяні в управлінні зовнішніми зобов'язаннями та ін. Не зважаючи на необхідність законодавчого врегулювання цих питань, на думку більшості вчених, ухвалення такого закону додатково ускладнювало б правове поле здійснення боргових операцій, а також породжувало ризик неузгодженості норм різних нормативних актів.

Вирішити названу проблему був покликаний проект Закону України «Про державний борг України», розроблений групою народних депутатів на чолі з В. Майстришиним і Б. Губським [<sup>110</sup>]. Провідна мета, якою керувалися розробники цього законопроекту, полягала у створенні цілісного системного законодавчого поля для реалізації боргової політики уряду, в тому числі визначення базових принципів організації боргового менеджменту; чітке розмежування повноважень та відповідальності органів влади за прийняття рішень щодо здійснення боргових операцій, посилення публічності управлінських рішень у цій сфері; створення системи моніторингу процесів накопичення, обслуговування й погашення боргу з метою упередження настання ризиків та

---

<sup>109</sup> Стецький, В. Стратегічні орієнтири боргової політики України в контексті ефективного впливу державних запозичень на економіку країни / В. Стецький // Науковий Вісник Академії муніципального управління. Серія «Економіка». – 2009. – Вип.7. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Nvamu/Ekon/2009\\_7/09svoeok.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvamu/Ekon/2009_7/09svoeok.pdf)

<sup>110</sup> Проект Закону Про Державний борг України: Проект Закону України від 20.05.2005 р. №1229 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc4\\_2?id=&pf3516=1229&skl=5](http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_2?id=&pf3516=1229&skl=5)



зниження рівня боргової безпеки країни. Цим законопроектом планувалося забезпечити удосконалення механізму надання державних гарантій з урахуванням усіх ризиків; створити правову основу для забезпечення прозорості та передбачуваності рішень усіх економічних агентів в питаннях управління державним боргом, створення сучасної інформаційної інфраструктури управління державним боргом та ризиками; створення умов для сприяння розвитку ринку державних цінних паперів [111].

Не зважаючи на прийняття цього законопроекту за основу ще у 2005 році, до кінця 2000-х років він так і не був схвалений остаточно. Більше того, у 2011 році з прийняттям чергових змін до Бюджетного кодексу України [112], розгляд цього документа було відкладено на невизначений час, а також скасовано дію Закону України «Про зовнішній державний борг», норми якого були перенесені до Бюджетного кодексу.

На думку фахівців Національного інституту стратегічних досліджень, такі законодавчі маніпуляції не вирішили головного питання – створення базового документу, який би чітко визначав: пріоритети боргової політики; інструменти мобілізації боргових ресурсів; напрями використання коштів, залучених від взяття зобов'язань; обмеження боргової політики. Безсистемність політики управління державним боргом, негативні наслідки якої виявились у 2008-2010 рр., змусила уряд вжити певних кроків для врегулювання боргового питання. Так, у Програмі економічних реформ на 2010-2014 рр. було визначено низку завдань: прийняти базовий закон про державний борг; впровадити систему управління ризиками при наданні державних гарантій; розробити й затвердити середньострокову стратегію управління державним боргом. Втім, ці завдання були реалізовані лише частково. Інституційним документом для визначення пріоритетів боргової політики замість відхиленого Закону «Про державний борг» стала Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2011-2013 рр. Зауважимо, що практика розробки такого документа була продовжена і в подальшому. Наприклад, відповідною

---

<sup>111</sup> Проект Закону Про Державний борг України: Проект Закону України від 20.05.2005 р. №1229 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc4\\_2?id=&pf3516=1229&skl=5](http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_2?id=&pf3516=1229&skl=5)

<sup>112</sup> Про внесення змін до Бюджетного кодексу України та деяких інших законодавчих актів України: Закон України від 07.07.2011 р. №3614-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3614-17>

Стратегією на 2013-2015 рр. передбачається закріплення досягнутих у попередні роки тенденцій, а саме:

– зниження боргового тиску на економіку. Очікувані показники відношення державного боргу до ВВП (30,9% у 2014 році, 31,0% у 2015 році) мають свідчити про те, що уряд планує зменшити практику боргових запозичень на фінансування дефіциту бюджету й залучати боргові ресурси лише для поліпшення структури державного боргу (зменшення відсоткової ставки, збільшення строків);

– орієнтація на внутрішній борговий ринок. Надання переваги позикам на внутрішньому фінансовому ринку має забезпечити утримання частки внутрішніх запозичень у структурі державного боргу на рівні більше 50%. Цей вектор доволі дискусійний, адже у такий спосіб уряд звужує внутрішні кредитні ресурси, які є джерелом приватних інвестицій;

– зменшення обсягу короткострокових запозичень. У Стратегії декларовано намір подовжити середньозважений строк до погашення державного боргу (за 2013-2015 рр. з 5,1 до 5,4 року). Такий вектор боргової політики кореспондує з однією з головних цілей Стратегії – здійснення нових запозичень для підтримки та розвитку пріоритетних галузей економіки, підвищення її енергоефективності. Очевидно, що державні запозичення для фінансування цих завдань мають бути довготерміновими;

– перехід до боргових інструментів з фіксованою ставкою доходності. За рахунок використання боргових інструментів з фіксованою ставкою процента, уряд передбачає забезпечити частку державного боргу з фіксованою ставкою на рівні 65%. Такий намір є обґрунтованим і зрозумілим, адже подібні інструменти сприяють більшій прогнозованості та стабільності в обслуговуванні державного боргу [<sup>113</sup>].

Поряд зі оптимізацією процесів формування державного боргу, важливим аспектом реформування боргового управління має стати наукове обґрунтування

---

<sup>113</sup> Молдован, О. Щодо оптимізації боргової політики держави: Аналітична записка / О. Молдован // Національний інститут стратегічних досліджень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:zZL8EWA77xsJ:www.niss.gov.ua/articles/783/+&cd=1&hl=uk&ct=clnk&gl=ua&client=firefox-a>

та методологічно правильне визначення напрямів використання позичених коштів. Державні боргові запозичення (як внутрішніх, так і зовнішні) здатні позитивно вплинути на економіку країни лише у випадку їхнього спрямування на вирішення стратегічних завдань підвищення ефективності використання інтелектуального та кадрового потенціалу країни на шляху переходу до наукомісткого розвитку. Між тим, в Україні потенціал боргових фінансів як джерела фінансування суспільного та економічного прогресу практично не задіяний. Основна частина коштів, які залучені за допомогою позик, витрачається на фінансування поточних видатків бюджету, на ці потреби були спрямовані усі кошти від емісії внутрішніх та зовнішніх державних облігацій. Для фінансування проектів розвитку в Україні використовуються лише кошти, залучені у міжнародних фінансових організацій та іноземних банків. Це переконливо доводить необхідність удосконалення системи планування, реалізації та контролю за проектами розвитку, які фінансуються за рахунок державних запозичень. Пріоритети запозичень, граничні розміри боргу та напрями використання залучених коштів, на наш погляд, мають мати законодавче закріплення. Вважаємо, що пріоритетними напрямками витрачання коштів від державних запозичень мають бути визначені: проведення структурних реформ, фінансування інвестиційних вкладень у людський капітал та інфраструктуру; реалізація комерційних проектів, які будуть окупними і сприятимуть зростанню доходів бюджету; виконання соціальних проектів, ефект від яких полягає у підвищенні суспільного добробуту [<sup>114</sup>].

Дієвим методом підвищення ефективності боргової політики у контексті її сприяння розвитку економіки країни, на думку Н. Ярошевич та А. Мазур, може бути інституційне розмежування запозичень шляхом виділення позик, призначених для покриття дефіциту бюджету, та позик інвестиційного спрямування. Такий розподіл дасть можливість досягти наступних результатів:

- перевести фінансування частини видатків розвитку на кредитну основу;

---

<sup>114</sup> Касьяненко, Р. Удосконалення та диверсифікація боргової політики України в контексті інвестиційних та інноваційних процесів / О. Касьяненко // Науковий блог НаУ «Острозька академія». – 2010. – 17 травня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://naub.org.ua/?p=998>

- забезпечити контроль за цільовим характером та ефективністю реалізації гарантованих державою кредитів;
- узгодити та контролювати реалізацію бюджетних інвестиційних програм, які зараз здійснюються за рахунок спеціального фонду бюджету;
- сформувати, з використанням ринкових інструментів оцінки ефективної вартості запозичень, оптимальний обсяг державних запозичень понад потреби, обумовлені необхідністю обслуговування державного боргу;
- забезпечити довгострокове фінансування інвестиційних програм держави на основі Програми державних інвестицій [<sup>115</sup>].

Зауважимо, що в сучасних умовах програми державних інвестицій широко використовуються у колишніх постсоціалістичних країнах (Польщі, Чехії, Латвії та ін.). Застосування середньострокового програмного підходу до фінансування державних інвестицій забезпечує збалансування прийнятих державою зобов'язань із наявними фінансовими ресурсами, дає змогу планувати інвестиційні проекти та їхнє фінансування на період понад рік, забезпечити підвищення ефективності державних інвестицій через стандартизацію та формалізацію процедур відбору, підготовки, реалізації та моніторингу інвестиційних проектів [<sup>116</sup>].

Активне використання механізму дольового фінансування (кофінансування) інвестиційних проектів матиме вагомий позитивний ефект, оскільки, по-перше, дасть можливість упередити ефект витіснення державними позиками приватних інвестицій; по-друге, сприятиме залученню приватного капіталу до реалізації соціально та економічно важливих проектів. Втім, проектування державних позик має здійснюватись у відповідності до такого правила: накопиченні у період кризи зобов'язання з відновленням економічного зростання необхідно погашати, тобто перманентне накопичення державного боргу неприйнятне. Використання позик для фінансування проектів розвитку має мати обмежений та тимчасовий характер,

---

<sup>115</sup> Ярошевич, Н. Управління державним боргом: зарубіжний досвід та українська практика / Н. Ярошевич, А. Мазур, М. Мокринська // Науковий вісник НЛТУ України. – 2007. – Вип. 17.8. – С. 266-271.

<sup>116</sup> Касьяненко, Р. Удосконалення та диверсифікація боргової політики України в контексті інвестиційних та інноваційних процесів / О. Касьяненко // Науковий блог НаУ «Острозька академія». – 2010. – 17 травня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://naub.org.ua/?p=998>

застосовуватися тільки в період економічної рецесії для відновлення економічної активності.

Не зважаючи на те, що з впровадженням практики затвердження Стратегії управління державним боргом певна інституційно-правова база для проведення виваженої та продуманої політики щодо боргових операцій була створена, у цій сфері зберігається комплекс проблем, які ще потребують свого вирішення:

– розмежування компетенції органів влади щодо прийняття стратегічних і тактичних рішень щодо боргового менеджменту. Схвалення Стратегії управління державним боргом Кабінетом Міністрів України не зовсім доречно, адже цей орган влади має перейматися швидше оперативними питаннями. Натомість, такий документ доцільно затверджувати органу з більш тривалою каденцією (Президент України, Верховна Рада України). Як слушно вказує О. Молдован, високий рівень ротації урядів в Україні посилює ймовірність того, що наступники уряду, який затвердив стратегію, відмовляться її реалізовувати та затвердять свою власну програму. Таким чином втрачається цілісність та послідовність стратегії боргової політики [117]. Також актуальним питанням є децентралізація повноважень у сфері управління боргом, яка передбачатиме передання частини прав від центральних органів влади на місця, а Міністерство фінансів матиме у цьому плані наглядові функції;

– розробка комплексу обмежень для уряду, які унеможливають проведення агресивної та непродуманої боргової політики, спрямованої на покриття поточних видатків, як це мало місце у 2008-2010 рр. Очевидно, що реальність затвердження таких обмежень самим урядом є питанням риторичним. Зважаючи на це, для того, щоб цілі, завдання та заходи стратегії боргової політики були імперативними нормами, орган, що затверджує стратегію, та орган, що її реалізує, мають бути відокремлені;

---

<sup>117</sup> Молдован, О. Щодо оптимізації боргової політики держави: Аналітична записка / О. Молдован // Національний інститут стратегічних досліджень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:zZL8EWA77xsJ:www.niss.gov.ua/articles/783/+&cd=1&hl=uk&ct=clnk&gl=ua&client=firefox-a>

– забезпечення конкретизації мети та завдань боргової політики. Стратегія управління державним боргом має містити конкретні та чіткі цілі, завдання, заходи, а також виражені у цифрах очікувані результати. Лише за таких умов вона може бути ефективною та дієвою. Це дозволить не лише сформулювати зрозумілі орієнтири боргової політики, а й відносно об'єктивно оцінювати роботу уряду щодо їхнього досягнення.

Враховуючи вищезазвані проблеми боргової політики фундаментального характеру, її тактичними завданнями, спрямованими на реалізацію усіх переваг боргового фінансування державних потреб при збереженні високого рівня боргової безпеки можна визначити такі:

– науково обґрунтоване визначення й законодавче закріплення граничних та оптимальних параметрів боргового тягаря для держави. Йдеться не лише про чіткі вимоги щодо припустимого розміру боргу, а також про обмеження щодо вартості, терміну і валюти залучених ресурсів, що дасть змогу застосувати більш широкий спектр інструментів управління державними зобов'язаннями. Так, чим довший середній термін погашення боргу, тим ефективніше ним можна управляти через оптимальний розподіл строків погашення позик, використання спеціальних методів боргового менеджменту (конверсії, консолідації та ін.). За рахунок цього можна досягти більш рівномірного розподілу боргового навантаження у розрізі років [118]. Поряд з цим, в огляду на теперішню ситуацію, варто зменшити обсяги запозичень на внутрішньому ринку, адже надмірна активність уряду щодо залучення коштів з внутрішніх джерел має наслідком збільшення вартості та вичерпання вільних фінансових ресурсів, що призводить до витіснення приватних інвестицій. Бюджет та реальний сектор економіки не повинні бути конкурентами за кредитні ресурси на внутрішньому ринку;

– чітке визначення цілей та напрямів використання залучених коштів. На рівні законодавства необхідно закріпити положення, що позикові ресурси, які залучені сектором загального державного управління, мають спрямовуватися

---

<sup>118</sup> Вінницький П. Особливості управління зовнішнім державним боргом України та напрями його удосконалення / П. Вінницький / [Роль фінансово-кредитної системи у розвитку економіки країни]: матер. наук. інтернет-конф. – 2010. – 15 грудня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://conf-cv.at.ua/forum/44-351-1>

виключно на інвестиційні проекти, які дозволять отримати дохід, достатній для погашення та обслуговування боргу;

– нормативне закріплення положення, що вільні залишки бюджетних коштів відповідного бюджетного періоду (за вирахуванням оборотної готівки) мають направлятися на погашення боргових зобов'язань уряду. Подібна норма дасть змогу оздоровити фінансову систему країни і знизити витрати на обслуговування державного боргу;

– забезпечення диверсифікації інструментів залучення боргових ресурсів. Наразі Україна використовує ОВДП, ОЗДП та позики міжнародних фінансових організацій, хоча має значний потенціал диверсифікації запозичень у межах країни. У цьому ракурсі досить ефективним інструментом можуть стати: державні облігації, номіновані в іноземній валюті; облігації та казначейські зобов'язання, які розміщуються серед населення; індексовані, амортизаційні облігації. Особливу увагу слід приділити розробці боргових інструментів, орієнтованих на так званих «пасивних» інвесторів – пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії. Саме інституційні інвестори, акумулюючи кошти дрібних вкладників та фізичних осіб, є одними з основних покупців державних облігацій у країнах з розвинутою економікою. Іншим об'єктом уваги має стати поширення боргових інструментів для розповсюдження серед населення, що дасть змогу мінімізувати негативний вплив державних позик на ринок позикового капіталу, а також матиме позитивні наслідки неекономічного характеру.

### **Висновки до розділу 3**

Підсумовуючи дослідження зарубіжного досвіду боргового управління та окреслюючи пріоритетні напрями його вдосконалення на перспективу, можемо сформулювати наступні висновки:

– у практиці інших країн державний борг розглядають як дієвий важіль макроекономічного регулювання, інструмент проведення стабілізаційної політики, стимулювання або стримування темпів економічного зростання. Його головною

метою є задоволення потреб уряду у коштах, а також виконання його зобов'язань за платежами при мінімальних витратах у середньо- і довгостроковій перспективі. Більшість країн, які досягли успіху в питанні зниження боргового навантаження, використовують тактику активного управління державним боргом, яка передбачає неперервне пристосування його параметрів до кон'юнктури фінансового ринку. Проведене дослідження вказало, що для країн Заходу нині характерне активне впровадження інноваційних методів та інструментів боргового менеджменту, що дає можливість здійснювати ефективне управління борговим портфелем держави. Серед оригінальних інструментів боргового менеджменту, які доцільно було б запозичити у вітчизняну практику, слід зарахувати лімітування державного боргу (встановлення системи обмежень щодо обсягу та структури запозичень), розробка правил планування боргових показників з використанням бенчмаркінгу, а також таргетування витрат на обслуговування боргу;

– боргова політика в Україні на сучасному етапі державотворення має низку проблемних моментів, які при їхньому ігноруванні загрожують трансформуватись у реальні загрози борговій безпеці країни. Управління державним боргом нині характеризується посиленням тиску боргових платежів на бюджетну систему, вичерпанням можливостей щодо залучення додаткових коштів до бюджету, спрямуванням позичених коштів переважно на поточні цілі, звуженням джерел для приватних інвестицій та ін. Вагомою перешкодою для налагодження належної стратегічно ефективності боргової політики в Україні є відсутність цілісної системи правового регулювання питань формування, обслуговування і погашення боргу. Процес прийняття базового законодавчого акту для регламентації цих питань невиправдано затягнувся, що породжує неузгодженості між нормами окремих правових документів, які нині врегульовують процеси обслуговування та погашення державного боргу.

– вдосконалення боргової політики в Україні вимагає реалізації комплексу заходів, спрямованих на коригування правового забезпечення, а також організації розробки та реалізації управлінських рішень у царині боргових операцій. Головні завдання, які стоять на сьогодні перед урядом у питанні підвищення ефективності



боргової політики, полягають у виробленні дієвих обмежень для унеможливлення проведення урядом агресивної і непродуманої боргової політики; законодавчому закріпленні граничних та оптимальних параметрів боргового тягаря; чіткому розмежуванні компетенції органів влади у питанні управління державним боргом; радикальному підвищенні ефективності використання позичених коштів; пошуку способів для диверсифікації інструментарію запозичення коштів та управління наявними борговими зобов'язаннями.