

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Тернопільський національний економічний університет
Юридичний факультет
Кафедра економічної безпеки та фінансових розслідувань

ФІЛІМОНОВА Аліна Віталіївна

Борговий менеджмент та його вплив на фінансову безпеку держави / Debt management and its impact on financial security of the state

спеціальність: 073 - Менеджмент
магістерська програма – Управління фінансово-економічною безпекою

Магістерська робота

Виконала студентка групи
МФЕБм-21
А.В. Філімонова

Науковий керівник:
к.е.н., доцент О.М. Карапетян

Магістерську роботу допущено до захисту:

« ____ » _____ 20__ р.

Завідувач кафедри

_____ **Н.Б. Москалюк**

ТЕРНОПІЛЬ - 2018

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ БОРГОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	
1.1. Теоретичні домінанти та економічна природа державних запозичень	7
1.2. Організаційно-правові засади боргового менеджменту	16
1.3. Механізм боргового менеджменту: методологічні аспекти	24
Висновки до розділу 1	29
РОЗДІЛ 2. ПОЛІТИКА ТА ПРОБЛЕМИ БОРГОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ В КОНТЕКСТІ ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ	
2.1. Державний борг України: аналіз причин та динаміки	30
2.2. Управління позиками міжнародних фінансових організацій	38
2.3. Аналіз структурних асиметрій державного боргу України	50
Висновки до розділу 2	58
РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ МЕНЕДЖМЕНТУ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ	
3.1. Управління кредитним рейтингом як інструмент врегулювання державного боргу	60
3.2. Сучасні інструменти та методи боргового менеджменту в забезпеченні фінансової безпеки держави	708
Висновки до розділу 3	7
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ	89
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	93
ДОДАТКИ	101

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Унаслідок поглиблення глобалізаційних процесів, взаємна інтеграція економік країн як з розвинутою, так і з перехідною економіками, набирає все більших обертів. Ці процеси стосуються всіх сфер діяльності економічних агентів, в тому числі і ринків капіталів, де відбувається залучення фінансових ресурсів для забезпечення фінансування внутрішніх потреб держави. Саме тому залежність національних економік від державних запозичень все більше поглиблюється в процесі лібералізації та глобалізації фінансових ринків.

В умовах сьогодення борговий менеджмент найчастіше детермінує із політикою макроекономічного регулювання, розглядається як джерело додаткових фінансових ресурсів або як один із чинників макроекономічної стабілізації, прямо впливає на економічне зростання і інші ключові показники національного соціально-економічного розвитку. Механізм цього впливу досить складний і недостатньо вивчений в умовах глобалізації економіки.

Руйнівні фінансові кризи, якими останнім часом охоплені як розвинені країни, так країни з ринками, що формуються, з усією гостротою поставили питання про економічну доцільність та безпечні межі нарощування державної заборгованості.

Надмірне нарощування боргових зобов'язань має ряд небезпечних наслідків для фінансової системи та реального сектору економіки. Проблема державного боргу ретельно обговорюється протягом багатьох років, як на національному, так і на міжнародному рівнях, оскільки окрім надходжень від податків, державні запозичення завжди були дуже важливим джерелом доходів. Беззаперечним фактом є те, що ефективний борговий менеджмент може стати могутнім чинником економічного зростання. З іншого боку, криза державної заборгованості може стати серйозним негативним чинником економічного і політичного значення.

Наукові підвалини дослідження проблематики боргового менеджменту

закладено визначними зарубіжними та вітчизняними вченими. Різні його аспекти досліджені у роботах українських вчених-фінансистів зокрема, у працях О. Барановського, О. Василика, Т.Богдан, В. Геєця, В. Козюка, В. Лісовенка, З. Луцишин, І. Лютого, В. Новицького, В. Федосова, С. Юрія. Серед західних вчених визначне місце займають праці Р. Барро, Дж. Кейнса, А. Лернера, А. Сміта, Дж. Стігліца, П. Харрода.

Відтак, існує об'єктивна необхідність вдосконалення боргового менеджменту, який безумовно впливає на фінансову безпеку, макроекономічну стабілізацію, визначила вибір теми магістерського дослідження.

Метою магістерської роботи є критичне вивчення та систематизація теоретичних засад, аналіз практики боргового менеджменту, напрямів його оптимізації щодо підвищення рівня фінансової безпеки держави.

Впровадження визначеної мети зумовило виконання таких **завдань**:

- розкрити теоретичні домінанти та економічну природу державних запозичень;
- визначити організаційно-правові засади боргового менеджменту;
- дослідити механізм боргового менеджменту;
- проаналізувати причини формування державного боргу в Україні;
- визначити особливості управління позиками міжнародних фінансових організацій;
- дослідити структурні асиметрії державного боргу;
- розглянути особливості управління суверенними рейтингами;
- дослідити сучасні методи та інструменти боргового менеджменту.

Об'єктом дослідження виступають державні та гарантовані державою боргові зобов'язання України.

Предметом роботи є сукупність економічних відносин, що виникають в процесі менеджменту боргових зобов'язань та їх вплив на фінансову безпеку держави.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети при дослідженні проблем, пов'язаних з борговим менеджментом та вибором системи

інструментів і механізмів їх розв'язання застосовувалися системний, ситуаційний, функціональний підходи, методи наукової індукції та дедукції, аналізу і синтезу. Метод порівняльного аналізу використовувався для проведення аналогії між ситуаціями, що виникають у різних групах країн при обслуговуванні державного боргу, визначити стратегічні й тактичні засади управління ним, сучасні методи та заходи менеджменту державного боргу та підходи до нього в умовах глобалізації економічних процесів. Достовірність отриманих результатів досягалася завдяки використанню методів наукової ідентифікації й зіставно-порівняльного аналізу літературних джерел.

Теоретико-методологічною основою дослідження є праці класиків фінансової науки, наукові дослідження вітчизняних і закордонних вчених з управління державним боргом.

Інформаційну базу досліджень становлять законодавчі та інші нормативно-правові акти, ухвалені відповідними органами державної влади України, аналітичні матеріали і звіти Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі, Державної служби статистики України, Національного банку України, Рахункової палати України.

Наукова новизна магістерської роботи полягає у комплексному дослідженні проблем боргових зобов'язань України, поглибленні підходів до їх класифікації, а також у систематизації теоретичних положень щодо організаційного та фінансово-правового забезпечення менеджменту державного боргу з метою досягнення боргової стійкості та фінансової безпеки держави.

Практичне значення результатів дослідження полягає у тому, що сформульовані у магістерській роботі висновки і пропозиції можуть бути використані для вдосконалення активного менеджменту боргових зобов'язань та забезпечення національної економіки від боргових криз.

Структура роботи. Магістерська робота складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

У першому розділі «**Теоретико-правові основи боргового менеджменту**» розкрито економічну природу державних запозичень та

організаційно-правові засади менеджменту державного боргу.

У другому розділі **«Політика та проблеми боргового менеджменту в контексті впливу на фінансову безпеку держави»** всебічно проаналізовано практичні аспекти формування й управління державним боргом.

В третьому розділі **«Стратегічні пріоритети менеджменту державних боргових зобов'язань»** обґрунтовано низку прикладних пропозицій щодо підвищення рівня боргової стійкості та на основі комплексного аналізу сучасних методів та інструментів управління зовнішнім державним боргом розглянуто можливості їх застосування в умовах України.

Основний зміст магістерської роботи викладено на 92 сторінках. Робота містить 7 аналітичних таблиць та 14 рисунків, 2 додатки. Список використаних джерел складається із 79 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ БОРГОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1. Теоретичні домінанти та економічна природа державних запозичень

Нагромадження боргових запозичень є абсолютною складовою характеристикою більшості країн з ринковою економікою. В Україні під час трансформаційних процесів накопичення державного боргу було несистематичним, а позикові кошти спрямовувалися урядом на поточні видатки, що було наслідком незбалансованості структури державного боргу та графіка його повернення [42, с. 153].

За допомогою залучення додаткових фінансових ресурсів уряд може вирішити конкретні завдання, спрямовані на зміцнення обороноздатності країни, збільшення соціальних виплат, реалізацію інвестиційних проектів, заборгованість за рефінансування тощо. У цьому випадку він виходить з того, що в майбутньому після отримання економічного (або соціального) результату від використання боргових коштів, може бути повернуто. Впровадження нових запозичень та обслуговування боргу може суттєво вплинути не лише на фіскальну та монетарну політику держави, а на стан та розвиток економіки в цілому. Тому дослідження ролі державного боргу в економіці, його вплив на всі сектори економіки на параметри грошово-кредитної та фіскальної політики є необхідним елементом ефективної реалізації економічної стратегії країни та вирішення пріоритетних завдань завдання оперативного управління [9, с. 77].

Практика використання боргових інструментів в Україні підтверджує важливість державних позик під час ринкових перетворень. Оптимізація державної політики щодо державних зобов'язань відіграє важливу роль у реалізації певних макроекономічних пріоритетів та можливостей ефективною соціальною політики. Для розкриття соціально-економічного характеру державного боргу, як фінансової категорії, визначення його функцій є значним.

У науковій літературі виділено фіскальні та регулюючі функції державного боргу [28, с. 10]. Фінансова функція полягає у залученні державних коштів для фінансування бюджетного дефіциту, використання якого передбачає принципи терміновості, оплати, повернення.

Працюючи як позичальник, держава надає додаткові кошти для фінансування своїх витрат. У промислово розвинених країнах основними джерелами фінансування бюджетного дефіциту є державні позики. У сучасних умовах доходи державного бюджету стали другим за методом оподаткування фінансуванням видатків бюджету. Останнє пояснюється більш швидкими темпами зростання витрат в порівнянні з збільшенням податкових надходжень [11, с. 95].

На наш погляд, крім фіскальних та регуляторних, необхідно також розподілити розподільну функцію державного боргу.

Використовуючи державний борг як інструмент регулювання економіки, держава може проводити певну фінансову політику. При укладенні кредитних відносин держава впливає на стан грошового обігу, рівень процентних ставок на ринку грошей та капіталу, виробництва та зайнятості. Держава регулює грошовий обіг, розміщуючи кредити серед різних груп інвесторів. Мобілізація коштів фізичних осіб зменшує платоспроможний попит. Якщо витрати на виробництво, такі як інвестиції, будуть фінансуватися через державні запозичення, це призведе до абсолютного скорочення готівкових грошей у обігу [9, стор. 85].

Виступаючи на фінансовому ринку як позичальник, держава збільшує попит на запозичені кошти і таким чином сприяє збільшенню ціни кредиту. Чим вище попит на державу, тим вище, в інших рівних умовах, рівень відсоткової ставки, тим дорожче кредит для підприємців. Висока вартість запозичень змушує підприємців зменшувати інвестиції у виробничий сектор, в той же час вона стимулює накопичення у вигляді купівлі державних цінних паперів. У певній мірі цей процес не має суттєвого негативного впливу на виробництво. У випадку, якщо в країні буде достатньо вільного капіталу,

негативний вплив дорівнює нулю до повного його поглинання. Тільки після цього активність держави на фінансовому ринку буде відображатись у зростанні відсоткової ставки за кредитами, а залучення значної частини грошової економії для непродуктивного використання значно сповільнить темпи економічного зростання [22].

Зрештою, за допомогою механізму державного запозичення відбувається також перерозподіл капіталу між приватним та державним секторами (накопичення підприємств та приватних осіб, які можуть бути використані для виробничих інвестицій, спрямоване на фінансування дефіциту бюджету) та перерозподіл капітал між сегментами фінансового ринку (кредит, валюта та акції). Позитивний ефект функції розподілу державного боргу полягає в тому, що з її допомогою податковий тягар розподіляється більш рівномірно у часі [21, с. 18].

Окреслимо такі основні джерела та шляхи формування державних запозичень (рис. 1.1):

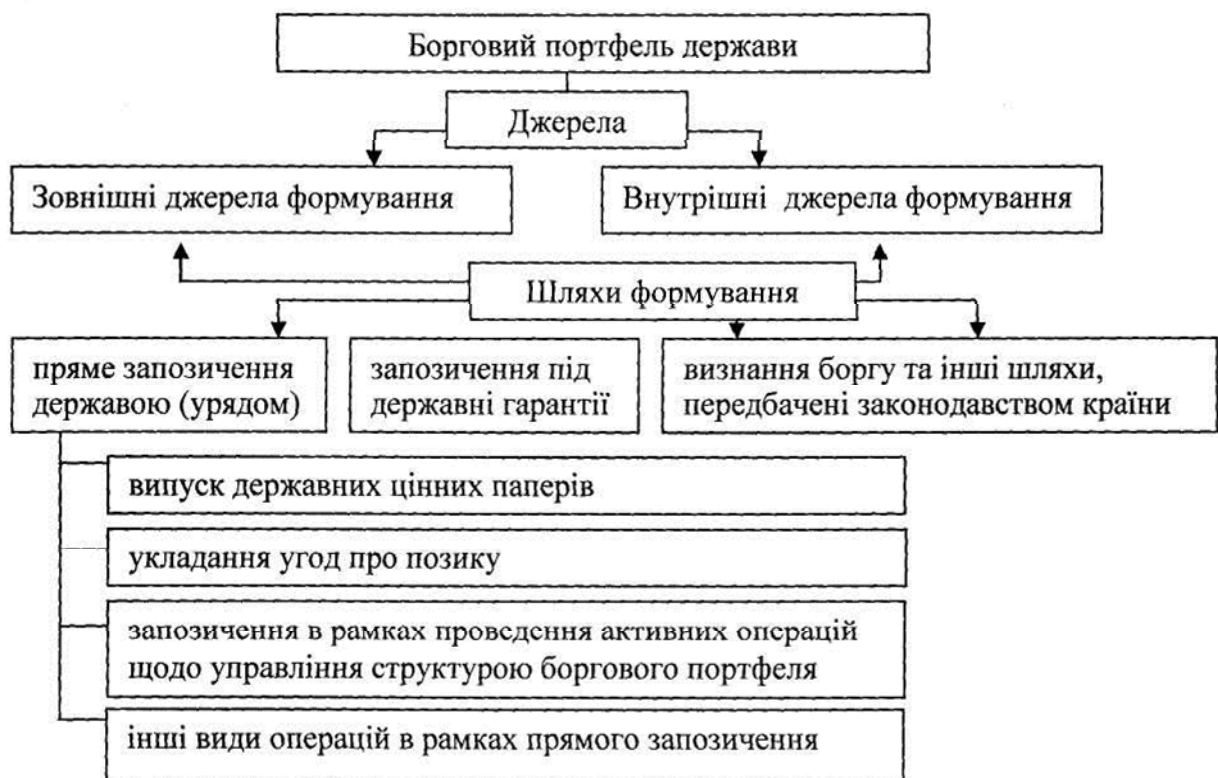


Рис. 1.1. Джерела та шляхи формування державних запозичень [21]

У той же час ми відзначаємо, що у світовій практиці управління боргом

масштаби виплат боргів (у розрізі зобов'язань за загальним борговим портфелем держави, з точки зору його компонентів тощо), їх співвідношення з країною основні макроекономічні показники, розподіл часу та зміни, здебільшого, є аналітичними точками.

Слід зазначити, що різноманіття інструментів та методів державного запозичення визначає складність пошуку певної універсальної класифікації компонентів внутрішньої структури державного боргового портфеля.

При класифікації зовнішньої заборгованості спочатку необхідно враховувати принципи залучення міжнародних позик та функцій, які вони виконують у національній економічній системі.

У вітчизняній науковій літературі визначено такі принципи залучення зовнішніх позик:

повернення: якщо отримані кошти не повертаються, то відбувається безвідклична передача грошового капіталу, тобто фінансування;

терміновість: забезпечує погашення кредиту в рамках кредитного договору;

оплата: відображає вплив закону вартості та способу диференційованих умов кредитування;

безпека: це виявляється в гарантіях його повернення;

Цільова: включає в себе визначення конкретних позикових об'єктів (наприклад, "пов'язаних" позик) та застосування їх в основному для стимулювання експорту країни-кредитора [11, с. 100].

Зовнішній борг України формувався на різних етапах розвитку української економіки та досить неоднорідний. В економічній літературі (як вітчизняній, так і міжнародній) існують різні підходи до класифікації зовнішнього боргу. Класифікація для України повинна відображати специфіку національної економіки та рівень розвитку фінансових відносин. Тільки такий підхід точно відображатиме суть того чи іншого елемента зовнішнього боргу України.

Інший важливий аспект - це класифікація зовнішньої заборгованості, яка

повинна враховувати достатні особливості для всебічного аналізу. У той же час, зважаючи на необхідність чіткого та зрозумілого подання інформації, слід уникати включення в класифікацію непотрібних функцій або дуже детального розподілу зовнішнього боргу на певній основі.

Враховуючи вищесказане, можна запропонувати класифікацію зовнішнього боргу України за такими підставами:

1. Відповідно до організаційно-правової форми кредитора:

- заборгованість приватних фірм, банків, посередників (брокерів);
- заборгованість перед національними урядами;
- змішані борги, сформовані в результаті участі приватних підприємств та іноземних держав;
- Міждержавні позики міжнародних та регіональних валютно-кредитних та фінансових організацій.

Необхідність окремої групи позик від міжнародних організацій, таких як МВФ та Світовий банк, пов'язана з тим, що протягом 90-х років ХХ століття Україна отримала значну підтримку з боку таких організацій [19, с. 32].

Кредити, отримані, зокрема, від МВФ, відрізняються від звичайних комерційних кредитів за спеціальними умовами (договорами), які встановлюють обмеження на здійснення економічної політики урядом України. Відповідно, такі кредити є специфічними і повинні аналізуватися окремо.

2. Відповідно до організаційно-правової форми позичальника борг поділяється на:

- зовнішня заборгованість держави;
- зовнішній борг державних підприємств;
- зовнішня заборгованість приватних підприємств (крім банків);
- зовнішній борг комерційних банків;
- ще один зовнішній борг [19, стор. 16-18].

3. Для призначення, залежно від того, яка зовнішньоекономічна угода покрита запозиченими коштами, розрізняють:

комерційні кредити, безпосередньо пов'язані з зовнішньою торгівлею та послугами;

фінансові позики, що використовуються для будь-якої іншої мети, включаючи прямі інвестиції, будівництво об'єктів інвестування, придбання цінних паперів, погашення зовнішнього боргу, валютне втручання;

змішані кредити, призначені для обслуговування змішаних форм експорту капіталу, товарів та послуг, наприклад, у формі контрактної роботи.

Вибір у окрему категорію змішаних кредитів дає можливість відстежувати обсяг кредитних операцій за нестандартними схемами. Це, з одного боку, полегшить виявлення тіньових схем у сфері зовнішнього кредитування, а з іншого боку, дасть уявлення про розвиток форм зовнішнього кредитування в Україні, рівня та складності її фінансової системи [46, с. 19-20].

4. Валюту позики можна виділити:

- борги у валюті країни-позичальника;
- в валюті країни кредитора;
- в EuroCurrency;
- в міжнародній валюті, яка базується на валютній кошиці (СПЗ, ЕКЮ та ін.).

Особливу увагу слід приділити необхідності створення окремої групи єврокредитів, оскільки цей інструмент фінансування в минулому широко використовувався урядом України та приватними позичальниками, щоб мінімізувати витрати на відсотки. Враховуючи низьку вартість ресурсів євро та незначні (у порівнянні з іншими видами зовнішніх позик) транзакційні витрати, можна стверджувати, що Єврокредит залишається перспективним інструментом як для держави, так і для приватних позичальників. Тому існує висока ймовірність того, що невід'ємна частина структури зовнішньої заборгованості України стабільно зростатиме.

5. За строками погашення борг може бути:

- короткострокові - до 1 року;

довгостроковий - більше 1 року.

У більшості країнах також виділяється також середньострокова заборгованість, яка зазвичай коливається від 1 до 3-5 стор. Проте в сучасних українських реаліях прогнозування з горизонтом протягом одного року ускладнюється і зачіпається багатьма факторами, зокрема неекономічними. Тому короткострокові та довгострокові заборгованості виділяються для спрощення державними органами.

Короткострокові борги в основному забезпечуються оборотним капіталом підприємств, які використовуються у зовнішній торгівлі, у міжнародних платіжних операціях, обслуговують неторговельні, страхові та спекулятивні операції. Довгостроковий борг виникає, як правило, внаслідок інвестицій у основні засоби виробництва, використання нових форм міжнародних економічних відносин (великомасштабні проекти, дослідницькі роботи, впровадження нових технологій). Якщо короткострокова заборгованість продовжується більше одного року, вона автоматично стає довгостроковою. У процесі перетворення короткострокових боргів у довгострокову активно задіяну державу, що виступає як гарант позикових позик при їх реструктуризації.

6. За наявності забезпечення позики можуть бути:

- бланкові;
- забезпечені.

Слід зазначити, що основну частину зовнішнього боргу України представляють забезпечені позики.

Деякі ознаки вищезгаданої класифікації використовуються для подання валового зовнішнього боргу України [46, с. 15-27].

Ця класифікація дає змогу побачити зовнішній борг держави в частині позичальників та інструментів позики, тоді як класифікація Національного банку України передбачає подання заборгованості перед позичальниками та строки погашення кредитів. Отже, немає єдиної моделі представлення

структури зовнішнього боргу серед державних органів, що призводить до неможливості порівняння даних. Цей факт є ще одним свідченням необхідності серйозного вивчення проблеми класифікації зовнішнього боргу України та її структури.

Дослідження державного боргу, проведене міжнародними економістами, приділяє велику увагу ризику непередбачених зобов'язань. Умовний в цьому випадку означає, що вимоги кредиторів стають чинними, лише якщо визначені заздалегідь умови або обставини [42, с.193].

Хоча, з точки зору бухгалтерського обліку, умовні зобов'язання не є частиною державного боргу, вони можуть спричинити значний тиск на державні фінанси у випадку дефолту або погіршення фінансового стану підприємства / установи, яка безпосередньо несе відповідальність кредиторам.

У фінансовій теорії явище масового уряду прийняття зобов'язань приватного сектора називається "соціалізацією приватних боргів". Таким чином, у нещодавній фінансовій кризі на ринках, що розвиваються, введення державних коштів у банківський капітал стало найважливішим фактором зростання державного боргу [24, с. 22]. Наприклад, в Індонезії державна підтримка банків призвела до збільшення державного боргу більш ніж на 50%, що призвело до стійкості боргу, відповідно, у Тайланді та Кореї припадало 42% і 34% ВВП, тоді як у Туреччині, зростання державного боргу в результаті програми рекапіталізації банків досяг 33% ВВП [19, с. 123].

Існування різноманітних неочевидних витрат та зобов'язань може суттєво вплинути на здатність суб'єктів державного сектора задовольняти майбутні потреби, а отже, борги, а отже, і фінансову безпеку держави. Відомо, що більшість світових фінансових криз останніми роками пов'язані з тим, що в результаті різних факторів умовні зобов'язання можуть бути перетворені в прямі державні боргові зобов'язання [51, с. 26].

З метою повномасштабного статистичного висвітлення державних боргових зобов'язань у таблиці 1.1 пропонується розділити умовний борг на

очевидний та не очевидний.

За даними табл. 1.1 очевидні умовні зобов'язання представлені державними гарантіями за позиками місцевих органів влади, державних і приватних

Таблиця 1.1

Класифікація державних боргових зобов'язань за ознакою умовності [44]

Види боргових зобов'язань	Прямі (вимоги, які ґрунтуються на поточних подіях)	Умовні (вимоги, які залежать від майбутніх подій)
Очевидні (урядові зобов'язання офіційно визнані)	<ul style="list-style-type: none"> • Міжнародні і внутрішні суверенні запозичення; • Зобов'язання щодо виплат службовцям. 	<ul style="list-style-type: none"> • Гарантії за несuverенними запозиченнями; • Страхові програми (за банківськими депозитами в зв'язку з нововведеннями, майнового страхування у випадку надзвичайних подій і т.д.)
Неочевидні (очікування можливих витрат, внаслідок потенційних „моральних” або „соціальних” вимог, ґрунтованих на суспільному сприйнятті ролі уряду)	<ul style="list-style-type: none"> • Майбутня поточна вартість проектів державних капітальних вкладень; • Майбутні державні пенсії; • Майбутні витрати на охорону здоров'я. 	<ul style="list-style-type: none"> • Дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами; • Криза банківської системи та банкрутство банків (за виключенням видатків забезпечених страховою програмою); • вплив іноземного капіталу з внутрішнього фінансового ринку; • неплатоспроможність фондів соціального страхування.

підприємства, державні програми страхування. Нечіткі умовні зобов'язання пов'язані з очікуваннями населення або певними групами впливу і обумовлені соціально-економічною роллю держави в суспільстві. Події, які викликають вимоги до уряду щодо здійснення неочевидних умовних зобов'язань, включають: невиконання зобов'язань місцевого самоврядування, державних підприємств та приватних компаній за незабезпечені позики; криза банківської системи та банкрутство банків (крім видатків, забезпечених страховою програмою); відтік іноземного капіталу з внутрішнього фінансового ринку; неплатоспроможність фондів соціального страхування; стихійні лиха та

екологічні катастрофи. Проте держава запозичує фінансові витрати на здійснення невизначених умовних зобов'язань лише у випадку неплатоспроможності, спричиненої дестабілізацією та руйнуванням на фінансовому ринку, а також необхідності державного втручання шляхом інфікування державних коштів, масштабні шоки в економіці та збереження економічної безпеки.

Отже, умовні зобов'язання держави повинні бути включені до сукупних державних зобов'язань та оцінені у поєднанні з іншими видами фінансових зобов'язань.

1.2. Організаційно-правові засади боргового менеджменту

Згідно з класичними вимогами, організаційно-правова база менеджменту державного боргу ґрунтується на таких ключових принципах:

- становлення чітких інституційних рамок та прозорості організаційної структури системи управління державним боргом;
- визначення повноважень суб'єктів управління державним боргом та сфери їх відповідальності;
- включення механізмів координації та обміну інформацією між усіма учасниками процесу.

Ретельний аналіз положень українського законодавства та нормативних актів у сфері регулювання обсягу та структури державного боргу, а також порядок його формування та погашення дає можливість зробити наступний висновок: організаційне та правове забезпечення а регуляторне та адміністративне регулювання діяльності з управління боргом в останні роки зазнали значних позитивних зрушень. Таким чином, були визначені функції та повноваження відповідальних органів та їх структурні підрозділи; встановлено довгострокові обмеження відносного розміру державного боргу; регульовані напрями використання залучених коштів.

Прогалини в чинному правовому регулюванні пов'язані з відсутністю юридично визначених цілей політики державного запозичення та управління державним боргом; повноваження Міністерства фінансів України щодо проведення повного спектра операцій у сфері управління зовнішнім державним боргом не передбачені законодавством [44, с. 35].

У організаційному відношенні проблеми виникають з фокусування діяльності відповідальних органів на операційному управлінні та функціях управління, а функції планування та прогнозування не належним чином реалізовані. Координація основних суб'єктів фінансової політики держави є недостатньою, що знижує ефективність механізму управління зовнішнім державним боргом України.

Необхідною умовою ефективного функціонування механізму управління державним боргом є забезпечення правової бази для здійснення внутрішніх та зовнішніх запозичень, обслуговування державного боргу (додаток А).

Відповідно до статті 92 Конституції України, лише законами України встановлюється порядок формування та погашення державного внутрішнього та зовнішнього боргу; порядок випуску та обігу державних цінних паперів, їх типів та видів [47]. Проте на сьогоднішній день в законодавчому процесі частково регулюється лише механізм формування та погашення внутрішнього державного боргу. Закон України "Про державний внутрішній борг" був прийнятий у 1992 році, останній раз внесені зміни до нього у 2005 році. Проект закону "Про державний борг України" не був прийнятий Верховною Радою України і дотепер. Законопроект передбачає, що одним з завдань, які потребує вирішення питання прийняття закону, є створення нової установи - Державного агентства з управління боргами України, яка повинна бути підпорядкована Кабінету Міністрів України. Хоча слід зазначити, що така практика підпорядкування в світі неприйнятна.

Основним законом України, який регулює основні аспекти управління державним боргом, є Бюджетний кодекс України. З ухваленням Верховної Радою нової редакції Бюджетного кодексу України ряд основних положень, пов'язаних

із здійсненням державних і місцевих запозичень та управління боргом (стаття 16), умов та механізму надання державних гарантій економічним з'явилися суб'єкти господарської діяльності (стаття 17), гранична сума боргу та гарантій (стаття 18).

Важливою є виникнення норми, яка відображає заявку та порядок проведення активних операцій з державними зобов'язаннями. Таким чином, у пункті 8.ст.16 зазначається, що Міністр фінансів України, у консультації з Національним банком України, має право протягом поточного бюджетного періоду здійснювати на конкурсних засадах та / або шляхом проведення аукціонів, розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунку та коштів валютних рахунків держави на рахунок коштів на депозитах або шляхом купівлі державних цінних паперів з подальшим поверненням таких коштів до кінця поточного бюджетного періоду [13].

Порядок здійснення операцій, передбачених цією частиною статті, визначається Кабінетом Міністрів України з урахуванням таких вимог:

встановлення мінімальної доходності при придбанні цінних паперів, укладання договорів на придбання цінних паперів - при придбанні цінних паперів;

укладення договору банківського вкладу (вкладу) в установу банку - при розміщенні на депозитах.

Нова редакція Бюджетного кодексу містить ряд положень щодо надання державних гарантій суб'єктам господарювання. Зокрема, стаття 7 передбачає низку норм, що регулюють умови надання гарантій, порядок збору прострочених боргів суб'єктів господарювання державі, а також правила мінімізації судового ризику при видачі судового рішення, що призводить до збільшення державного боргу або зобов'язань, щоб держава компенсувала витрати на виконання своїх гарантійних зобов'язань [13].

Щороку в Законі про Державний бюджет встановлюються такі інструменти управління державним боргом: встановлення верхньої межі зовнішнього та внутрішнього державного боргу України; визначення меж

внутрішніх та зовнішніх державних запозичень; визначення витрат на обслуговування державного боргу в межах бюджетних асигнувань; встановлення меж надання державних гарантій з деталями їх одержувачів, напрям передачі позикових коштів та відповідні суми.

У процесі вивчення норм Бюджетного кодексу України та Закону України "Про державний внутрішній борг України" було виявлено значні внутрішні протиріччя. Зокрема, згідно зі статтею 2 Закону України "Про державний внутрішній борг України", державне запозичення забезпечується для забезпечення фінансування національних програм, а в Бюджетному кодексі державне запозичення є джерелом фінансування держави бюджету, і лише у виняткових випадках, він може бути використаний для фінансування поточних державних видатків.

Значні розбіжності в основних законодавчих актах також стосуються умов запозичення уряду за погодженням з Національним банком України. Так, у ст. 4 Закону України "Про державний внутрішній борг України" передбачено, що характер і строки боргових зобов'язань у кожному конкретному випадку визначаються Урядом України за погодженням з Національним банком, але замість цього Бюджетний кодекс не передбачає за участь Національного банку у здійсненні державних запозичень.

Тому існуюча нормативно-правова база не є невід'ємною системою юридичної, економічної та організаційної підтримки здійснення державних запозичень та її використання.

Повноваження щодо здійснення зовнішніх запозичень, оперативного управління державним боргом, відносин з МФО та іноземними кредиторами зосереджені в МФО. З квітня 2000 року в Україні службою державного богослужіння здійснюється спеціально створеним структурним підрозділом МФО - Департаментом державного боргу.

Департамент державного боргу складається з таких відділів: зовнішні угоди про позики та гарантії, внутрішні кредитні угоди, відділ капіталів, стратегії управління державним боргом, сектор підтримки державного

кредитування.

Міністерство фінансів України є фінансовим агентом уряду, який відповідає за здійснення всіх фінансових операцій, пов'язаних з вступом та членством України в міжнародних фінансових установах - МВФ, МБРР, МФК, МАР, МІГА, ЄБРР, ЄІБ, BSTDB. Відповідні повноваження покладаються на Департамент співпраці з МФО.

Проаналізувавши особливості та характеристики системи нормативно-адміністративного регулювання діяльності з управління зовнішнім державним боргом, можна зробити висновок, що адекватний розподіл повноважень між органами державної влади та достатньо детальне регулювання функцій відповідного підрозділу МФО. Однак описана вище інституційна система не є досконалою і має вбудовані структурні недоліки.

Так, у Департаменті державного боргу існує два відділи кредитних угод, хоча внутрішнє фінансування дефіциту бюджету на сьогодні здійснюється виключно з джерел ринку (компетенція відділу ринків капіталу). Залучення зовнішніх ресурсів здійснюється за рахунок запозичень від МФО (органу Департаменту співпраці з МФО) та розміщення єврооблігацій на ринках капіталу (функції відділу ринку капіталу Державного департаменту державного боргу). Управління зовнішнім боргом перед офіційними двосторонніми кредиторами в рамках повноважень департаменту зовнішніх кредитних угод зменшується до обслуговування існуючого боргу за кредитними угодами, укладеними у 1992-1999 рр., та збором боргів компаній-позичальників за гарантованими позиками.

З іншого боку, у структурі прямого державного боргу України 66,5% боргу здійснюється за ринковими інструментами (заборгованість, сформована в результаті запозичень на ринках капіталу). Проте відділ ринків капіталу не розмежовується на внутрішній ринок та на міжнародних ринках. Наявність різних груп інвесторів на двох типів ринків, різні механізми ціноутворення, різні типи цінних паперів, що обертаються на внутрішньому та зовнішньому ринках, ставить під сумнів доцільність концентрації операцій управління як на

зовнішньому, так і на внутрішньому державному боргу позики на ринку у межах одного відділу.

Що стосується організаційної підтримки існуючої системи регуляторного регулювання, то слід зазначити, що визначені функції та обов'язки, які призначені профільним підрозділам МФО, не повністю реалізовані. Професійні факультети МФУ в основному служать як бек-офісу та середнього офісу, пов'язані з проведенням розрахунків, обліком боргових зобов'язань, підготовкою планів позик та аналітичною звітністю. Не виконуються важливі функції офісу Середнього офісу, такі як управління ризиками, аналіз боргового портфолію та моделювання боргів, а також функції управління стратегічним державним боргом, які традиційно є прерогативою розумного офісу [20, с. 9].

Досягнення правової основи управління державним боргом України у 2007-2008 роках включають створення організаційної структури для регулювання запозичень у центральному уряді від органів місцевого самоврядування та зовнішніх запозичень з державних підприємств. Зокрема, наказом Кабінету Міністрів України від 15.06.2006 р. №334-р введено порядок погодження кредитних договорів суб'єктів господарювання державного сектору економіки з нерезидентами та умов випуску зовнішніх позикових облігацій з Міністерством фінансів, Міністерством економіки та Фондом державного майна. Зазначений наказ Міністерства фінансів зобов'язаний реєструвати зовнішні запозичення державних підприємств.

Проблема впровадження Інституту первинних дилерів останнім часом активно обговорюється з учасниками ринку державних цінних паперів та представниками потенційних кандидатів на статус первинних дилерів - банків, які є найбільш активними учасниками ринку.

Результати цієї роботи знайшли своє відображення у Постанові Кабінету Міністрів України від 04.04.2008 р. № 363 "Про утворення Інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів" та наказ № 757, затвердженого Міністерством Фінансів "Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів", зареєстрованого в Міністерстві юстиції

України 3 липня 2009 р., № 596/16612. Останнє, зокрема, передбачає встановлення процедури конкурсного відбору первинних дилерів, затвердження методології оцінки кандидатів та первинних дилерів, типові договори з основними дилерами. Вищезгадана процедура передбачає створення ринкових механізмів, привабливих для учасників ринку державних облігацій, що заохочуватиме банки співпрацювати з Міністерством фінансів у розвитку ринку державних цінних паперів. За її словами, основними дилерами на ринку державних облігацій можуть бути банки, які, зокрема, мають ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку - діяльність з торгівлі цінними паперами; оплачений статутний капітал, еквівалентний не менше 10 млн. євро; Практичний досвід роботи на внутрішньому ринку облігацій (загальний обсяг торгів за цінними паперами - не менше 1 млрд. Грн.).

Серед позитивних змін в українській борговій політиці є схвалення середньострокової стратегії України на 2013-2015 роки, проте положення, цілі та завдання, викладені в цій стратегії, є декларативними, не вказуючи конкретні методи та інструменти для досягнення цих цільових показників [74]. Крім того, середньострокова стратегія на наступний період (2016-2018 рр ..) не приймається.

В рамках існуючої нормативно-правової бази наступні аспекти кредитної діяльності держави не були вирішені:

- сутність поняття "управління державним боргом;
- відсутні стратегічні вказівки щодо розміру та структури державного боргу, які повинні бути орієнтовані на політику державного запозичення та процес управління державним боргом в цілому;
- активне управління операціями державного боргу не визначено юридично, принципи проведення таких операцій, їх види та критерії оцінки діяльності не встановлено;
- відсутні межі та механізми надання державних гарантій, відсутні чіткі пріоритети у цій сфері, процедура надання гарантій та використання позичальників коштів бенефіціарами не регулюється, а також ступінь

відповідальності державних органів за результати реалізації проектів, що фінансуються за рахунок використання державних гарантій.

За межами правової бази залишаються умови застосування та порядок проведення реструктуризації державного боргу, обмін боргових зобов'язань, а також конверсія та консолідація позик.

На жаль, зараз відсутній належна координація грошово-кредитно-грошової політики НБУ та боргова політика уряду в Україні. Такі проблеми зумовлені недосконалістю законодавчої бази, інституційним поділом та відсутністю ефективного механізму взаємосумісності на операційному рівні між міністерствами та відомствами України. Таким чином, законодавчо не визначено механізми узгодження політики управління державним боргом та бюджетної політики, що проводиться Урядом, з грошово-кредитною та грошово-кредитною політикою НБУ.

За відсутності такої координації та взаємодії, можливість швидкого реагування механізму управління державним боргом на зміну економічних умов та ситуації на фінансових ринках, що реалізує ризики значних втрат бюджету та збільшує ймовірність виникнення кризового сценарію розвитку подій, втрачається.

Чинне законодавство та регуляторне регулювання не передбачають системи відповідальності посадових осіб за ефективність прийнятих рішень та заходів у сфері управління державним боргом.

Водночас слід зазначити, що система нормативно-правового забезпечення створення, погашення та обслуговування державного боргу, використання запозичених коштів зазнала суттєвих позитивних змін через централізацію основних функцій управління державним боргом в одному органі - Міністерстві фінансів України; консолідація розподілу повноважень між гілками державної влади у сфері управління державним боргом.

1.3.Механізм боргового менеджменту: методологічні аспекти.

Світова практика розробила ряд принципів та цілей управління боргом. Вважається, що ця політика повинна бути спрямована на досягнення таких загальних економічних та фінансових цілей (рис.1.2)

Враховуючи, що розвиток ефективного механізму управління зовнішніми боргами в Україні відбувається на стадії життя, пріоритетним виглядає всебічне вивчення основних та теоретичних основ механізму управління зовнішнім державним боргом. Дійсно, ефективність політики та механізму управління державним боргом в Україні залежить від ряду стратегічно важливих питань, а саме: його кредитного рейтингу, стабільності боргу, функціонування вітчизняних та іноземних ринків цінних паперів та, найголовніше, формування суверенний імідж держави як надійного позичальника.

Беручи до уваги багатосторонній підхід до сутності управління державним боргом, який досліджують іноземні та вітчизняні вчені, боги керівництва - це мистецтво, теорія та практика управління, нормативно-правове та адміністративне регулювання та організаційно-правове забезпечення процесу боргу, а також комплекс заходів, що проводяться державою в рамках бюджетної та монетарної політики, щодо оптимізації умов залучення позик, визначення найбільш ефективних напрямків їх використання, забезпечення своєчасного та повного здійснення платіжних зобов'язань, мінімізуючи витрати державного бюджету, а також підтримуючи такий розмір та структуру зовнішнього державного боргу (стабільність боргу), що виключить можливість його реструктуризації чи дефолту.



Рис. 1.2. Принципи і цільові орієнтири боргового менеджменту [44]

Механізм боргового менеджменту доцільно розглядати як сукупність його складових елементів (методів, інструментів, важелів) їх планування і прогнозування, оперативного управління і контролю, а також функціонування на основі організаційно-правового та інформаційного забезпечення, нормативно-адміністративного регулювання на кожному етапі управління зовнішнім боргом для вилучення максимальних вигод від зовнішніх джерел фінансування та уникнення макроекономічних труднощів у майбутньому.

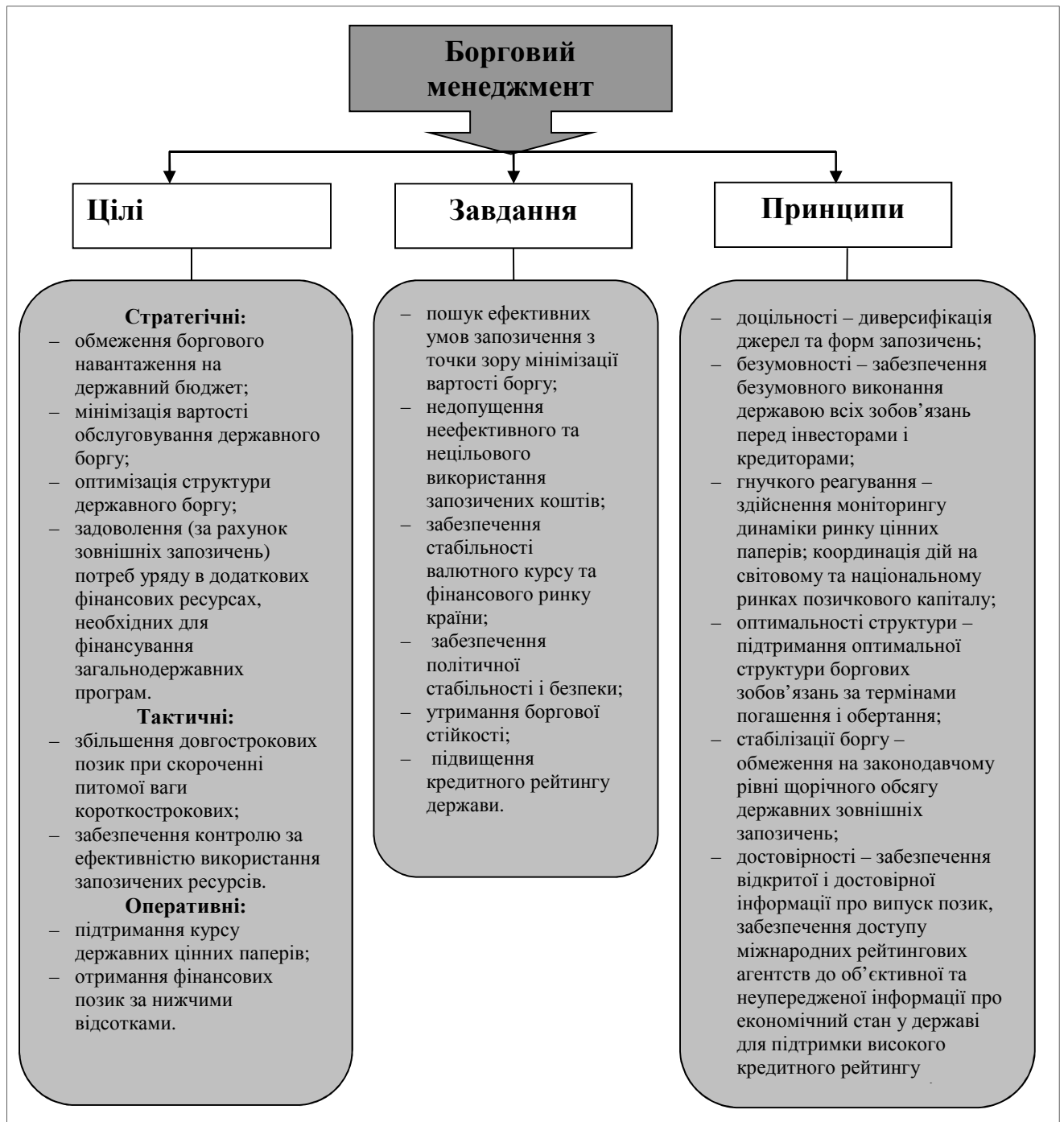


Рис. 1.3. Цілі, завдання і принципи боргового менеджменту [42]

Прогноз державного боргу - це система наукових прогнозів щодо напрямку розвитку майбутнього стану заборгованості держави. Його результати закладені в практичних моделях для визначення очікуваних макроекономічних показників економічного розвитку.

Наступна організаційна форма - планування боргів, яка є невід'ємною частиною фінансового планування розвитку держави, і спрямована на розробку та виявлення перспективних джерел та обсягів державних запозичень для

фінансування державних потреб.

Оперативне управління слід розглядати як безперервний та багатоетапний процес, який включає:

- облік та реєстрація зовнішніх запозичень;
- моніторинг зовнішнього боргу;
- оцінка стійкості боргу;
- аналіз ефективності зовнішніх запозичень.

Контроль як елемент управління зовнішнім державним боргом спрямований на забезпечення ефективного використання залучених коштів. Згідно чинного законодавства, Верховна Рада України, Міністерство фінансів, Державне казначейство, Національний банк України, Державна контрольно-ревізійна служба України та Рахункова палата України є членами органів контролю система управління державним боргом.

У процесі управління державним боргом визначаються чіткі цілі, вирішуються основні завдання та формується принципи (рис 1.3).

Завдання державного боргу визначають боргову стратегію держави. Стає важливо розвивати узгоджену стратегію держави у питаннях зовнішнього запозичення; необхідність законодавчої заборони використання таких позик для фінансування поточних видатків бюджету; реструктуризація відносин з Міжнародним валютним фондом, обмеження їх лише консультативними угодами.

Це повідомлення зосереджує увагу на важливості забезпечення максимальної прозорості у системі управління державним боргом, впровадження механізму, який унеможливорює кримінальну відповідальність.

За стратегією боргу вони розуміють інтегровану систему дій держави, спрямовану на вирішення конкретних проблем та пріоритетів, сформованих за борговою політикою та розроблених на довгострокову перспективу, а також реалізацію глобальних завдань, визначених економічною стратегією.

Важливим елементом механізму є його методи. В останні роки світова практика використовувала сучасні методи управління державним боргом.

Новий методологічний підхід до оцінки ефективності державної боргової політики є методом "цільового порівняльного аналізу", який довів свою ефективність і став широко поширеною в практиці розвинутих країн. Відповідно до цього підходу, який базується на аналізі ситуації національного і світових ринків, а також з урахуванням фінансових потреб держави в плановій період розробляються та фіксуються конкретні показники здійснення операцій з кредитування та управління державним боргом.

Інформаційна підтримка представлена насамперед через інформаційні потоки між елементами механізму управління державним боргом. Завдання створення ефективних потоків вхідної та вихідної інформації пояснюється необхідністю надання оперативної та достовірної інформації про зобов'язання приймати оперативні та стратегічні управлінські рішення у сфері боргової політики.

Механізм управління державним боргом здійснюється протягом бюджетного процесу. Зокрема, встановлення максимальної суми зовнішнього боргу та державних гарантій їх повернення визначаються Законом України "Про Державний бюджет" за відповідний рік. Організаційно-правове регулювання основних етапів управління зовнішнім боргом України та координація діяльності законодавчих і виконавчих органів у цій сфері забезпечуються законами України, розпорядженням Президента, нормативно-правовими актами, постановами Кабінету Міністрів, розпорядженнями, розпорядження, розпорядження Міністерства фінансів, Міністерства економіки України, Міністерства зовнішніх економічних зв'язків та торгівлі НБУ.

Таким чином, запровадження ефективного механізму управління боргом в Україні повною мірою реалізує цілі, визначені стратегією боргу та тактичними цілями, що сприяє зростанню інвестиційної та кредитної привабливості та фінансової стабільності.

Висновки до розділу 1

Підсумовуючи результати досліджень проведених в теоретичній частині магістерської роботи, можна зробити такі висновки та узагальнення:

По-перше, нестача внутрішніх джерел ресурсів та інвестицій спонукають уряд країни до пошуку альтернативних джерел, якими виступають запозичення, що здійснюються на боргових ринках. Таким чином, країна має змогу використовувати додаткові можливості для покращання економічної ситуації, макроекономічних показників її розвитку, стану платіжного балансу, підвищення рівня споживання тощо.

По друге, з метою повномасштабного статистичного охоплення державних боргових зобов'язань у дипломній роботі запропоновано комплексний підхід до класифікації державної заборгованості з урахуванням умовного боргу (очевидного і неочевидного).

По-третє, система нормативно-правового забезпечення боргового менеджменту, його погашення і обслуговування, використання запозичених коштів зазнала суттєвих позитивних зрушень, внаслідок централізації основних функцій з управління державним боргом у одному органі – Міністерстві фінансів України; закріплення розподілу компетенцій між гілками державної влади в сфері управління державним боргом.

РОЗДІЛ 2

ПОЛІТИКА ТА ПРОБЛЕМИ БОРГОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ В КОНТЕКСТІ ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ

2.1. Державний борг України: аналіз причин та динаміки

На ранніх етапах трансформаційного періоду позики відігравали важливу роль, оскільки вони дозволяли прискорити процес внутрішніх інвестицій та підтримувати мінімальний рівень споживчих витрат у розчарованому падінні виробництва.

Основними причинами боргової кризи в Україні були такі обставини. Державне запозичення було здійснено несистемно, цілі державної боргової політики та принципи управління державним зовнішнім боргом не були чітко визначені. Крім того, запозичені кошти були використані неефективно, оскільки в умовах фінансової реструктуризації та адаптації підприємств до ринкових умов держава була змушена покрити витрати зовнішніх компаній на придбання імпортованих енергетичних ресурсів, сировини та обладнання. Проведення такої політики спричинило залежність державних фінансів від залучення нових кредитів, що свідчить про темпи зростання державного та державного гарантованого боргу [20].

Стабілізація платіжного балансу України, запровадження збалансованої податкової політики та перехід економіки до траєкторії сталого економічного зростання сприяли покращенню ситуації з державною заборгованістю. На початок 2016 р. Найпомітнішою складовою прямого зовнішнього боргу було борг за облігаціями - 6.13 млрд. Грн. США. Заборгованість за кредитами офіційних кредиторів уряду України (двосторонніх і багатосторонніх) склала 1,68 млрд. Грн. Дол США [6].

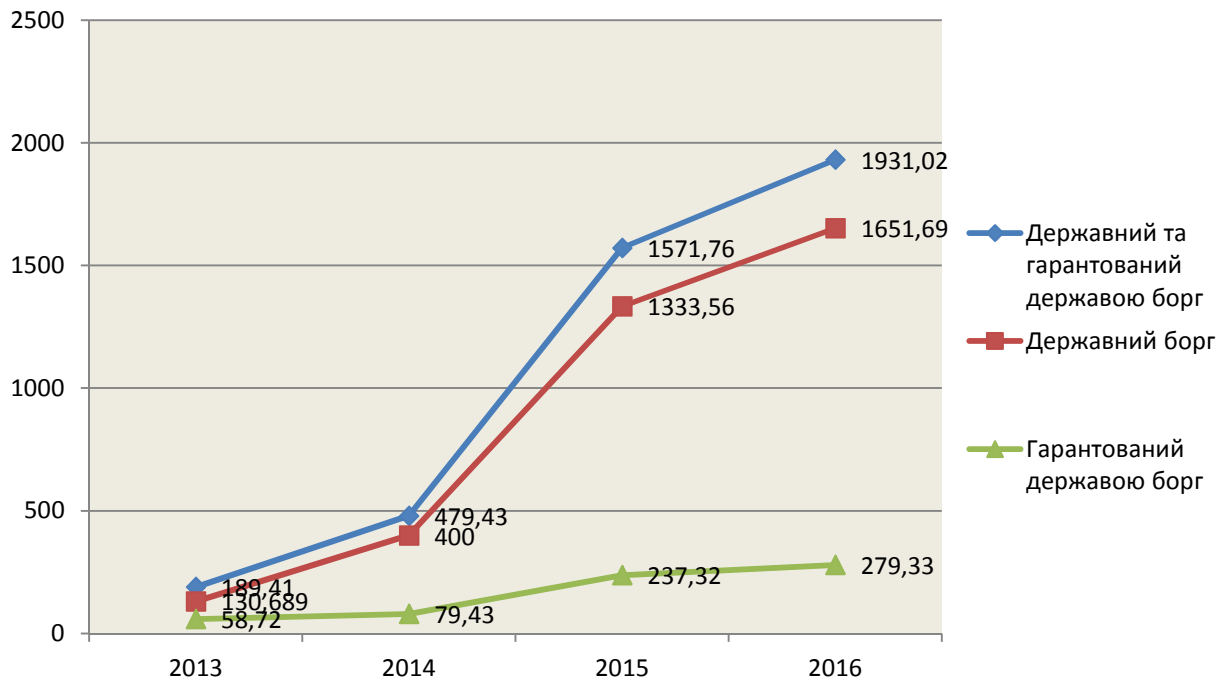


Рис. 2.1. Динаміка державного та гарантованого державою боргу в 2013–2016 рр., млрд. грн. [6]

У структурі гарантованого зовнішнього боргу вагоме місце посідала заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками – 1,6 млрд. дол. США. (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Зовнішній державний борг України у 2013-2016 рр., млрд. дол. США
(станом на кінець року)***

	2013	2014	2015	2016
Державний зовнішній борг	11,17	22,97	25,83	36,18
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	3,18	8,49	10,43	13,68
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	1,7	1,57	1,41	1,68
3. Заборгованість не віднесена до інших категорій	1,11	1,23	1,35	1,65
Міжнародний Валютний Фонд	0	1,9	1,8	5,18
заборгованість за облігаціями зовнішньої позики	6,13	14,54	17,70	19,65
Гарантований зовнішній борг	3,6	4,9	8,7	9,6
Загальна сума прямого і гарантованого зовнішнього державного боргу	13,78	28,45	34,53	45,78

Упродовж січня-грудня 2016 р. сума державного та гарантованого

* Складено автором на основі даних [4;6; 7].

державою боргу України збільшилася у гривневому еквіваленті на 357,58 млрд. грн., при цьому у доларовому еквіваленті державний та гарантований державою борг збільшився на 5,47 млрд. дол. США. Основною причиною таких змін є здійснення фінансування державного бюджету за рахунок державних запозичень, капіталізація ПАТ КБ "ПРИВАТБАНК" відповідно до Постанови КМУ від 18.12.2016. № 961 (зі змінами) та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб відповідно до Постанови КМУ від 28.12.2016 №1003, девальвація національної валюти, курс якої по відношенню до долара США зріс з близько 24,00 грн./дол. США на кінець 2015 року до близько 27,19 грн./дол. США на кінець грудня 2016 року.

Обсяг зовнішнього державного боргу у співвідношенні з ВВП країни збільшився з 40,1% у 2015 р. до 45,6% у 2016 р. (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Відносні показники державного боргу України в 2013–2016 рр.
(станом на кінець року)***

Показники	2013	2014	2015	2016
Державний борг, % ВВП	36,34	50,32	62,26	70,97
Зовнішній державний борг, % ВВП	21,5	35,2	40,1	45,6
Зовнішній державний борг, % експорту товарів і послуг	21,6	54	50,2	51,1
Погашення і обслуговування державного боргу, % ВВП	1,03	4,33	3,9	2,9
Погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу, % доходів бюджету*	2,6	9,9	4,8	17,1
Валовий зовнішній борг, % ВВП	56,7	73,1	79,0	81,8
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	126,4	231	169,4	96,7
Частка зовнішніх запозичень у валовому позичковому фінансуванні дефіциту бюджету	34	48	43,6	77,5

Поширення світової фінансової кризи на економіку України та стрімка девальвація національної валюти стали чинниками зростання рівня зовнішнього боргу держави та суттєвого посилення тиску боргових виплат на державний бюджет.

* Розраховано автором на основі даних [3; 4; 5; 6; 7].

Загрозливі тенденції накопичення валової зовнішньої заборгованості України почали спостерігатися у 2010 році. Переорієнтація корпоративних позичальників на ресурси міжнародного ринку капіталів (з невикористанням значної частини національних заощаджень у економічному обороті) привела до стрімкого зростання валового зовнішнього боргу України.

Валовий зовнішній борг України на початку 2016 р. Склав 81,8% ВВП, тоді як на початку 2013 р. Він становив лише 56,7 млрд. Дол. США. США.

Інтенсивне накопичення зовнішніх боргових зобов'язань корпоративним сектором української економіки зумовлено, насамперед, деформаціями грошової системи через надмірний рівень процентних ставок та відсутність довгострокових кредитних ресурсів, що, в свою чергу, служило віддзеркаленням низького рівня довіри до банківських систем та неповного перетворення національних заощаджень у внутрішні інвестиції [28, с. 17].

Низькі відсоткові ставки в розвинених країнах та зростання глобальної ліквідності також відіграли певну роль у заохоченні припливу іноземного капіталу до української економіки. Макроекономічна стабілізація, підвищення довіри до економічної політики уряду, лібералізація імпортного режиму капіталу були рушійною силою потоку іноземного капіталу в національній економіці. Високий рівень внутрішніх відсоткових ставок у поєднанні із стабільним обмінним курсом гривні стимулював приплив іноземних кредитів (які чутливі до доходності) до української економіки.

Частка державного боргу в загальній сумі валового зовнішнього боргу України збільшилась з 10,2% на початок 2016 року до 35% до кінця 2016 року. Тобто уряд оптимізував тягар зовнішнього державного боргу на платіжний баланс, однак, залишив поза контролем процес скрупульозного підйому державного боргу, що мав надзвичайно негативні наслідки у поширенні проявів світової кредитної кризи на економіку України [14].

Однак, впродовж 2016 р. динаміка зовнішнього боргу України визначалася значними обсягами чистих зовнішніх залучень уряду (7,1 млрд. дол. США та скороченням довгострокових зобов'язань українських банків

перед нерезидентами (2,5 млрд. дол. США). Таким чином, більше половини приросту (60%) валового зовнішнього боргу в 2016р. сформувалося в секторах державного управління та грошово-кредитного регулювання [4].

Переоцінка кредитних ризиків міжнародними інвесторами і зменшення їх схильності до прийняття ризиків обернулися підвищенням кредитних спредів.

Спред ЕМВІ+ Україна на початку 2016 р. становив 2700 б. п., а уже в березні 2016 р. досяг величини 3379 б. п. (рис. 2.2).

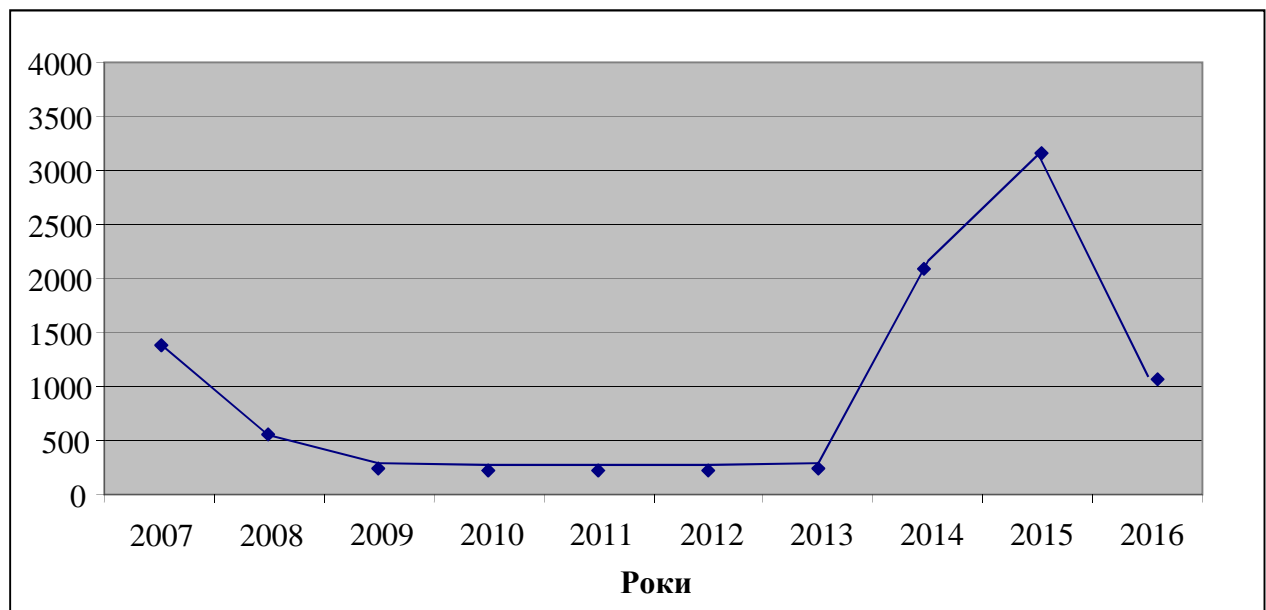


Рис. 2.2. Динаміка спреду ЕМВІ+ Україна [77]

В таких умовах шанси на залучення зовнішніх ринкових позик були мінімальними. У світовій практиці вважається, що уряди країн з ринками, що формуються, зазнають труднощів із залученням позичкових коштів, коли суверенні кредитні спреди перевищують рівень 700 базисних пунктів [4].

Теоретично за невисокого рівня державного боргу втрата доступу до зовнішнього фінансування за рахунок ринкових джерел незначною мірою впливає на ступінь платоспроможності держави. Проте, в Україні, ситуація ускладнюється тим, що вартість національної валюти відносно іноземних валют стрімко зменшилася, а на 2015 р. припадало пікове навантаження виплат за державним боргом. Таким чином, у національній валюті тягар обслуговування

боргових зобов'язань уряду різко збільшився. Якщо у 2013 р. з бюджету було виплачено 6 млрд. грн. в рахунок погашення державного боргу, то в 2016 р. дані виплати становили 45,8 млрд. грн.

Обмежений доступ до зовнішнього ринку позичкових капіталів актуалізував проблеми пошуку прийнятних джерел фінансування дефіциту Державного бюджету. Кабінет Міністрів України розпочав переговори з урядами іноземних держав щодо офіційного кредитування дефіциту бюджету та інтенсифікував програми співробітництва з МФО. Роль кредитора останньої інстанції належала МВФ, який в 2015 фінансовому році затвердив безпрецедентну кількість угод з використанням механізму екстреного фінансування¹. Причому МВФ використовував даний механізм лише п'ять разів до початку глобальної кризи 2008–2009 рр.: в 1997 р. під час Азіатської кризи для Філіппін, Таїланду, Індонезії, Кореї і в 2001 р. для Туреччини. В 2009 р. внаслідок глобального спаду економіки ще сім країн (Україна, Вірменія, Грузія, Угорщина, Латвія, Пакистан, Ісландія) отримали від МВФ екстрену фінансову допомогу (додаток М). Основною причиною активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями є низька вартість їх кредитів та довші строки надання коштів у порівнянні із залученням кредитних ресурсів на ринках капіталу [23, с. 14].

Особливий вплив зовнішні запозичення спровокували на банківську сферу. Активне залучення зовнішніх позик банками та приріст внутрішніх депозитів у банківській системі виступали джерелами фінансування кредитного буму в економіці. Мобілізація значних обсягів іноземного капіталу і кредитна експансія банків на внутрішньому ринку породжували такі негативні макроекономічні наслідки:

– зростання темпів інфляції (індекс 112, 4% за 2016 р.);

¹ Механізм екстреного фінансування МВФ створений в 1995 р. і дає можливість МВФ в короткий термін затверджувати кредити державам-членам МВФ. Екстрені процедури в рамках даного механізму використовуються у виняткових випадках, зокрема при настанні кризи зовнішніх рахунків держави-члена. В мінімальний термін розповсюджується короткий письмовий звіт про економічне становище країни-члена. Після погодження програми з урядом країни, розповсюджується звіт персоналу МВФ, і Рада розглядає прохання про затвердження програми на протязі 72 годин.

- девальвація національної валюти;
- підвищення ступеню вразливості банківського сектору до дії зовнішніх шоків;
- надування цінових «бульбашок» на фондовому ринку України та ринку реальних активів [29].

Зовнішні позики українських резидентів та внутрішні позики, які були перетворені в торговельний дефіцит України (шляхом фінансування покупки імпортованих товарів та послуг), в короткостроковій перспективі мали мінімальні інфляційні результати, але підвищили ймовірність фінансової кризи в середній термін.

Негативний залишок на поточному рахунку платіжного балансу України збільшився з 3,7% ВВП у 2015 році до 7,1% ВВП у 2016 році.

У період фінансової нестабільності на світових фінансових ринках надмірний рівень боргового навантаження став основним фактором фінансової дестабілізації та економічного уповільнення. Отже, відсутність ефективного контролю за станом зовнішнього корпоративного боргу та неефективне управління зовнішнім державним боргом пов'язані з виникненням валютної та банківської кризи.

За таких умов ситуація із зовнішнім боргом в країні стала непередбачуваною. Існування значних обсягів зовнішньої заборгованості та погіршення перспектив його погашення примушували кредиторів зменшувати інвестиції у зобов'язання уряду-позичальника, а звузити джерела рефінансування зовнішнього боргу, у свою чергу, загострили боргові проблеми.

Таким чином, зовнішні позики були використані як джерело фінансування для розширення внутрішнього поглинання (обсягу споживання та інвестицій) шляхом зменшення майбутнього поглинання, що відбулося в період чистого погашення зовнішнього боргу.

Отже, високий рівень зовнішньої заборгованості негативно вплинув на стан української економіки та стабільність фінансової системи в наступних основних сферах:

1) великомасштабні виплати зовнішніх боргів призвели до виведення національних ресурсів із сфери споживання та накопичення капіталу, що пригнічувало сукупний попит і негативно вплинуло на показники вітчизняного виробництва;

2) зростання премій за ризиками в ціні іноземних позик пояснювалося збільшенням вартості іноземного фінансування, зменшенням обсягу іноземних позик та інвестицій в економіку України, а також збільшенням загального рівня відсоткових ставок в українській економіці;

3) збільшення вартості позикового капіталу та збільшення макроекономічної невизначеності стали факторами зниження темпів внутрішнього накопичення капіталу та звуження фінансового потенціалу бізнес-сектора;

4) зняття коштів іноземної валюти для виконання зовнішніх боргових зобов'язань перед кредиторами призвело до формування негативного сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, що обертається скороченням міжнародних резервів країни та (опосередковано) був фактором девальвації національної валюти.

За таких обставин особливо гостро постали проблеми з впровадженням ефективних антикризових заходів та вдосконалення системи управління зовнішнім боргом України. Шляхи вирішення цих проблем будуть запропоновані в третьому розділі роботи.

2.2. Управління позиками міжнародних фінансових організацій

В умовах дестабілізації на глобальних ринках кредитування актуальність покращення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями на сучасному етапі не викликає сумнівів. Найбільшими кредиторами в Україні є міжнародні фінансові організації, в першу чергу Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Світовий банк. Україна приєдналася до МВФ та Світового банку в 1992 році

В рамках співпраці України з МВФ в рамках кредитних програм можна виділити кілька етапів.

Перший етап (1994-1995). Протягом цього періоду Україна надала фінансову допомогу у формі системи трансформаційного кредитування (Фонд трансформації системи) на 498,7 млн. СПЗ або 763,1 млн. Доларів США. США для підтримки платіжного балансу України. Проте, через нездатність України виконати ряд умов, програма була заздальгідь завершена.

Другий етап (1995-1998). Україна отримала кредити від МВФ загальною сумою 1 321,2 млн. СПЗ. (1 935 мільйонів доларів США) за три режими очікування. Основною метою цих кредитів було підтримка національної валюти та фінансування дефіциту платіжного балансу України.

Третя стадія (1998-2002). Розширений фонд (розширені фонди EFF) надав Україні позику у розмірі 2,6 мільярда доларів. США. США. У грудні 2000 року програма EFF закінчилася вереснем 2002 року, але в кінцевому підсумку Фонд не забезпечив Україні залишкову суму кредитів (з негативними результатами останнього перегляду програми). Таким чином, Україна отримала в рамках програми EFF 1193,0 млн. СПЗ (1591,0 млн. Дол. США), спрямовану на поповнення валютних резервів Національного банку України.

Четвертий етап. 2002-2008 рр. Для нього характерна певна нестабільність відносин, яка включає в себе як поступовий відхід від співпраці з МВФ на умовах отримання позик, так і повернення до цієї форми з безпрецедентною позикою в розмірі 16,5 млрд. Доларів. США (чотири транші) з листопада 2008 року

П'ятий етап. Україна на 2008-2016 роки отримує стабілізаційний кредит на суму 17,5 млрд. Доларів США, що майже в вісім разів перевищує квоту України.

Якісним зрушенням у розвитку національної фінансової системи України було період з 2014 до 2016 року. Накопичений дисбаланс попередніх років та негнучкість обмінного курсу до девальваційної девальвації суттєво зменшили валютні резерви (7,53 млрд. Дол. США) до кінця 2014 року). Згодом валютна політика НБУ для підтримки стабільності обмінного курсу виявилася нецікавою, а в лютому 2014 року НБУ перейшов на плаваючий курс. МВФ погодився надати позику на суму 16,5 млрд. Доларів. США (SDR 10.976 мільярда). В рамках цієї програми Україна отримала два транші у розмірі 3 млрд. Дол. США (2,058 млрд. СПЗ) і 1,3 млрд. Дол. США. США. США (914,7 млн. СПЗ). Оскільки макроекономічні показники були суттєво виправлені влітку 2014 року внаслідок розвитку масштабної економічної кризи в Україні, 11 березня 2015 року МВФ схвалив заміну програми "Стенд" на новий чотирирічний "Розширений фонд" фонд У Меморандумі про економічне та фінансове співробітництво від 27 лютого 2015 року (далі - "Меморандум") Уряд та НБУ висловили готовність:

- вдосконалення управління борговими зобов'язаннями;
- підтримки гнучкого валютного курсу;
- уникнення практики багатовалютних курсів;
- переходу до інфляційного таргетування;
- підвищення обсягів та ефективності управління золотовалютними резервами [6].

Фінансові умови цієї співпраці в рамках довгострокової програми кредитування (EFF):

процентна ставка 3% річних;

ставка одноразова комісія (за резервування коштів) - 0,15% (прибуток пропорційно отриманим фондам);

Вартість послуги - 0,5% від траншу.

Перший транш кредиту складе 5 млрд. Доларів. США прибули до України в березні 2015 року

31 липня 2015 року відбулося чергове засідання Ради директорів МВФ, під час якого було вирішено виділити другий транш у розмірі 1,7 млрд. Доларів США. І вже 16 вересня 2016 року НБУ отримав третій транш у розмірі 1 млрд. Доларів США за програмою EFF

Ефекти від надходження кредитних ресурсів до економіки України відображено на рис. 2.3



Рис. 2. 3.Оціночні результати щодо отримання кредитних ресурсів від МВФ*

*Складено автором самостійно на основі даних НБУ

Кредити МВФ спрямовані на те, щоб допомогти Україні відновити свою економіку та створити умови для самостійного розвитку після завершення програми.

Ресурси, отримані від МВФ, дозволили уряду та Національному банку утримати макроекономічну ситуацію під контролем, запобігти дефолту, а в умовах розвитку кризи в економіці дозволили не зменшувати фінансування соціальних видатків. Також програма МВФ стала сигналом для інвесторів, що допомогло зберегти рейтинги української та її цінних паперів на прийнятному рівні.

Продовження співпраці з МВФ має вирішальне значення для підтримання

здатності фінансувати дефіцит бюджету за рахунок порівняно дешевих позик від міжнародних фінансових установ, зокрема Світового банку та ЄС, які умови кредитування найкращі з точки зору вартості та терміни Також Європейська Комісія пов'язує співробітництво між Україною та МВФ із впровадженням своїх програм [58].

Співпраця з Міжнародним валютним фондом є важливою у зв'язку з необхідністю збереження іміджу країни, що підвищить його кредитний рейтинг на світових фінансових ринках, знизить відсоткові ставки за кредитами, збереже привабливість іноземних інвесторів.

Що стосується управління кредитами Світового банку, ми відзначаємо, що він складається з: Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародної фінансової корпорації. Міжнародна асоціація розвитку та багатосторонні агенції з гарантування інвестицій. Підписавшись на 10 908 акцій (0,7% від загальної суми) на загальну суму 1315,9 млн. США Україна стала членом Банку та отримала можливість надавати позики для проектів МБРР, що мають важливе значення для економіки країни за відносно низькими показниками [58].

Співпраця зі Світовим банком здійснюється на основі стратегії партнерства з Україною на 2012-2016 рр., Прийнятої у лютому 2012 р., Спрямованої на надання допомоги уряду у здійсненні програми економічних реформ та інтеграції з ЄС.

За роки співпраці Світовий банк затвердив для України 50 кредитів на загальну суму 10,1 млрд. Доларів. США, з яких 7,4 мільярда доларів було отримано. США. Значна частина цих коштів була кредитами на структурні перетворення та реформи фінансового сектору та подальший розвиток банківської системи.

10 березня 2014 р. Рада директорів Світового банку прийняла рішення про готовність надати додаткові кредитні ресурси для підтримки реформ в нашій державі у розмірі 3 млрд. Доларів. США.

В даний час реалізується 12 проектів, спрямованих на модернізацію

інфраструктури, зокрема проекти реабілітації гідроелектростанцій, передачі електричної енергії, розвитку міської інфраструктури, вдосконалення дорожнього руху та безпеки дорожнього руху, підвищення енергоефективності, в тому числі в секторі теплопостачання, розвиток міської інфраструктури, модернізація системи соціальної підтримки населення України, вдосконалення системи охорони здоров'я.

Одним із найбільших іноземних джерел довгострокового кредитування державного сектору економіки України є МБРР, який надає кредити лише за державними гарантіями. З часу вступу України до МБРР портфель поточних та остаточних проектів, що фінансуються за рахунок позик МБРР, складається з 19 проектів загальною сумою 2,830 млн. Дол. США. Відповідно до "Положення про порядок підготовки та реалізації проектів з розвитку української економіки за підтримки міжнародних фінансових установ" (затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 05.05.97 р. № 414) проекти поділяються на систему і інвестиції.

Системні проекти - це проекти, спрямовані на здійснення економічних реформ в Україні, в тому числі щодо реформування державного сектору, структурних та інституційних змін у секторах та секторах економіки. У той же час, фінансові ресурси, надані МФО для системних проектів, використовуються виключно для підтримки платіжного балансу та фінансування дефіциту державного бюджету та повертаються за рахунок коштів державного бюджету.

Міністерство фінансів України називає систематичні 6 проектів на суму 1 млн. Доларів США. США: реабілітаційний кредит - 500 мільйонів доларів США; проект розвитку підприємств - 310 млн дол США, у тому числі технічна складова - 10 млн .; проект структурної перебудови вугільної промисловості - 300 млн., в т.ч. інвестиційна частина кредиту - 70 млн. грн. проект структурної перебудови сільського господарства - 300 млн .; проект структурної перебудови фінансового сектора - 300 млн .; проект розвитку підприємства - II - 300 млн. грн. США [58].

Інвестиційні проекти – проекти розвитку окремих галузей та секторів

економіки, виробництво яких фінансується на основі самостійності та обов'язкового внутрішнього співфінансування.

У секції інвестиційних проектів МФО враховує всі інші проекти (позики). Вони включають 12 проектів загальною сумою 820 мільйонів доларів. США, в тому числі:

- 7 інвестиційних кредитів, які є самофінансуванням, вартістю 748,2 млн. Доларів. США в тому числі: проект розвитку насіння - 32 мільйони доларів США; Проект розвитку ринку електроенергії (два кредити) на загальну суму 317 млн. Дол. США; інвестиційна частина системного проекту (позики) для структурної перебудови вугільної промисловості - 70 млн. дол. США; Проект реабілітації гідроелектростанцій та управління в системі - 114 мільйонів доларів. США; Проект розвитку експорту (два кредити) - 60 мільйонів доларів США 15 мільйонів доларів США. бренди; Проект реабілітації та розширення тепlopостачання у Києві - 200 млн. Доларів. США; Проект енергозбереження в адміністративних та громадських будівлях міста Києва - 18,29 млн. Дол. США;

- 5 інституційних та інших позик повертаються з державного бюджету (у сумі 71,8 млн. Дол. США), у тому числі: проект інституційного розвитку - 27 млн. Дол. США; пілотний проект у сфері вугільної промисловості - \$ 15,8 млн. США; проект підтримки соціального захисту - 2,6 млн. дол США; Проект розвитку системи казначейства - 16,4 млн. Дол США; інвестиційна частина системного проекту (позики) для розвитку підприємств (для зміцнення державних структур) - 10 мільйонів доларів. США. [58].

Фактичне використання Україною позик МБРР у напрямках виглядає таким чином (рис. 2.4).

На початок 2016 р. Портфель проектів Світового банку в Україні складається з 12 інвестиційних проектів, сума яких складає близько 3,24 млрд дол. США.

Структура проектного портфелю Світового банку

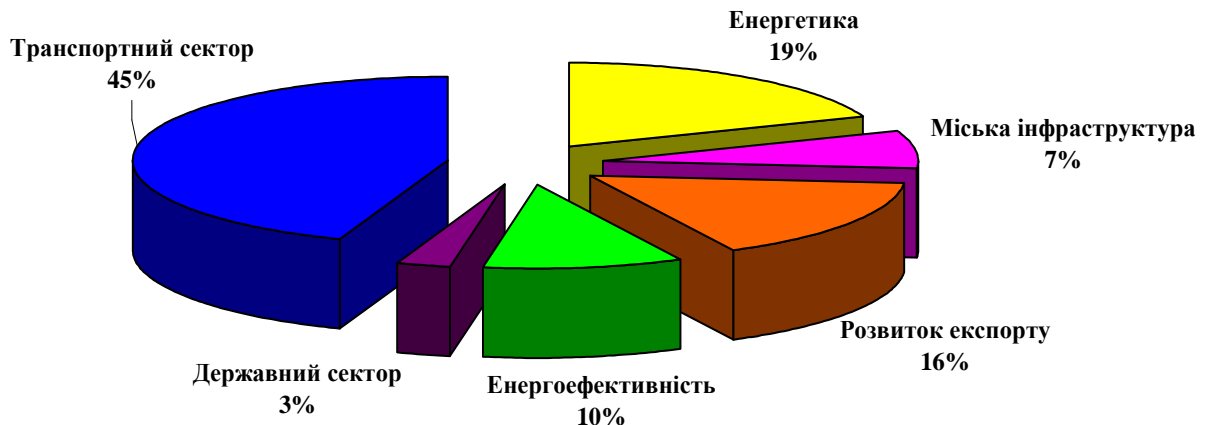


Рис. 2. 4. Структура проектного портфелю МБРР станом на початок 2016 р.[6]

На стадії впровадження існує 8 інвестиційних проектів на загальну суму близько 1.91 мільярда доларів. США, а саме:

1. "Реабілітація гідроелектростанцій", сума кредиту - 166 млн. Доларів. США;
2. "Другий проект розвитку експорту", сума кредиту - 304,5 млн. Доларів. США;
3. "Проект передачі електроенергії", сума кредиту становить 200 млн. Доларів США. США;
4. "Проект модернізації державних фінансів", сума кредиту - 50 мільйонів доларів. США;
5. "Розвиток міської інфраструктури в Україні", сума кредиту складає 140 мільйонів доларів США. США;
6. "Удосконалення автомобільних доріг та безпеки руху", сума кредиту - 400 мільйонів доларів. США;
7. "Проект з енергоефективності", сума кредиту становить 200 мільйонів доларів. США;
8. "Другий проект з удосконалення дороги та безпека руху" - сума кредиту становить 450 мільйонів доларів. США.

МБРР та ЄБРР - найбільші обсяги кредиторів в Україні після МВФ.

У 2016 році портфель проектів ЄБРР в Україні у державному секторі

складається з 12 проектів вартістю близько 2,14 млрд. Євро. (рис.2.5)

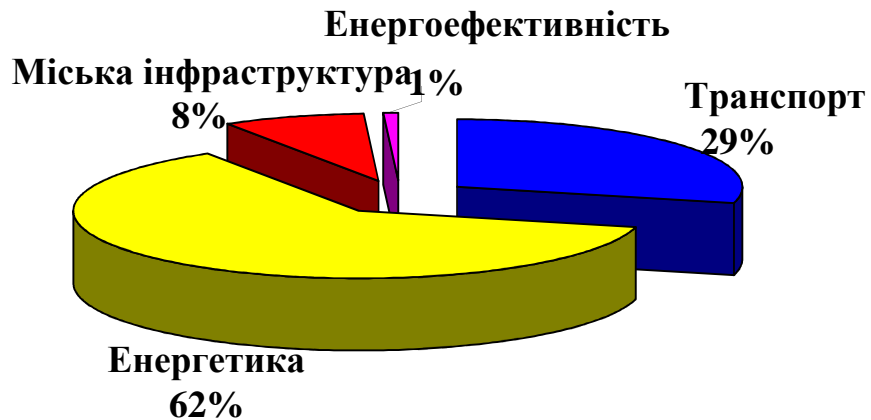


Рис. 2. 5. Структура проектного портфеля ЄБРР станом на початок 2016 р. [6]

На етапі реалізації існує 9 інвестиційних проектів вартістю 1,86 млрд. Євро, 7 проектів, укладених угод та 2 проектів, угоди у стадії вступу в силу.

Аудитори Рахункової палати встановили, що в 2014-2015 рр. Фактичні суми позикових коштів (внесених до спеціального фонду держбюджету) на всі проекти не відповідають планованим. У той же час і для гарантованих державою проектів, вибір коштів здійснювався з значними затримками. МБРР відзначив незадовільний стан реалізації спільних проектів з МБРР та повільний вибір коштів під час розгляду портфоліо проектів. Відзначено, що вибірка коштів в Україні нижче середнього в регіоні Європи та Середньої Азії [76].

Аналіз стану портфелів МБРР та ЄБРР у 2016 році показав, що вибірка залучених коштів практично не поліпшується, оскільки за перше півріччя цей показник для проектів МБРР становив 32% від запланованого за вказаний період, а для ЄБРР - лише 0,5%.

На підставі аналізу результатів перевірок проектів, фінансованих МФО, здійснених на 2015-2016 роки, невирішені проблеми з сучасним рівнем професіоналізму осіб, відповідальних за підготовку та реалізацію проектів, відсутність інституційної пам'яті про проекти у зміні відповідального персоналу залишаються невирішеними системними проблемами. інститути,

безпідставне планування діяльності в рамках проектів, як на етапі їх підготовки, так і під час впровадження. Крім того, характерним для проблем є також відсутність контролю відповідальних виконавців проектів та міжнародних фінансових організацій щодо діяльності консультантів, залучених до їх реалізації. Згідно з результатами перевірок реалізація проектів відповідальними виконавцями необґрунтовано передана зацікавленим консультантам, але угода не передбачає відповідальності за своєчасне та якісне виконання завдань, а також планування роботи і критерії оцінки ефективності їх діяльності [76].

Як результат, плата за послуги консультантів здійснюється в повному обсязі, навіть у випадку поганої роботи чи невиконання завдань (зокрема, проектів з розвитку міської інфраструктури, рівного доступу до якісної освіти та державної статистики). Таким чином, кредитний портфель МБРР в Україні залишається перевантаженим інституційною підтримкою виконавчих органів, які є найменш ефективними, але Україна не отримує очікуваного ефекту від інвестиційних проектів. Ефективність співпраці України з МФО у 2015-2016 роках не поліпшилася.

З проектів, що фінансуються за рахунок позик від МБРР та ЄБРР, ніхто не реалізується протягом термінів, вибірка фінансування значно відстає від графіка. Міністерство фінансів України демонструє негативний приклад реалізації проектів МФО. Зокрема, він не виконав своєчасно та ефективно проект "Розширення доступу до ринків фінансових послуг"; відповідно, очікувані результати його шестирічної реалізації не були отримані, і було отримано 133 мільйони доларів. США (87% позики) було скасовано. Прямі збитки від цього нереалізованого проекту у вигляді відсотків та комісій склали майже 10 млн. Грн. Із значними затримками впроваджується МФО та модернізація державних фінансів, причому лише 2% відсотків позик виділяються за два роки [76].

МФО не забезпечила належного та якісного виконання функцій представника позичальника кредитних коштів, зокрема, звітність уряду є

упередженим та неповним; насправді, він не розробив пропозицій щодо вирішення спільних проблем з МФО в 2016 році.

Основними недоліками в управлінні кредитами, наданими МБРР, є наступні основні положення.

В Україні функції взаємодії з міжнародними фінансовими організаціями, у тому числі МБРР, виконують: Управління міжнародного співробітництва, міждержавних відносин та зовнішньоекономічної політики Кабінету Міністрів України; Відділ взаємовідносин з міжнародними фінансовими установами та СНД Міністерства фінансів України; Департамент міжнародного розвитку та європейської інтеграції Міністерства економічного розвитку та торгівлі України (раніше Національне агентство України з питань розвитку та європейської інтеграції (НАУРЕ)).

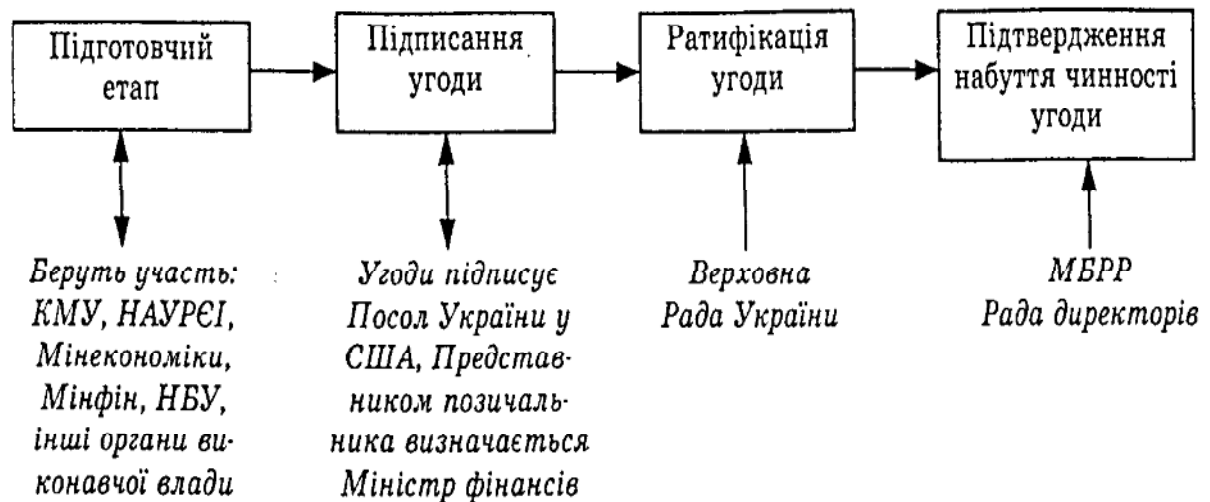
З підписання договорів до їх набрання чинності тривалий час, внаслідок чого втрачається значна частина пільгового періоду використання кредитів (термін кредитування 17-20 років, пільговий період, при якому тільки платежі на відсотки та комісійні – 5 шт.)

Таким чином, після підписання кредитної угоди про проект з розробки насіння до його ратифікації, минуло 9 місяців, проект розвитку експорту становив 7,5 місяців, проект реабілітації ГЕС – 7 місяців.

Проекти підтримки та реабілітації, а також розширення системи централізованого тепlopостачання Києва - 5 місяців. Надзвичайно тривалий час триває з моменту підписання Угоди між Україною та МБРР щодо прямого використання кредитів не лише через необхідність запровадження складних процедур, встановлених МБРР, але в основному через суттєві недоліки.

Такі затримки в реалізації проектів призводять до додаткових фінансових втрат державного бюджету, оскільки нарахування комісійних за резервування коштів позик, які фактично не використовуються, здійснюється через 60 днів після підписання кредитних угод. Для забезпечення координації та контролю за ходом підготовки і реалізації проектів МБРР передбачено створення Урядом Міжвідомчих робочих груп, до складу яких, як правило, входять відповідальні

особи Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі, Національного агентства розвитку та європейської інтеграції (до його ліквідації), інших відомств та організацій – отримувачів кредитів (рис. 2.6).



Також, на наш погляд, основними причинами неефективного використання коштів, запозичених у МФО, є:

- недосконалість нормативно-правової бази, що регулює бюджетні та процедурні аспекти запозичень з боку МФО;
- слабкість адміністративної системи, яка проявляється у відсутності реальної відповідальності за несвоєчасну та неадекватну реалізацію проектів, низьку якість процедур для ініціювання та планування проектів;
- Неадекватні механізми управління проектами через низький рівень кваліфікації персоналу команди проекту.

Відсутність належних результатів від реалізації проектів МФО також пояснюється невикористанням професійних систем управління проектами, відсутністю кваліфікованого персоналу, недосконалістю механізмів формування груп управління проектами та відсутністю законодавчої відповідальності за виконання обов'язків членів групи управління проектом.

На думку експертів Рахункової палати України, очікувані соціально-економічні наслідки реалізації проектів на сьогодні не очікуються внаслідок

таких факторів: відсутність співпраці з МФО з програмами дій уряду, відсутність ефективної системи моніторингу реалізації проектів, неналежне виконання Міністерством економічного розвитку та торгівлі, Міністерством фінансів та іншими відповідальними виконавцями їх завдань. Наприклад, Міністерство економічного розвитку та торгівлі - координатор роботи з підготовки та реалізації проектів, підтриманих МФО, не мав належного впливу на організацію структури портфеля проектів МФО та хід їх реалізації [76].

Основними причинами несвоєчасної та неповної реалізації проектів є погана організація їх підготовки та реалізації, відсутність ефективної системи моніторингу виконання, довгострокові процедури отримання кредитних угод, затримки у вирішенні питань закупівлі товарів, робіт та послуги, невиконання українськими сторонами податкових та митних питань та проектів співфінансування [45, с. 16].

Проблематичним аспектом управління кредитами МФО є також відсутність регуляторного регулювання, яке має забезпечити інтеграцію процедур залучення та використання міжнародної технічної допомоги (грантів) для програм розвитку розвитку проектів.

2.3. Аналіз структурних асиметрій державного боргу України

В Україні, як і в більшості інших країн, постійною практикою є здійснення рефінансування основної суми державного боргу за рахунок нових державних запозичень (рис. 2.7).

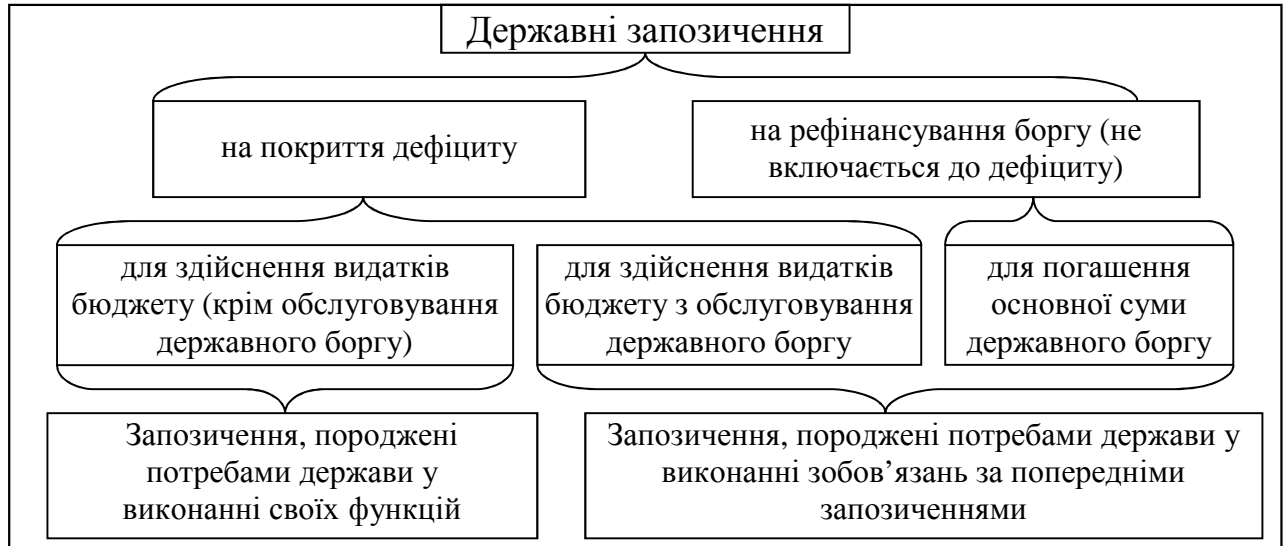


Рис. 2.7. Державні запозичення і відображення їх в державному бюджеті*

При цьому витрати на погашення державного боргу, на відміну від витрат на обслуговування, не включаються до видаткової частини бюджету. Загалом Бюджетним кодексом України визначено, що дефіцит державного бюджету не повинен перевищувати капітальних видатків [13]. Однак, використання надходжень до бюджету з певних джерел не закріплено за певними напрямками видатків², а величина дефіциту в більшості випадків залежить від політичних чинників та амбіцій влади щодо фінансування певних видів видатків, які мають як споживче, так і інвестиційне спрямування. З огляду на це, для цілей аналізу, можна робити припущення про те, що обслуговування державного боргу може здійснюватися за рахунок надходжень від нових запозичень. Погашення ж основної суми державного боргу за рахунок власних коштів державного бюджету є можливим у разі наявності його профіциту; такі витрати, на нашу

* Складено автором самостійно

² Тобто формально не визначено, що надходження бюджету від державних запозичень спрямовуються тільки на здійснення капітальних видатків.

думку, є апіорі прийнятними, оскільки наявність профіциту бюджету свідчить про те, що фінансування державою своїх функцій не буде обмеженим необхідністю виконання боргових зобов'язань. Враховуючи зазначене, до уваги доцільно приймати тільки рівень витрат на обслуговування державного боргу, а не рівень сукупних витрат і на обслуговування, і на погашення державного боргу.

Причини зростання рівня співвідношення витрат на обслуговування державного боргу до ВВП і до доходів державного бюджету, пов'язані з циклічністю економічного розвитку, слід розглядати через призму взаємозв'язку між державними запозиченнями і економічним зростанням. Загалом державні запозичення, збільшуючи можливості держави для нарощування своїх видатків, сприяють економічному зростанню двома каналами (рис. 2.8).

Перший з них полягає у створенні більших можливостей для зростання сукупної пропозиції у випадку спрямування запозичених коштів на капітальні видатки. За таких умов крива виробничих можливостей паралельно зсувається вправо через нарощування запасу капіталу та збільшення елементів інфраструктури. Другий канал забезпечує економічне зростання шляхом



Рис. 2. 8. Механізми впливу державних запозичень на економічне зростання [19, с. 35].

стимулювання сукупного попиту через збільшення державних витрат навіть, якщо вони спрямовуються на поточне споживання (відповідно до постулатів

кейнсіанської економічної теорії). Однак, при цьому слід враховувати можливу нееластичність сукупної пропозиції відносно змін у сукупному попиті, що призводитиме до стимулювання імпорту (у разі відкритої економіки та структури суспільного виробництва з низькою часткою виготовлення готового споживчого продукту) або розгортання інфляційних процесів (як результат збільшення грошової маси без адекватного зростання товарної).

Таким чином, здійснення державних запозичень має своїм наслідком для суспільства збільшення можливостей для економічного зростання. За інших рівних умов (в першу чергу, при незмінній податковій політиці) в такій ситуації зростатимуть доходи державного бюджету. При цьому існуватимуть передумови для зменшення відношення витрат на обслуговування державного боргу (які залишаються незмінними) до ВВП (який зростає) і до доходів державного бюджету (які також зростають).

Однак, приріст ВВП, стимульований державними позиками, має місце, як правило, після певного періоду часу. Тобто, державні запозичення сприяють економічному зростанню з часовим лагом [19, с.24]. З огляду на наявність такого часового лагу та беручи до уваги зв'язки між економічним зростанням, доходами державного бюджету і рівнем витрат на обслуговування державного боргу, можуть формуватися наступні ситуації:

– зростання рівня витрат на обслуговування державного боргу по відношенню до ВВП і доходів державного бюджету при незмінних або суттєво збільшених абсолютних сумах цих витрат за умов економічної рецесії та скорочення доходів державного бюджету або без таких внаслідок не скорочення або збільшення державних запозичень для забезпечення державою виконання своїх функцій та стимулювання економічного зростання (оскільки економічне зростання та зростання доходів державного бюджету наступить не відразу, а через деякий час);

– зменшення рівня витрат на обслуговування державного боргу по відношенню до ВВП і доходів державного бюджету при незмінних або суттєво зменшених абсолютних сумах цих витрат за умов економічного зростання та

збільшення доходів державного бюджету або без таких внаслідок не збільшення чи скорочення державних запозичень з огляду на відсутність необхідності в позичкових ресурсах (теперішнє економічне зростання може бути пов'язаним із запозиченнями в минулих періодах, в яких і обслуговування боргу було вищим) [19, с. 37].

Нарощування запозичень в кризові часи хоча і збільшує витрати на обслуговування державного боргу, однак одночасно збільшує фінансові можливості для виконання державних функцій та стимулювання економічного зростання (як через сукупну пропозицію, так і через сукупний попит). У зв'язку із зазначеним зростання витрат на обслуговування державного боргу під час рецесії є зазвичай виправданим та закономірним і не може розглядатися, як перевищення прийняттого рівня. Точніше, сам прийнятний рівень під час розгортання кризових явищ зростає. Аналогічно, суттєво зменшений рівень витрат на обслуговування державного боргу по відношенню до ВВП і до доходів бюджету під час економічного зростання не може розглядатися як максимально допустимий, а його перевищення можна вважати прийнятним.

Часто при аналізі витрат на обслуговування державного боргу здійснюють їх порівняння з дефіцитом державного бюджету. Вважається, що в такому випадку можна оцінити частку нових запозичень, які спрямовуються на обслуговування боргу за попередньо здійсненими запозиченнями, та, відповідно, зробити висновки про формування боргової піраміди чи спіралі. Моделювання різних ситуацій дозволяє зробити висновки, що одне і те ж співвідношення між витратами на обслуговування державного боргу і дефіцитом державного бюджету одночасно може свідчити про протилежно різні явища (тобто показник не є однозначним). Зокрема:

– перевищення дефіциту над обслуговуванням свідчить, що запозичення здійснюються як для фінансування функцій держави, так і для обслуговування державного боргу; при цьому або дефіцит є великим (що є негативним, можливо має місце економічна рецесія, скорочення доходів бюджету і зростання потреб у ресурсах), або обслуговування є маленьким (що є

позитивним, можливо має місце економічне зростання і потреби в позикових ресурсах немає);

– перевищення обслуговування над дефіцитом свідчить, що усі запозичення здійснюються тільки для виконання зобов'язань за державним боргом, крім того, частина витрат на обслуговування забезпечується власними доходами бюджету; при цьому або дефіцит є незначним (що є позитивним, можливо має місце економічне зростання і держава не збільшує витрати за рахунок дефіцитного фінансування) [19, с. 46].

– Внаслідок впливу світової фінансово-економічної кризи на національну економіку та значну потребу у додаткових фінансових ресурсах відбулося значне нагромадження державних боргових зобов'язань. Відтак, у наступних роках суттєва частина бюджетних коштів буде відволікатися на фінансування соціальних програм та проектів розвитку на виплату основної частини державного боргу та сплату відсотків за його обслуговування. Так, витрати державного бюджету на погашення державного боргу за 2016 р. становили 111,4 млрд. грн., в тому числі погашення державного внутрішнього боргу – 23,1 млрд. грн., погашення державного зовнішнього боргу – 13,2 млрд. грн. (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Витрати на погашення і обслуговування державних боргових зобов'язань,
млрд. грн.***

	2013	2014	2015	2016
Обслуговування:	37,1	48,2	85,2	95, 8
внутрішніх запозичень	22,3	34,1	55,2	62,3
зовнішніх запозичень	14,8	14,1	30,0	33,8
Погашення:	41,5	51,5	96, 9	111, 4
внутрішніх запозичень	21,4	37,9	64,2	75,2
зовнішніх запозичень	20,1	13,6	32,7	36,2

* Складено автором на основі даних [6].

Видатки державного бюджету з обслуговування державного зовнішнього боргу за 2016 р. становили 33,8 млрд. грн. Порівняно з 2013 р. видатки державного бюджету на обслуговування державного боргу зросли на 165 % або на 19 млрд. грн., що є наслідком неконтрольованого зростання рівня державного боргу.

Чисте фінансування державного бюджету за борговими операціями (перевищення надходження над погашенням) станом на 01.01.2016 р. становило 79,1 млрд. грн. (без врахування випуску ОВДП за спеціальним фондом для погашення заборгованості минулих років з відшкодування ПДВ відповідно до ст. 25 закону про бюджет в обсязі 16,4 млрд. грн. та на збільшення статутного капіталу Державної іпотечної установи відповідно до ст. 75 закону про бюджет в сумі 2 млрд. грн.), що знаходиться в межах визначеного граничного показника (83862,2 млн. гривень). У тому числі 59,4 млрд. грн. – чисте фінансування загального фонду державного бюджету за борговими операціями; 19,7 млрд. грн. – чисте фінансування спеціального фонду державного бюджету за борговими операціями (без врахування випуску ОВДП для погашення заборгованості минулих років з відшкодування ПДВ та на збільшення статутного капіталу Державної іпотечної установи).

Зростаючі абсолютні суми витрат на обслуговування державного боргу в умовах економічної рецесії знайшли своє відображення у зростанні відношення цих витрат до номінального ВВП (рис. 2.8). У зв'язку з цим та поруч із скороченням доходів державного бюджету в цей період можливості держави фінансувати свої функції у суспільстві скорочувалися. Внаслідок цього середній рівень витрат на обслуговування державного боргу у відношенні до ВВП протягом останніх двох років не може вважатися прийнятним. Друга половина 90-х років минулого століття характеризується зростанням відношення витрат на обслуговування боргу до ВВП, що передувало дефолту.

Ефективність політики зовнішніх державних запозичень і спроможність уряду своєчасно і повному обсязі виконувати боргові зобов'язання є співвідношення сукупних витрат з обслуговування й погашення державного

боргу до доходів бюджету. Після боргової кризи 1998 р., коли сумарні боргові виплати сягнули 71,4 % річного обсягу дохідної частини державного бюджету, здійснення упродовж 1999-2002 рр. реструктуризації боргових зобов'язань дозволило суттєво знизити боргове навантаження на Державний бюджет України [56]. Співвідношення витрат бюджету на погашення і обслуговування державного боргу і доходів загального фонду Державного бюджету поступово зменшувалося з 17,1% до 2,6 % упродовж 2013-2016 рр. Такі показники були суттєво меншими від граничного значення – 20%. Зменшення навантаження боргових виплат на Державний бюджет розширювало можливості уряду щодо фінансування бюджетних програм соціально-економічного спрямування. В 2015 р. і позитивні зміни даного показника було порушено і на кінець 2016 р. даний показник підвищився до 10 %. Перше за все, таке зростання спричинене виникненням у 2015 р. пікових платежів за зовнішніми зобов'язаннями, зменшенням дохідної частини Державного бюджету внаслідок впливу світової фінансової кризи та інше [51]. Проте, вже в 2013-2016 рр. за рахунок збільшення дохідної частини державного бюджету уряду вдалося досягти рівня за даним відносним показником.

Зважаючи на нижчий рівень номінальних відсоткових ставок за зовнішніми позиками, порівняно з внутрішніми, і розраховуючи на економію бюджетних коштів, що витрачаються на обслуговування боргу, у період 2013-2016 рр. уряд залучав позики переважно на міжнародних ринках капіталу та від МВФ.

В 2013 р. для залучення комерційних позик, уряд активізував внутрішні позичкові інструменти, внаслідок чого частка зовнішнього фінансування дефіциту бюджету знизилася до 34 % (табл. 2.4). В 2014 р., у результаті розширення співпраці з МФО, частка зовнішнього фінансування зросла і станом на кінець 2014 року досягла 48%, проте у 2016 році знову знизилась до рівня 33,7 (табл. 2.4). Із 81 млрд. грн. залучених у 2016 р. до державного бюджету, зовнішні позикові ресурси склали 53,2 млрд. грн., що утричі більше планового показника і в 9 разів більше, ніж у попередньому році. Проте

внутрішні джерела фінансування у цьому році займають левову частку, що апріорі є позитивним явищем. Проте, значна частина облігацій внутрішньої державної позики викуплена Національним банком, що, за своєю суттю, є прихованим емісійним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету і суперечить вимогам Бюджетного кодексу України [32].

Таблиця 2.4

**Динаміка боргових індикаторів, що впливають на фінансову безпеку
України, 2013-2016 рр.
(станом на кінець року)***

Показники	2013	2014	2015	2016
Погашення і обслуговування державного боргу, % ВВП	2,2	3,1	4,3	4,0
Погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу, % доходів бюджету	7,5	10,8	13,2	12,3
Погашення і обслуговування державного боргу, % експорту товарів і послуг	5,4	4,8	7,7	7,8
Частка зовнішніх запозичень у валовому позичковому фінансуванні дефіциту бюджету, %	34	48	43,6	33,7

Одним із важливих показників, що характеризує ефективність боргової політики країни та його здатності виконувати свої зобов'язання, є співвідношення виплат з погашення та обслуговування державного боргу до доходів та видатків загального фонду державного бюджету. Незважаючи на велику суму зобов'язань, у 2013-2016 рр. Уряд вжив ефективних заходів для обмеження зростання державного боргу та збільшення надходжень до бюджету, що дозволило зменшити співвідношення виплат за погашення та обслуговування державного боргу до загальний дохід бюджету до 2016 року становитиме 12,3% проти 13,2% на кінець 2015 року (рис. 2.9) [76].

Оцінюючи систему видатків на погашення та обслуговування державного боргу, було встановлено, що в Україні не існувало цілісної системи

* Розраховано автором на основі даних [6].

законодавчого забезпечення регулювання витрат на обслуговування та погашення державного боргу.

Порядок погашення державного боргу згідно чинного законодавства, як це передбачено Конституцією України, не встановлено, оскільки до цього часу закон про державний борг не був прийнятий.

Деякі положення стосовно витрат на обслуговування та погашення державного боргу вказані в ряді нормативних актів, суперечливі та не застосовуються в практиці планування бюджету.

Чинне законодавство не регулює порядок розпорядження грошовими коштами на управління державним боргом.

У процесі формування та затвердження Державного бюджету України не виконуються певні вимоги Бюджетного кодексу України, зокрема, для визначення показників фінансування бюджету за категоріями кредиторів або власників боргових зобов'язань.

За відсутності процедури обслуговування, погашення та управління державним боргом, встановлених чинним законодавством, ці операції регулюються нормативно-правовими актами Міністерства фінансів України, які не пройшли необхідну реєстрацію. Деякі положення цих документів суперечать Бюджетному кодексу України та іншим нормативно-правовим актам з питань бюджету.

Слід зазначити, що функції та повноваження Міністерства фінансів України та Казначейства України щодо державного боргу, як визначено в їх Положенні, не приведені у відповідність до норм Бюджетного кодексу України.

Висновки до розділу 2

Результати аналізу боргової політики України та системи боргового менеджменту дають підстави зробити такі висновки:

По-перше, до 2007 р. покращенню ситуації з державною заборгованістю сприяли стабілізація платіжного балансу України, проведення зваженої

бюджетно-податкової політики та перехід економіки на траєкторію стійкого економічного зростання. Проте у вказаний період все більшої гостроти набувала проблема некерованого нарощування зовнішніх боргів корпоративних позичальників України. У період 2008-2016 рр. в умовах посткризового періоду обсяг державного боргу продовжував стрімке зростання.

По-друге, високий рівень зовнішнього корпоративного боргу став одним із чинників порушення фінансової стабільності в Україні та падіння рівня національного виробництва на світових кредитних ринках.

По-третє, доведено, що проблемним аспектом управління позиками МФО є також прогалини нормативно-правового регулювання, яке має забезпечувати інтегрування процедур залучення і використання міжнародної технічної допомоги (грантів) до програм підготовки проектів розвитку.

По-четверте, у роботі аргументовано, що основними причинами несвоєчасного та неповного виконання проектів є незадовільна організація їх підготовки та реалізації, відсутність ефективної системи контролю за впровадженням, тривалі процедури набуття угодами про позики чинності, затримки з врегулюванням питань закупівлі товарів, робіт і послуг, не вирішення проблем податкового і митного характеру та співфінансування проектів українською стороною.

По-п'яте, встановлено, що зростаючі абсолютні суми витрат на обслуговування державного боргу в умовах економічної рецесії знайшли своє відображення у зростанні відношення цих витрат до номінального ВВП. У зв'язку з цим та поруч із скороченням доходів державного бюджету в цей період можливості держави фінансувати свої функції у суспільстві скорочувалися.

РОЗДІЛ 3

СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ МЕНЕДЖМЕНТУ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

3.1. Управління кредитним рейтингом як інструмент врегулювання державного боргу

Питання побудови кредитних рейтингів в сучасних умовах даний час є одним з найбільш актуальних у національній економіці. Підвищення уваги до даної проблеми обумовлено, перш за все, розвитком національного ринку позикових фінансових ресурсів.

Найчастіше для кредитора оцінка здатності позичальника виконувати свої зобов'язання є нерозв'язним завданням, так як він не володіє для цього необхідною інформацією. У такій ситуації кредитор потребує отримання відповідної інформації від незалежних суб'єктів, які професійно здійснюють цю оцінку. У країнах з розвинутою ринковою економікою в якості такої оцінки вже давно використовується кредитний рейтинг, який присвоюється спеціалізованими рейтинговими агентствами.

Огляд діяльності провідних світових рейтингових агентств, зокрема Standard and Poor's, Moody's, IBCA, SERM, Fitch показує, що поряд з кредитними рейтингами вони пропонують і інші рейтинги, проте в рамках даного дослідження ми будемо розглядати лише кредитні рейтинги [41]

Слід зазначити, що в сучасній практиці рейтингування не існує єдиного загальноприйнятого визначення «кредитного рейтингу». Так, на думку фахівців рейтингового агентства Standard and Poor's, кредитний рейтинг відображає думку даного агентства про загальну кредитоспроможність позичальника або ж про його кредитоспроможність щодо конкретного боргового цінного паперу або іншого фінансового зобов'язання. Рейтинг представляє собою висновок не тільки про здатність, але і про готовність позичальника своєчасно оплачувати зобов'язання».

Більшість рейтингових агентств розмежують кредитний рейтинг емітента і кредитний рейтинг емісії. Так, наприклад, кредитний рейтинг емітента, присвоєний агентством Standard and Poor's, – «це поточний висновок щодо здатності і готовності боржника виконувати свої фінансові зобов'язання. На відміну від останнього, кредитний рейтинг емітента не враховує характер і умови конкретного зобов'язання, його статус у разі банкрутства, гарантів, страховку та інші атрибути, характерні для такого інструменту»

Під кредитним рейтингом емісії фахівці Standard and Poor's, розуміють поточну оцінку кредитоспроможності емітента щодо конкретного фінансового зобов'язання, конкретного типу фінансових зобов'язань або конкретного фінансового проекту. Крім того, більшість рейтингових агентств розмежують короткостроковий і довгостроковий кредитні рейтинги емісії в залежності від терміну погашення боргового зобов'язання. Короткострокові кредитні рейтинги емісії присвоюються борговими зобов'язаннями, які були випущені з початковим терміном оплати 12 місяців або менше, а довгострокові кредитні рейтинги емісії – борговими зобов'язаннями з терміном погашення більше 12 місяців. Кредитний рейтинг емітента поділяють на короткостроковий та довгостроковий, однак чітко фіксовані терміни не вказуються. У загальному вигляді класифікація кредитних рейтингів може бути представлена наступним чином (3.1).



Рис. 3.1. Класифікація кредитних рейтингів [41]

Фахівці рейтингових агентств у своїй діяльності підкреслюють, що важливість і цінність кредитних рейтингів полягає в тому, що вони являють

собою інформацію для прийняття учасниками фінансових ринків різних економічних рішень. Так, за існуючими оцінками, в зарубіжних країнах близько 75% приватних інвесторів формують свої уподобання на базі відповідних рейтингів, для інституціональних інвесторів ця величина дорівнює 100%.

Крім того, відповідно до позиції фахівців Standard and Poog's, рейтинги часто використовуються в процесі прийняття пов'язаних з ризиками рішень за межами традиційних ринків капіталу. Банки, корпорації, уряди – всі вони використовують рейтинги в якості керівництва для вироблення рішень у таких сферах як торгові операції, свопові контракти, угоди на міжбанківському ринку, кореспондентські банківські відносини та інші види діяльності, пов'язані з ризиком контрагентів [37].

Оскільки основним завданням як економістів-теоретиків, так і економістів-практиків, є трансформація інформаційних потоків у формат, зручний для прийняття економічних рішень поза як завданням рейтингового агентства є забезпечення на основі комплексного аналізу незалежної та професійної оцінки здатності позичальника виконувати свої боргові зобов'язання та представити цей рейтинг у формі кредитного рейтингу в такому інформаційному форматі, таким чином що зовнішні користувачі кредитних рейтингів можуть взяти на їх основі необхідне економічне рішення [41]. Основні елементи процесу кредитного рейтингу представлені на рис. 3.2.

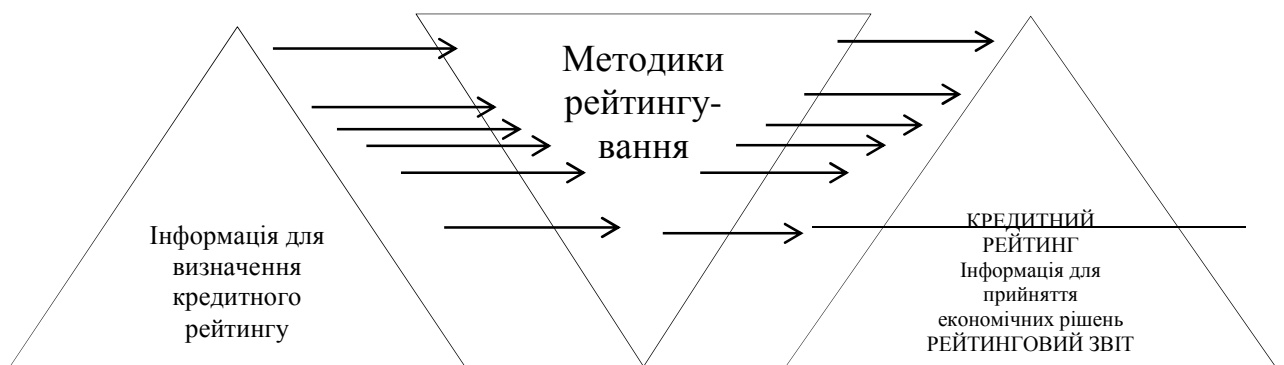


Рис. 3.2. Основні елементи процесу присвоєння кредитного рейтингу [41]

У контексті вищесказаного кредитний рейтинг є універсальним інструментом для оцінки кредитоспроможності позичальника, надійності його

боргових зобов'язань та встановлення плати за відповідний кредитний ризик. Це дозволяє інвесторам та партнерам декларувати їх кредитоспроможність, не розкриваючи конфіденційну інформацію, а також зробити відносини позичальника та інвестора максимально прозорими та ефективними. Високий рівень кредитного рейтингу підвищує шанси залучення ресурсів за більш низькою ставкою.

В Україні існує юридична вимога щодо обов'язкового обліку випуску облігацій з метою інформування потенційних інвесторів про ризики інвестування. Також за допомогою кредитних рейтингів також визначається рейтинг України за державним боргом.

Розмір державного боргу та його умови служби впливають на міжнародний імідж держави, оцінку його кредитоспроможності та, як наслідок, його кредитний рейтинг. Суверенний кредитний рейтинг, випущений країнами-емітентами боргу, являє собою систему умовних показників для оцінки здатності та готовності уряду погасити випущений борг у національній та іноземній валютах відповідно до умов їх випуску, тобто кредитний ризик країна видачі. Загальновизнаними серед міжнародних інвесторів, емітентів і регулюючих органів є рейтинг таких світових лідерів міжнародного рейтингового бізнесу, як «Fitch Ratings», «Standard & Poor's», «Rating and Investment Information, Inc.» та «Moody's Investors Service». Однак навіть такі авторитетні рейтингові агентства час від часу виступають із досить суб'єктивними оцінками, для пояснення яких немає очевидних підстав.

Рейтинги допомагають потенційним інвесторам швидко визначати найбільш привабливі активи на міжнародному ринку капіталів. У той же час формується адекватний попит та ціна боргових зобов'язань. Встановлена рентабельність на них обернено пропорційна вартості кредитного рейтингу. Уряд або компанія з низьким рейтингом, звичайно, мають шанс розмістити всю емісію облігацій, але якщо їм забезпечено достатню прибуток. Єдиним обмежувальним чинником для емітентів боргу з низьким кредитним рейтингом є відсутність консервативної інвестиційної політики серед потенційних

покупців інвесторів (пенсійних фондів, індивідуальних страхових та інвестиційних компаній). Перший кредитний рейтинг був опублікований в 1909 році в США. Її автором був Джон Муді (John Moody), який застосував методологію оцінки кредитоспроможності фірм, розроблена Dun і Bradstreet. Сьогодні рейтингове агентство Джон Муді є частиною компанії Dun and Bradstreet. Кредитні рейтинги цього агентства публікуються під назвою Moody's Investor Service (Moody's). Вони вважаються одним з найавторитетніших джерел актуальної інформації у світі. Основним конкурентом Moody's є Standard & Poor's (S & P). Також відомий за рейтингом американської компанії Fitch Investor Service (Fitch). У світі існує кілька національних агентств - Австралії, Канади, Японії, Франції, Малайзії та інших. Деякі з них (наприклад, французьке агентство) вже належать Standard and Poor's. Найвідоміші рейтингові агентства зазвичай оцінюють кредитоспроможність великих компаній у промисловості, торгівлі, транспорті та будівництві, комунікаційних службах, але іноді вони виконують замовлення від підприємств та таких конкретних сфер, як банківська справа, страхування. Проте основний обсяг цього ринку належить спеціалізованим установам: наприклад, AM Best Company – у страхуванні Thomson Bankwater – у банківській та фінансовій сферах [5].

В основі системи оцінки агентства є різні етикетки, які зазвичай базуються на перших чотирьох букв. S & P та Fitch використовуються для позначення підкласів від AA до CCK та від AA до C з відповідними символами «+» та «-», тоді як Moody's використовує позначення 1, 2, 3 для класів від «Aa» до «B». Більшість міжнародних капіталів інвестуються в облігації з рейтингом не нижче «A» або «BBB», що називаються інвестиційними порогами. Після рейтингової категорії зазначений прогноз, тобто напрямок зміни рейтингу у найближчі 2-3 роки («позитивний» – можливий ріст, «негативний» – прогнозоване зниження, «стабільний» – ні передбачені зміни). Здебільшого, рейтингові агентства повідомляють, що рейтинг може бути змінений найближчим часом - реєструючись у спеціальному списку: Credit Watch (S & P),

Under Review (Moody's) або Rating Watch (Fitch), інформування інвесторів про додатковий аналіз [5].

Для визначення суверенного кредитного рейтингу проведено оцінку політичних ризиків країни, структури економіки, гнучкості фіскальної та монетарної політики та кредитної історії (сукупність показників коливається від 30-50).

Методика рейтингових агенцій може суттєво відрізнятись одна від одної. Для України кредитні рейтинги боргових зобов'язань були визначені таким чином (табл. 3.1).

26 серпня 2017р. міжнародна агенція Moody's надала Україні наступні рейтинги: **Сaa2** – за довгостроковими урядовими облігаціями в національній та іноземній валюті та аналогічний – за довгостроковими банківськими депозитами.

Таблиця 3.1

Кредитні рейтинги (боргових зобов'язань) України*

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань у національній валюті		Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	короткострокові зобов'язання	Довгострокові зобов'язання	короткострокові зобов'язання		
«Fitch Ratings» (Fitch)	B-	B	B-	B	стабільний	10 липня 2017 – підвищення рейтингу
«Standard and Poor's» (S&P)	B+	B	BB-	B	стабільний	2017 рік - підвищення рейтингу
«Rating and Investment Information ,Inc.» (R&I)	B+	B+	-	-	стабільний	20 серпня 2017 – переглянуто прогноз та підтверджені рейтинг
«Moody's Investors Service» (Moody's)	Caa2	Caa2-	Caa2	Caa2	позитивний	26 серпня 2017 року-переглянуто прогноз та підтверджено рейтинг

*Побудовано на основі [37]

Бразилія, Гондурас, Нікарагуа та Румунія мають такий же рейтинг внутрішніх облігацій. Єврооблігації додає Парагвай, Туркменістан, до

довгострокових банківських депозитів - Туреччини та В'єтнаму. Вищі рейтинги доступні в 97 країнах, включаючи офшорні зони. Україна залишила лише 9 країн, зокрема, Аргентину, Індонезію та Молдову. Рейтинги державних облігацій в іноземній валюті сусідніх країн виглядають таким чином: Росія – «Va3» / стабільна, Польща «A2» / стабільна, Угорщина «A1» / стабільна [37].

Рейтингове агентство S & P в 2017 році змінило прогноз на довгострокові державні облігації України від «негативного» до «стабільного». Рейтингове значення залишається незмінним – «B». Це означає, що боргові зобов'язання українського уряду є більш вразливими перед несприятливими діловими, фінансовими та економічними умовами, але тепер є можливість їх реалізації. Монголія, Суринам, Острови Кука мають подібну оцінку.

Наприкінці жовтня 2016 р. JP Morgan представила прогноз щодо зниження привабливості українських єврооблігацій. JP Morgan Chase Investment Bank вважає, що нестабільна політична та економічна ситуація в Україні зменшить привабливість українських єврооблігацій та знизить їх прогноз від «ринку» до «низького». Назва звіту про результати досліджень JP Morgan говорить про себе «Україна: міжнародна ізоляція та фіскально незрозуміла» [36].

В умовах нестабільної політичної ситуації та слабкої фіскальної дисципліни також підкреслюється Merrill Lynch, що також знизило прогноз щодо внутрішньодержавних єврооблігацій. Серед причин «негативного» прогнозу є зростання загальної кількості державних облігацій та їх використання для покриття дефіциту бюджету. Тобто залучені кошти будуть значною мірою використані для споживачів, а не для інвестицій.

Зниження кредитного рейтингу в спекулятивній категорії (це рейтинг України) свідчить про збільшення ризику не повернення інвестицій. Для України це може означати погіршення умов залучення ресурсів на світові ринки капіталу (насамперед – підвищення ставок та вимог щодо додаткових гарантій). Крім того, за наявності певного договору – зробити дострокові платежі або автоматично збільшувати процентні ставки [40].

Рівень рейтингу країни – це показник ризику інвестування в економіку та довіру до нього з боку зовнішнього світу. У той же час міжнародні рейтинги компаній в цій країні не можуть перевищувати власний рейтинг країни. Завжди можливо, що в майбутньому в країні можуть виникнути проблеми зі своєчасним виконанням своїх зобов'язань. Зменшення рейтингу вказує на те, що ця ймовірність зростає.

Оскільки ризики зростають, вартість нових запозичень для країни зростає, а існуюче обслуговування боргів стає дорожче. У агентствах «Великої трійки» рішення про скорочення нещодавно було прийнято після ретельного зважування, включаючи політичні ризики, а також перспективи економіки, принаймні протягом наступних шести місяців. На спекулятивному рівні існує ще два агентства з «трех» – Standard and Poor's та Fitch Ratings (на рівні B) [54]. Подальше зниження може лише призвести до поглиблення макроекономічних проблем. Як правило, скорочення міжнародного кредитного рейтингу – це реакція рейтингових агентств на погіршення платоспроможності суверена та посилення страхових ризиків. У цьому випадку рейтинг є інструментом, який відображає думку агентства щодо платоспроможності суверена [54]. У той же час на це впливає загальна економічна та політична ситуація, важливі події та угоди для країни, законодавство та багато інших факторів.

Інвестори часто вважають зниження кредитних рейтингів негативним сигналом. В той же час чутливість до різних країн може бути зовсім іншою, а також рівнями рейтингу. Необхідно зрозуміти причини зміни рейтингів, а також роль країни у світовій економіці (на світових фінансових ринках) [14].

Рейтинг, як правило, співвідноситься з доходністю державних цінних паперів (зворотна кореляція), тобто зменшення може призвести до збільшення вартості запозичень (табл.2.10).

Низький рейтинг – причина високої вартості запозичень для уряду України. Найчастіше низький суверенний рейтинг обумовлений не об'єктивним аналізом, а формується на асиметричності економічної інформації. При цьому

низькі рейтинги дають міжнародним інвесторам можливість ринковим спекулянтам отримувати високі прибутки на державних цінних паперах з високою прибутковістю, яка у 2016 р. становила 8,3% річних (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

**Вплив кредитного рейтингу на показники фінансової стійкості
держави (за оцінками МВФ), 2016р.***

Країна	Відношення державного боргу до ВВП	Дефіцит/профіцит бюджету, % до ВВП	Динаміка реального ВВП	Кредитний рейтинг від агенції Moody's	Вартість CDS, базисних пунктів	Частка державного боргу номінована в іноземній валюті	Кількість дефолтів у післявоєнний час
Білорусь	37.27%	0.27%	17.00%	B3	921.60	54.86%	3
Естонія	5.69%	-0.68%	-3.70%	A1	115.93	0.30%	0
Латвія	39.09%	-4.91%	-11.75%	Baa3	261.95	82.00%	0
Литва	40.93%	-6.10%	-6.69%	Baa1	235.03	87.90%	0
Молдова	22.54%	-3.03%	10.88%	B3	921.60	64.11%	0
Польща	55.68%	-5.91%	13.11%	A2	211.25	22.39%	1
Росія	8.37%	-1.91%	4.32%	Baa1	216.88	62.72%	4
Румунія	34.22%	-4.92%	-4.48%	Baa3	400.69	60.10%	0
Словаччина	47.08%	-6.41%	4.81%	A2	227.66	0.30%	0
Угорщина	76.25%	-1.95%	-4.01%	Ba1	497.82	47.10%	0
Україна	35.88%	-4.36%	-3.88%	Saa2	837.82	63.28%	4

*Розраховано на основі [60]

Причиною низьких кредитних рейтингів за борговими зобов'язаннями може бути низький рівень боргової стійкості. Так, провідні рейтингові агенції аналізуючи виплати за борговими зобов'язаннями у 2017 р., а також оцінюючи ризики рефінансування боргу, зазначимо, що у поточному році припадають пікові виплати за зовнішнім боргом, третю частину якого займають виплати МВФ. Зокрема впродовж року уряду треба погасити потрібно погасити 5,6 млрд. дол. США основної суми заборгованості перед МВФ. Окрім погашення кредитів МВФ Україні необхідно погасити кредит сформований внаслідок розміщення єврооблігацій.

Здатність країни рефінансувати даний випуск шляхом нової емісії єврооблігацій не викликає сумнівів. Близько 1 млрд. дол. США потрібно буде виплатити впродовж року в якості процентних платежів, причому більше 10%

даного обсягу вже виплачено кредиторам. Інші виплати за зовнішнім боргом України невеликі за своїми обсягами і в цілому складають близько 0,6 млрд. дол. США [60].

Щодо ОВДП, варто зазначити, що в 2016 р. уряду необхідно виплатити 1,9 млрд. грн. основної суми і ще 16,4 млрд. гривень процентних платежів. До обсягів погашень 2016 р. можливо буде належати і реалізація пут-опціону випуск ОВДП на суму 530 млн. дол. США, який забезпечений, тобто може бути пред'явлений до дострокового погашення в цьому році. Для порівняння: у 2014 році МФУ зміг залучити від розміщення валютних ОВДП близько 3 млрд. дол. США. Кошти на виплату процентних платежів вже передбачені у видатках державного бюджету. Майже половина цього обсягу 5,6 млрд. США припадає на виплати МВФ, які будуть або рефінансовані новим кредитом, або погашені за рахунок резервів НБУ. Тимчасової графік погашення зручний: виплати по валютних ОВДП зосереджені в основному у другому півріччі, а пікова виплата в обсязі 1 млрд. дол. США (єврооблігації) припадає на червень [60]. Сьогодні кожна десята зібрана в казну гривня йде на платежі з обслуговування боргів. По-друге, останнім часом активізувалося надання державних гарантій під запозичення, які в разі неналежного контролю можуть перетворитися в борги держави. По-третє, державний сектор в широкому сенсі, включаючи НАК «Нафтогаз України» і Пенсійного фонду, залишається дефіцитним, що обумовлює подальше нарощування боргового навантаження. Істотна частина залучених запозичень направляється на фінансування бюджетного дефіциту. У 2012 р. на підтримку платіжного балансу було витрачено понад 4 млрд. дол. США золотовалютних резервів, а 3 млрд. дол. США – на погашення заборгованості перед МВФ. Очевидно, що одночасно погашати зовнішні борги і підтримувати платіжний баланс інтервенціями в довгостроковій перспективі неможливо. Якщо суверенний уряд в поточному році так і не домовиться про нові позики МВФ, то резерви НБУ можуть скоротитися до 15-18 млрд. дол. США [60]. Одночасно погашати зовнішні борги і підтримувати платіжний баланс інтервенціями в довгостроковій перспективі неможливо. Як показав

досвід останніх років, зростання державного боргу не дає відчутного мультиплікативного ефекту для розвитку економіки. Численні запозичення не змогли вивести інвестиційну активність в країні на обсяги, необхідні для активного репродуктивного розвитку економіки: вага інвестицій у ВВП країни так і залишилася нижче 20%.

Таким чином, як показав комплексний аналіз кредитного рейтингу боргових зобов'язань України з'ясовано, що суверенний кредитний рейтинг має прямий зв'язок із премією за ризик боргових зобов'язань уряду України та борговою стійкістю, а відтак фінансовою безпекою України.

3.2. Сучасні інструменти та методи боргового менеджменту в забезпеченні фінансової безпеки держави

У світовій практиці дієвим засобом оптимізації структури державного боргу вважається проведення активних операцій з боргом. Активне управління боргом являє собою комплекс організаційно-фінансових заходів, які вживаються поряд із регулярним випуском боргових зобов'язань і обслуговуванням боргу, з метою досягнення цілей управління державним боргом. Такі заходи включають здійснення дострокових викупів внутрішніх і зовнішніх зобов'язань уряду на фінансовому ринку, свопових операцій, проведення операцій з деривативами, ін.

Серед країн, які проводять операції активного управління портфелями боргових зобов'язань доцільно скористатися досвідом проведення таких операцій в Швеції і Новій Зеландії. Зокрема, дані країни проводять активні операції виключно з тією частиною своїх боргових зобов'язань, яка виражена в євро. Досвід проведення активних операцій у Новій Зеландії переконує, що в умовах коли існують тимчасові відхилення від оптимальних цін, зростає ймовірність вилучення максимальних вигод від використання тактичних трейдингових операцій. Такі операції дозволяють суб'єктам управління боргом

розвивати і підтримувати навички аналізу, прийняття рішень в умовах невизначеності, сприяють проведенню переговорних процесів і успішного укладання угод про позики [74].

В Україні, поруч із значними обсягами державного боргу, занепокоєння викликає недосконала його структура, передусім – високі валютні ризики. Валютні ризики можуть бути зменшені в довгостроковій перспективі шляхом розвитку внутрішнього фінансового ринку і стимулювання внутрішніх заощаджень, що, в свою чергу, сприятиме розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів та зменшенню залежності держави від ризикованих запозичень в іноземній валюті. Розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів є також необхідним з огляду на домінування короткострокових внутрішніх запозичень (до одного року), які створюють значні ризики рефінансування боргу, та з огляду на необхідність зменшення вартості внутрішніх запозичень [76].

Одним з напрямків розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів є випуск нових видів інструментів державної позики, що визначено Концепцією розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів затвердженої розпорядженням Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р [77]. При її реалізації доцільно розглянути можливість емісії державних цінних паперів, індексованих до темпів інфляції. Нормальною практикою є уникнення ризиків, які можуть виникнути у зв'язку з державними запозиченнями, в тому числі інфляційних ризиків. Проте в умовах стрибкоподібних коливань курсів валют та за необхідності здійснювати середньострокові запозичення доцільною емісією облігацій, індексованих до інфляції. Це дозволяє, з одного боку, задовольнити потреби інвесторів, що в ситуації невизначеності потребують гнучких інструментів, та відповідно збільшити попит на державні боргові цінні папери. З іншого боку, крім задоволення потреб у фінансових ресурсах, держава має можливість зменшення ризиків державного боргу, оскільки при стабілізації національної валюти, спаданні напруженості на фінансових ринках, коли інфляція та відсоткові

ставки знижуватимуться, індексовані до рівня інфляції цінні папери дають можливість знизити відповідні виплати за державним боргом.

За інших умов, коли прогноз рівня інфляції передбачає стабільну тенденцію до зростання, використання таких цінних паперів повинно підлягати додатковому аналізу. Крім того, випуск державою індексованих облігацій може бути фактором формування позитивних очікувань на ринку щодо гальмування інфляційних процесів у майбутньому, оскільки вони є свідченням незацікавленості держави у збереженні високо інфляційного середовища, а тому ступінь довіри до економічної та грошово-кредитної політики держави зростає.

Основним мотивом попиту інвесторів на індексовані до темпів інфляції цінні папери є можливість збереження реальної вартості вкладених коштів. Індексовані до рівня інфляції цінні папери захищають від інфляційного ризику не тільки інвесторів (кредиторів), а й можуть захистити їх емітента. Зокрема, позичальник при емісії таких боргових зобов'язань, з одного боку, несе фіксовані реальні витрати, а з іншого, у разі наявності в нього доходів, що залежать від рівня цін, отримує джерела для компенсації своїх збільшених внаслідок інфляції номінальних витрат. Держава також відноситься до таких позичальників, оскільки рівень надходжень від деяких податків залежить від рівня цін (зокрема, від податку на додану вартість, певних видів акцизного збору і ввізного мита). З іншого боку, особливістю держави, як емітента індексованого боргу, є те, що вона може здійснювати вплив на джерело ризику інфляційних паперів. Зокрема, за допомогою проведення відповідної макроекономічної і монетарної політики [39].

Найприйнятнішим для держави і для інвесторів з точки зору збереження реальної вартості грошей і простоти розрахунків є перший з розглянутих механізмів індексації. Слід також зазначити, що у зв'язку з тим, що цей механізм повністю усуває фактор інфляційних очікувань в ціноутворенні, відсоткова ставка, що пропонуватиметься учасникам аукціонів, відобразить реальну вартість грошей для держави. При випуску індексованих до інфляції

облігацій доцільно також зважати на наслідки інфляції, що впливають на управління державним боргом (рис. 3.3). На перший погляд для держави в цілях економії бюджетних коштів значна інфляція є вигідною. Проте в кінцевому підсумку вона матиме ряд дуже негативних наслідків, які в першу чергу проявлятимуться в падінні валового внутрішнього продукту та, як наслідок, в зменшенні доходів державного бюджету (як реальних, так і номінальних). Останнє ж буде фактором зростання потреб у здійсненні державних запозичень та відсутності грошових коштів необхідним обсягом для виконання зобов'язань за державним боргом.

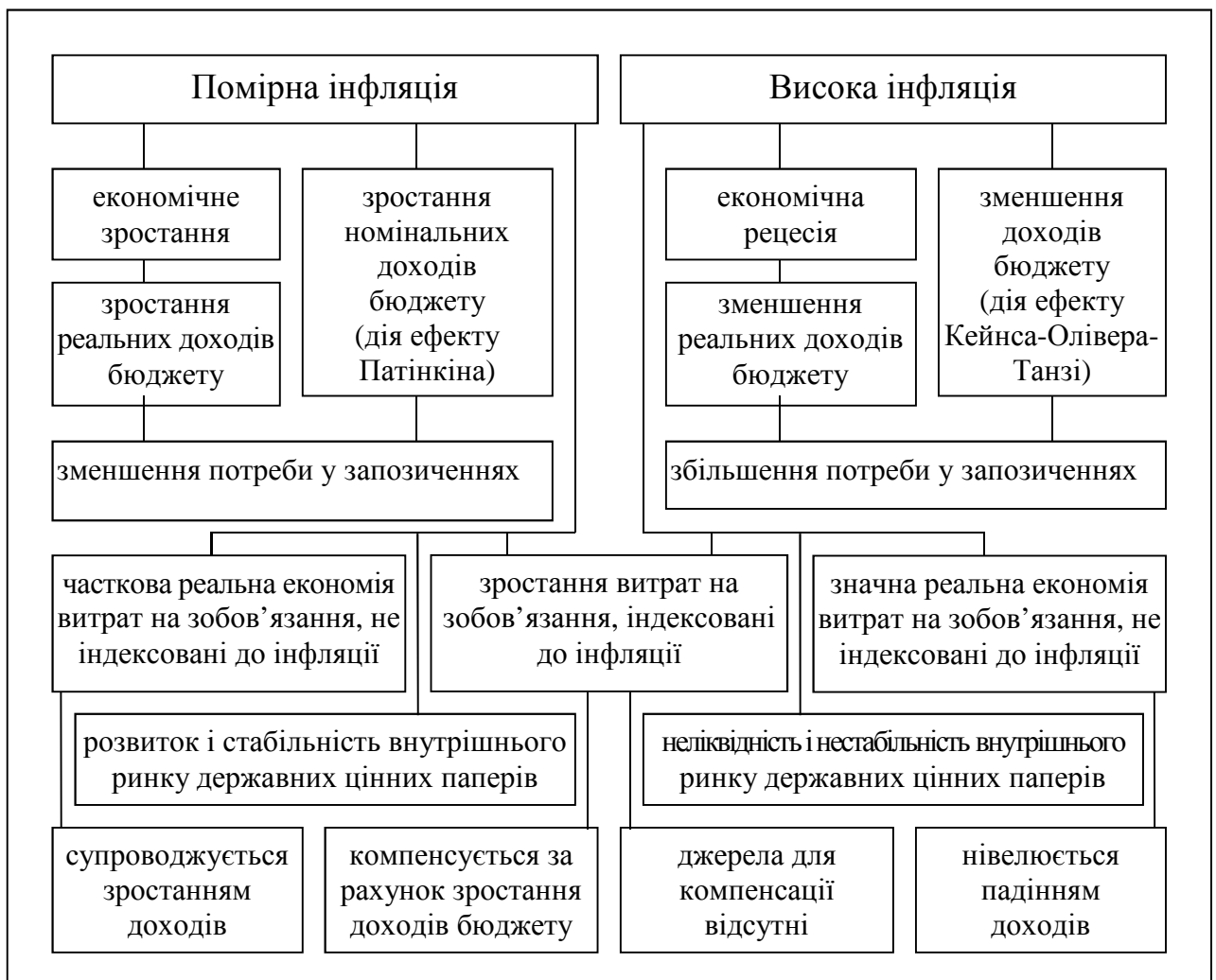


Рис. 3.3. Наслідки інфляції для управління державним боргом [39]

Описані міркування підтверджуються також існуванням так званих ефекту Патінкіна і ефекту Кейнса-Олівера-Танзі. Перший з них полягає в тому, що реальні видатки бюджету при інфляції стають нижчими (державою

отримується реальна економія коштів) і номінальні доходи зростають, а другий – під час зростання інфляції реальні податкові надходження зменшуються внаслідок затримки платниками податків своїх платежів до бюджету з метою отримання ними реальної економії коштів, через що дефіцит бюджету зростає (зменшуються доходи бюджету і зростає потреба в запозиченнях). Федосов В. і Гладченко Л. вказують, що «... при гіперінфляції ефект Кейнса-Олівера-Танзі домінує над ефектом Патінкіна, а при помірних темпах інфляції – навпаки» [36].

Окремо слід звернути увагу на можливість запровадження операцій зі зворотного викупу державних цінних паперів на ринкових умовах. В розвинутих країнах вони використовуються для зниження ризиків рефінансування боргу шляхом зменшення зобов'язань, які мають бути виконані у певному періоді [33]. Це здійснюється з метою згладжування піків боргових платежів.

Зворотний викуп, фінансований за рахунок нових випусків, є доцільним для зменшення відсоткових платежів та платежів основної суми боргу. В Україні зворотний викуп може слугувати також засобом зменшення суми державного боргу у разі перевищення його граничної межі, визначеної законом про державний бюджет.

Зворотний викуп полягає в проведенні емітентом операції із купівлі випущеного ним боргового цінного паперу за ринковою ціною. Формами зворотного викупу є «остаточна купівля» («outright purchase»), зворотний аукціон («reverse auction») і конверсія облігацій («bond conversion») [39]. Остаточна купівля проводиться шляхом безпосереднього укладання урядом договорів з учасниками ринку. При цьому уряд може визначати рівень дохідності, за яким він здійснить викуп, а учасники ринку пропонують обсяг облігацій, який вони готові продати за визначеною урядом дохідністю («coupon purchase»). З іншого боку, уряд може визначити обсяг облігацій, що викупуються, а дохідність викупу узгоджуватиметься в договорі з контрагентом («reverse tap purchase»). Зворотний аукціон проводиться

аналогічно, як і звичайний, але його об'єктом є не продаж облігацій, а їх купівля.

Міністерством фінансів з точки зору незбільшення ризиків рефінансування допустимий розмір платежів розцінюється на рівні 2,5 млрд. грн. Існування пікового платежу в певному періоді є небезпечним з огляду на існування значних ризиків зростання відсоткових ставок за державними облігаціями, які розміщуються напередодні пікового платежу. Адже учасники ринку (інвестори в державні цінні папери) усвідомлюють безвихідність держави в частині необхідності залучення коштів за будь-якою ціною – тому, переслідуючи мету отримання додаткових прибутків, штучно завищують пропоновані ними на аукціонах ставки дохідності. Наслідком цього є понесення державним бюджетом додаткових витрат на обслуговування державного боргу.

Вирішенням ситуації, яка склалася, може бути здійснення поступового дострокового погашення облігацій внутрішньої державної позики на фінансовому ринку (обсягом близько 3,2 млрд. грн.), термін погашення яких припадає на вересень 2016 р. Такий зворотній викуп слід здійснювати за рахунок коштів, отриманих від розміщення цінних паперів у місяцях, що передують вересню 2016 р., причому з такими термінами погашення, які не створюватимуть подібних пікових навантажень у майбутньому. При здійсненні такого дострокового погашення у кінцевому підсумку сума державного боргу на кінець 2016 р. не збільшиться у зв'язку з тим, що нові запозичення будуть спрямовані на погашення існуючих зобов'язань .

Розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, на нашу думку, може сприяти запровадження можливостей для торгівлі на вторинному ринку не тільки облігаціями, а окремо номіналом облігації і купонами як дисконтними (безкупонними) цінними паперами. Декомпозиція елементів облігації збільшить ліквідність ринку державних цінних паперів та сприятиме зростанню попиту на них. Це пов'язано з тим, що фінансові установи отримують більше можливостей для диверсифікації своїх інвестицій в розрізі термінів розміщення коштів, а також отримують можливості розміщувати кошти на не

стандартизовані строки, що дозволить краще управляти термінами надходження і витрачання ними фінансових ресурсів. Проте для запровадження такого інструменту необхідно створити цілу низку передумов, включаючи проведення аналізу готовності ринку та емітента до його запровадження, розроблення нормативно-правового забезпечення, створення технічних можливостей.

Поруч із зазначеним для підвищення попиту на державні облігації вважаємо за доцільне перейти до реалізації заходів щодо розміщення коштів єдиного казначейського рахунку, зокрема, шляхом проведення операцій зворотного репо з державними цінними паперами. Нормативно-правова основа для проведення таких операцій готується щорічно, проте рішення щодо безпосереднього їх проведення не приймалися.

На сьогодні проблемою запровадження операцій репо і системи первинних дилерів є фактична відсутність достатньої кількості учасників ринку, причиною чого є вузькість споживчих якостей державних цінних паперів. Зацікавленість у державних цінних паперах з боку потенційних інвесторів є низькою також через непрозорий та неринковий механізм ціноутворення, результатом чого на ринку наразі є обмежена кількість учасників – державні банки, Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, кілька комерційних банків з іноземними інвестиціями, активність яких є доволі низькою [39].

Для активізації внутрішнього ринку державних цінних паперів, зростання його ліквідності, збільшення кількості гравців було вжито наступні заходи:

- 1) запроваджено ринкове ціноутворення для державних цінних паперів. Оскільки державні цінні папери є свого роду орієнтиром (еталоном) для встановлення дохідності за корпоративними запозиченнями, ринкове ціноутворення для державних цінних паперів є важливим елементом для функціонування на ринковій основі фондового ринку України в цілому;

- 2) запроваджено проведення регулярних розміщень державних цінних паперів у ліквідних обсягах на принципах прозорості, передбачуваності,

простоти із встановленням обов'язкового мінімального обсягу розміщення;

3) здійснюється розширення бази інвесторів шляхом пропозиції широкого спектру інструментів достатньої ліквідності, зокрема, здійснено випуск казначейських зобов'язань для населення та заплановано запровадження індексованих та амортизаційних цінних паперів;

4) створено нормативно-правову основу для запровадження операцій репо як фінансового інструменту широкого спектру використання.

Проблемою на рівні підходу до питання проведення операцій репо є неузгодженість позицій головних учасників ринку (МФУ, НБУ та первинних дилерів) щодо того, який тип операцій репо насправді необхідний на українському ринку.

Первинні дилери потребують так званого «пасивного» репо, через яке вони можуть отримати доступ до додаткової ліквідності від НБУ (або МФУ), використовуючи державні цінні папери у якості застави. Насправді ця «гарантована» ліквідність і є попередньою умовою зацікавленості банків у набутті статусу первинного дилера.

Інший механізм репо – активний (з точки зору банків), завдяки якому вони мали б можливість отримати цінні папери для цілей маркет-мейкінгу, тобто позичання цінних паперів, у якому гроші виступають заставою. Це дало б підтримку первинним дилерам у випадку, коли вони не мають у власному портфелі цінних паперів, які вони котирували на вторинному ринку. Безперечно, доступність операцій активного репо для ширшого кола учасників ринку збільшило б обсяги торгів за рахунок збільшення активності фондових спекулянтів, що за нормальних ринкових умов слугує значним поштовхом для активізації ринку. Проте для зменшення ризиків такий тип репо повинен бути доступним лише для первинних дилерів зі встановленням загального ліміту (для певного виду цінних паперів) або для одного учасника (однаковий для всіх) [39].

Третій тип репо – так званий «репо ліквідності» розроблено для цілей управління грошовими потоками. Він широко використовується в управлінні

боргом у країнах ОЕСР. Наприклад, борговим офісом Угорщини він використовується для задоволення потреб ліквідності ЄКР.

У відповідності до міжнародної практики до категорії операцій репо (repurchase agreement), що входять до більш широкого класу «операцій на поворотній основі» (reverse transactions) відносяться:

- власне угоди репо (прямого та зворотного) – repo та reverse repo;
- угоди продажу зі зворотним викупом (купівлі зі зворотнім продажем) – sell/buy-back (buy/sell-back);
- угоди зустрічного кредитування, або угоди кредитування під заставу цінних паперів – collateralized lending/loans (securities lending with a cash lending or cash lending against a pledged securities loan) [39].

Слід зазначити, що за методологією Банку міжнародних розрахунків (BIS) до операцій репо не відносяться широко розповсюджені операції кредитування цінними паперами, у яких забезпеченням виступають інші цінні папери, а також операції кредитування під заставу цінних паперів. Проте у відповідності до класифікації Європейського центрального банку останні відносяться до операцій на зворотній основі, тому у даному дослідженні вони також віднесені до зазначеної категорії операцій.

З економічної точки зору ці операції є різновидами забезпечених кредитів: грошових під заставу цінних паперів (або кредитів з цінними паперами під заставу грошових активів), тобто їх загальною рисою є передача цінних паперів в обмін на отримання грошових активів з подальшим зворотнім обміном. Відрізняються ці операції лише за правовою формою їх здійснення, ключове значення у визначенні яких є момент переходу права власності на цінні папери, що використовуються в операції репо. Умови класичного репо, що застосовуються у більшості розвинених країн, передбачають перехід права власності на цінні папери з дати здійснення першої частини угоди, що дає кредитору право користування протягом часу дії угоди зазначеними цінними паперами на власний розсуд, тобто створює можливість отримання додаткового доходу кредитором за рахунок різниці ставок або доступу кредитора на інші

фінансові ринки. Разом з іншими, ця властивість класичних операцій репо робить дуже привабливими для учасників розвинених фінансових ринків.

Проте у багатьох країнах, у тому числі Україні, право користування позичальником отриманими у заставу цінними паперами суттєво обмежене, оскільки за чинним законодавством зазначені цінні папери блокуються на рахунку позичальника до моменту повернення ним коштів на рахунок кредитора.

Загалом вибір правової форми операцій репо визначається специфікою національного законодавства та звичаями, що встановилися у ділових фінансових колах конкретної країни. При цьому важливу, а часто і вирішальну роль операцій репо забезпечують саме властивості забезпеченості. Базовим активом для проведення операцій репо, як правило, виступають державні цінні папери, які також є одним із найрозповсюдженіших базових активів і на міжбанківському ринку репо [39].

Наслідком особливої природи строкових операцій є високий рівень ризику, пов'язаний з коливанням ринкової вартості цінних паперів, складністю її визначення при укладанні строкових угод, відсутністю цілком достовірної інформації про фінансовий стан контрагента за строковими угодами тощо.

З одного боку, угоди репо належать до відносно ризикових угод, оскільки часто результат їх виконання залежить від обставин, що складуться на ринку і можуть вплинути на фінансовий стан однієї із сторін. З іншого – угоди репо носять відносно низький рівень ризику, тому що в забезпечення надається визначений обсяг цінних паперів, які у випадку невиконання контрагентом умов угоди переходять у власність та розпорядження іншої сторони.

Основними ризиками під час укладання угод зворотного репо є кредитний та ринковий ризику, а також ризик рефінансування.

Кредитний ризик реалізується у випадку відмови контрагента викупити цінні папери, які були в забезпеченні. В такому випадку право власності на цінні папери переходить до іншої сторони, яка може їх реалізувати на ринку. Якщо ринкова ціна відповідає ціні, визначеній в угоді репо, то фактично

наслідки кредитного ризику зводяться до нуля. Проте, внаслідок різниці в часі між моментом укладання угоди репо та моментом її завершення, виникає ймовірність виникнення різниці між визначеною в угоді вартістю цінних паперів, які надходять в забезпечення, і їх ринковою вартістю. В такому випадку кредитний ризик трансформується в ринковий, основним фактором, який спричиняє його, є не кредитоспроможність контрагента, а невідповідність ціни, визначеної угодою репо, ринковій ціні. Відповідно до чинного законодавства у разі невиконання контрагентом зобов'язань за угодою репо цінні папери повинні бути достроково погашені. За такої ситуації можливе виникнення ризику рефінансування, коли за відсутності вільних коштів державного бюджету Міністерство фінансів повинне здійснювати нові випуски державних цінних паперів з метою отримання фінансових ресурсів для погашення цінних паперів, що знаходились в забезпеченні, за вищою ціною ніж визначена в договорі. Таким чином, Мінфін понесе додаткові втрати державного бюджету [39].

Враховуючи специфіку проведення операцій репо, з метою мінімізації впливу того чи іншого ризику при укладанні угод репо, необхідно застосовувати низку засобів, а саме:

- Визначення переліку банків (контрагентів) уповноважених для укладання угод репо. Згідно із чинним законодавством визначення контрагентів здійснюється за результатами відкритого конкурсного відбору, який проводиться Мінфіном у встановленому ним порядку. При цьому, важливим аспектом є встановлення чітких критеріїв показників фінансової діяльності контрагентів для відбору. Наприклад, для банківських установ необхідно застосовувати вимогу щодо дотримання протягом останніх трьох років встановлених Національним банком України обов'язкових економічних нормативів. Крім цього, доцільним є встановлення Національним банком додаткової норми для обов'язкових резервів банків з врахуванням ризиків проведення операцій репо, мінімізуючи тим самим ризик виникнення неспроможності банку виконати свої зобов'язання за угодами репо, застосувати

норму стосовно примусового списання таких резервів на користь державного бюджету.

▪ Встановлення ліміту на одного контрагента (загальний обсяг цінних паперів певного контрагента та зобов'язань за договорами репо). Така норма важлива у випадку неспроможності контрагента виконати зобов'язання за угодою репо. Велика частка одного контрагента у загальному обсязі проведених операцій репо підвищує ризик до неприйнятної для Мінфіну рівня. Укладаючи угоди репо з різними контрагентами Міністерство застрахує себе від втрат внаслідок нестабільності ринку або ж погіршення фінансового стану окремо кожного контрагента. Диверсифікація практично зведе до мінімуму кредитний ризик, тобто фактична величина впливу індивідуального ризику за кожним окремим контрагентом несуттєво впливатиме на загальну вигоду (втрату) від проведення операцій репо. В такому випадку, важливим залишається саме величина системного ризику. Тому, важливо оцінювати якою мірою мінливість фінансового стану різних контрагентів з точки зору направленості в одному й тому ж напрямку за несприятливої економічної ситуації може завдати значних збитків державі. Проте, слід зауважити, що надмірна диверсифікація може спричинити негативний ефект через ускладнення здійснення якісного управління проведенням операцій репо; ймовірність укладання угод з недостатньо надійними і фінансово стабільними банками; зростання витрат, пов'язаних із додатковим пошуком прийнятних для диверсифікації банків (витрати на моніторинг, попередній аналіз, оцінювання наслідків тощо); зростання питомих операційних витрат під час укладання угод репо з малим обсягом цінних паперів тощо. Такі додаткові витрати не дадуть очікуваного результату, оскільки ймовірність зростання вигоди випереджальними темпами порівняно зі значними додатковими витратами через надмірну диверсифікацію є малою. Таким чином, ефективність диверсифікації полягає у тому, що завдяки здійсненню операцій репо з оптимальною кількістю банків Міністерство може регулювати величину впливу ризику таких операцій.

- Визначення строків проведення операцій репо здійснюється в координації з Національним банком з врахуванням залишків коштів на єдиному казначейському рахунку, помісячного розподілу доходів та видатків державного бюджету. Така норма забезпечить безперешкодне здійснення видатків державного бюджету. Крім цього, враховуючи особливості здійснення казначейського обліку, дія угод репо повинна закінчуватись до 25 грудня року, в якому укладались такі угоди.

- Встановлення дисконту на цінні папери. Величина дисконту може зазначатись в заявці на укладанні угоди репо або ж визначатись, виходячи з умов, визначених заявкою. Відповідно до чинного законодавства сума угоди репо визначається Мінфіном для кожної угоди окремо як обсяг коштів єдиного казначейського рахунку, що розміщується за угодою репо, збільшений на 5–25 відсотків (залежно від строку погашення цінних паперів, що будуть предметом договору, та поточної дохідності розміщення цінних паперів), а також доходу, обчисленого на основі ставки дохідності розміщення коштів єдиного казначейського рахунку. Кількість цінних паперів розраховується шляхом ділення суми договору на номінальну вартість одного цінного папера. Таким чином, Міністерство страхує себе від втрат зміни ринкової ціни на цінні папери, які були в забезпеченні.

- Наявність в угоді умови, яка передбачає можливість вимоги обов'язкового внесення контрагентом «margin-call» (вимога на внесення додаткового забезпечення та/або переоцінка наявних в забезпеченні державних цінних паперів). Крім цього, контрагенту може пропонуватись дострокове погашення операції. Така норма може застосовуватись в разі погіршення загального стану економіки і передбачення події дефолту, зокрема контрагента. В такому випадку Мінфін може вимагати переоцінки цінних паперів або дострокового завершення угоди. Якщо в угоді репо визначено мінімальний рівень значення дисконту, можливим є обов'язкова вимога на здійснення контрагентом компенсаційного внеску в розмірі перевищення мінімального рівня дисконту поточного рівня цін на цінні папери, які знаходяться в

забезпеченні. Таким чином, відбувається компенсація відхилення ціни на цінні папери, які знаходяться в забезпеченні, нижче зазначеного в угоді рівня. Така компенсація може бути здійснена також у формі депозиту, відкритого на користь Мінфіну в банку, на який нараховуватимуться відсотки, еквівалентні дохідності за операціями репо. Крім цього, можливе використання гарантій третьої сторони, яка відкриває в банку гарантійний депозит під відсотки відповідно до укладеної угоди репо, який одночасно є заставою виконання зобов'язань банку перед Мінфіном за угодою репо [39].

Зазначений перелік заходів не можна розглядати відокремлено, системний підхід до врахування ризиків та їх запобігання при укладанні угод репо дасть можливість уникнути небажаних втрат і отримати додаткові доходи для державного бюджету або зекономити бюджетні кошти, що свідчитиме про ефективність та прозорість проведення державної політики використання коштів державного бюджету, зокрема тимчасово вільних фінансових ресурсів.

Доводиться констатувати, що в Україні не прийнято нормативно-правові акти, які деталізують повноваження МФУ щодо здійснення ринкових операцій дострокового викупу і погашення зовнішнього боргу, конверсії боргу на інвестиції та інші фінансові активи, сек'юритизації боргу, ін.

Щодо зовнішніх боргових зобов'язань, то операції дострокового викупу на вторинному ринку, сек'юритизації існуючих зобов'язань і свопів стримуються високими адміністративними витратами на їх проведення та нормативними бар'єрами. За відсутності положення про можливість дострокового викупу в умовах випуску облігацій, які обертаються на ринку, провести такий викуп уряду доволі складно. Більш реальні можливості існують для проведення дострокового погашення боргів офіційним кредиторам, як двостороннім, так і багатостороннім. Однак, в умовах високих відсоткових ставок і нестабільного доступу Уряду на міжнародний ринок капіталу проводити достроковий викуп зовнішнього державного боргу – економічно не доцільно.

Встановлено, що для приведення стратегії управління зовнішнім

державним боргом в Україні у відповідність із сучасними міжнародними стандартами, зокрема, стандартами Європейського Союзу, необхідні:

- оптимізація механізму регулювання структури та умов експортно-імпортової діяльності, а також забезпечення першочергового розвитку експортного виробництва високотехнологічних товарів і товарів із високим ступенем переробки;

- створення чіткої системи пріоритетів розвитку експортного потенціалу з обґрунтуванням напрямів національної спеціалізації;

- удосконалення механізму планування видатків на основі встановлення пріоритетності державних програм і посилення контролю за використанням державних коштів;

- скасування соціально невиправданих і економічно необґрунтованих пільг, оптимізація державного бюджету в частині фінансування соціальних програм, коригування їх розміру з урахуванням не лише дедалі більших потреб, а й можливостей країни;

- вирішення проблеми державного дефіциту шляхом оптимізації й раціоналізації видаткової політики, подальшого зростання доходної частини бюджету та ін.

- підвищення ефективності співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями.

Зважаючи на вищевикладене, вважаємо, що у перспективі пріоритети у залученні зовнішніх позик та іноземних кредитів мають поступово переходити від уряду України до резидентів приватного сектору (при умові довгострокових умов запозичень); від офіційних позик МВФ – до приватних іноземних кредитів та прямих іноземних інвестицій. У ході дипломного дослідження нами встановлено, що акумуляція надмірного зовнішнього боргу не сприяла збільшенню інвестицій в національну економіку. У той же час емпіричні дослідження, а також досвід європейських країн засвідчив, що після перевищення критичного рівня – 40% ВВП зовнішня заборгованість загрожує фінансовою і економічною кризою.

Підвищенню кредитного рейтингу України, а відтак мінімізації ризиковості боргових зобов'язань та здешевленню їх вартості сприятимуть:

- забезпечення своєчасного і повного обслуговування зовнішніх боргів;
- встановлення ліміту надання державних гарантій на рівні 1,5% ВВП і забезпечити їх цільову спрямованість на інвестиції в інфраструктуру (дорожнє господарство, транспортний сектор, мережі водо- і газопостачання, тепло забезпечення, передачі і виробництва електроенергії), що гарантуватимуть фінансову окупність вкладень;
- запровадити нові інструменти на ринку внутрішніх запозичень (індексовані облігації, казначейські зобов'язання) з метою підвищення попиту на державні цінні папери й розширення кола потенційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів, фізичних осіб).

Для стабілізації ситуації в сфері державних фінансів, підвищення ефективності боргової політики та рівня боргової безпеки впродовж поточного року необхідно вжити наступних заходів.

1. Забезпечення подальшого виконання заходів програми в рамках Механізму розширеного фінансування України Міжнародним валютним фондом та зміцнення співпраці з іншими міжнародними фінансовими організаціями.

2. Вдосконалення боргової політики України та перехід до стратегічного управління державним боргом, що передбачає:

- вибір типу боргової політики відповідно до соціально- економічних умов та формування відповідних комплексних заходів щодо покращення ситуації. Враховуючи високий рівень боргового і податкового навантаження на економіку, високий рівень інфляції, в Україні (згідно класифікації МВФ) може застосовуватись тип боргової політики «фінансового придушення». Цей тип політики може бути успішним лише за активної співпраці Міністерства фінансів України та Національного банку України і суттєвого покращення умов кредитування суб'єктів економічної діяльності;

- вдосконалення інституційної складової та адаптацію світового досвіду

(впровадження рекомендацій з управління державним боргом, підготовлених МВФ спільно із Світовим банком тощо);

– експертну оцінку та подальше вдосконалення боргового нормативно-правового забезпечення сфери державного (місцевого) та гарантованого державою боргу з наближенням до міжнародних стандартів. Пропонуємо на законодавчому рівні уточнити, що державною (місцевою) гарантією забезпечується виконання не більше 80% обсягу боргового зобов'язання суб'єкта господарювання. Розмір гарантії, що надається суб'єкту господарювання, не перевищує величини, встановленої Законом України «Про Державний бюджет України» на відповідний рік. Також, уточнити положення щодо граничного обсягу державного (місцевого) боргу та державних (місцевих) гарантій, а саме: частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті, не повинна перевищувати 50 % від його загального обсягу.

3. Підвищення якості середньострокового економічного прогнозування та планування для формування та реалізації середньострокової фінансової політики України, оскільки складання надмірно оптимістичних макроекономічних прогнозів в умовах, що не виключають наявність політичного тиску, призводить до системних проблем в економіці. З цією метою, враховуючи досвід країн ЄС, доцільно розглянути можливості створення незалежної інституції – Національної агенції (бюро) прогнозування та планування із залученням до роботи ведучих експертів та профільних науковців. Прогнозування основних макроекономічних та бюджетних показників у двох незалежних центрах (орган виконавчої влади та зазначена агенція) дасть змогу отримувати більш реальні прогнози.

4. Посилення регулювання державного боргу в частині оптимізації співвідношення обсягів, структури, вартості та джерел його погашення шляхом законодавчого забезпечення еквівалентності бюджетно-податкових змін та запровадження боргових фіскальних правил як чинників оптимізації державних запозичень, зокрема, утримання балансу в емісійній діяльності та стягненні податків при нарощування боргу та збільшенні вартості його обслуговування.

Найбільш адаптивним для України є досвід постсоціалістичних країн ЄС, зокрема Польщі, Угорщини. Наприклад, у Польщі при перевищенні державним боргом рівня 55 % ВВП автоматично підвищується ставка ПДВ.

5. Забезпечення ефективності моніторингу корпоративної заборгованості та аналізу чинників впливу на збільшення її обсягу. З цією метою необхідно підвищити результативність фінансового управління державними компаніями та забезпечити суворий контроль з боку міністерств за цільовим спрямуванням і обґрунтованістю джерел погашення зовнішніх кредитів.

За рахунок пропонованих заходів ефективність боргового менеджменту та модернізація боргової політики в умовах встановлення стійкої тенденції до зниження боргового навантаження та його поступового наближення до економічно-безпечного рівня буде високою та результативною.

Висновки до розділу 3

На основі проведеного у третьому розділі дослідження стратегічних пріоритетів менеджменту боргових зобов'язань можна зробити наступні висновки щодо вдосконалення боргового менеджменту.

По-перше, боргова політика України повинна бути спрямована на досягнення боргової стійкості як такого стану обсягу і структури заборгованості, який дозволяє країні-позичальниці виконувати поточні і майбутні зобов'язання щодо її обслуговування, і виключає необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації заборгованості.

По-друге, з'ясовано, що рівень кредитного рейтингу країни – це вимірник ризику вкладень в економіку і довіри до неї з боку зовнішнього світу, оскільки рейтинг корелює з дохідністю суверенних цінних паперів (зворотна кореляція), а його зниження може призвести до зростання вартості запозичень, а відтак до

ризик рефінансування боргових зобов'язань.

По-третє, у роботі встановлено, що дієвим засобом оптимізації структури державного боргу є проведення активних операцій з боргом. Активне управління боргом передбачає комплекс організаційно-фінансових заходів, які застосовуються поряд із регулярним випуском боргових зобов'язань і обслуговуванням боргу, з метою досягнення цілей управління державним боргом. Такі заходи включають здійснення дострокових викупів внутрішніх і зовнішніх зобов'язань уряду на фінансовому ринку, проведення операцій з деривативами, ін.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Магістерська робота представляє теоретичне узагальнення концептуальних підходів, наукових гіпотез та сучасних теорій державного боргу в контексті світової фінансової думки, проведено комплексний емпіричний аналіз основних тенденцій формування та особливостей розвитку управління боргом в Україні, який послужила початковою теоретичною та аналітичною основою для нового рішення важливого та актуального науково-практичного завдання, яке відповідатиме національним інтересам та сприятиме стабільності боргу України. Основні науково-теоретичні та практичні результати дослідження полягають у наступному:

1. В умовах національної економіки, що характеризується політичною, економічною та фінансовою нестабільністю, державний борг можна розглядати як ефективний інструмент світових економічних відносин. У цьому випадку кількість не повинна переходити в негативну якість. За часів економічного спаду залучення державних позик перешкоджає різкому зниженню сукупного попиту, який повинен стабілізувати національну економіку; а також надає додаткові ресурси, які можуть стимулювати економічне зростання.

2. Надмірна заборгованість негативно впливає на соціально-економічний розвиток держави та її фінансову ситуацію, оскільки це призводить до передачі частини національного доходу за межі країни, погіршує проблеми з платіжним балансом, сприяє розвитку грошової та фінансової кризи, створює значну фінансову (а часто і політичну) залежність від країн-учасниць та міжнародних фінансових організацій, що негативно впливає на економічну безпеку країни та призводить до загострення залежності від критичної заборгованості.

3. Аналізуються наукові підходи до визначення основних класифікацій державного боргу з урахуванням особливостей формування та функціонування інституту державного запозичення.

4. Аналіз факторів державного боргу України показав, що на сучасному етапі його формування основними джерелами фінансування дефіциту державного бюджету є внутрішні та зовнішні запозичення. Використання цих джерел покриття призводить до наслідків витіснення та чистого експорту. - Було встановлено, що головним фактором, який спричиняє вплив переміщення в українській економіці, є рівень співвідношення внутрішнього боргу та заощаджень, а не обсяг внутрішніх запозичень, як це було припущено раніше. Аналіз показав наявність впливу чистого експорту, тобто державний борг України має сильний та зворотний вплив на обсяги чистого експорту. Використання таких підходів до статистичного аналізу внутрішніх та зовнішніх запозичень може визначити їх оптимальні обсяги та уникнути негативного впливу державного боргу на економіку.

Незважаючи на позитивні зміни в системі управління державним боргом та конвергенцію її відповідності міжнародним вимогам, виявлено ряд недоліків, які негативно впливають на ефективне управління борговими зобов'язаннями.

У аналітичному плані – комплексний аналіз проблем політики та управління боргом в контексті впливу на фінансову безпеку держави, що дало змогу зробити наступні узагальнення:

– політика формування та накопичення боргів, загалом, зводиться до «короткочасної тактики збору решти фінансової та бюджетної системи», і найбільш глибокою причиною виникнення державної заборгованості є зусилля уряду об'єднати дефіцит бюджетного фінансування з суворою грошово-кредитною політикою держави, спрямований на подолання інфляційних тенденцій. У результаті державні запозичення слугують показником фіскальної та монетарної політики, а не національними економічними цілями;

– накопичений державний борг характеризується ірраціональною та неринковою структурою. Це ускладнює управління, а неефективна система зовнішніх запозичень призводить до зміни тягаря обслуговування та погашення зовнішнього боргу перед платниками податків майбутніх поколінь.

Було виявлено, що показники боргу України чутливі не лише до перетворення умовних зобов'язань уряду в прямий державний борг, а й на вплив макроекономічних шоків: погіршення світових товарних ринків, постійна втрата доступу до міжнародного капіталу ринки, розкручування інфляційної спіралі, скандальна девальвація національної валюти.

На практиці для забезпечення фінансової безпеки держави недостатньо лише адміністрування боргу. Необхідно запровадити ефективне управління боргом, розробити та впровадити на практиці науково обґрунтовану стратегію боргу, яка відповідатиме стратегічним національним інтересам, основні напрямки якої мають бути спрямовані:

– у короткостроковій перспективі – запобігти фінансовій дестабілізації шляхом зменшення пікових виплат та пом'якшення боргового навантаження на бюджетні та золоті та валютні резерви та створення оптимальної схеми обслуговування г зовнішнього боргу за певний проміжок часу,

– у довгостроковій перспективі – уникнути односторонніх фінансових залежнень від окремих кредиторів та забезпечення стійкого економічного зростання шляхом мінімізації існуючого державного боргу та активації та оптимізації.