

Зовнішній державний борг України: особливості управління та обслуговування в сучасних умовах

(зовнішній борг)

Анотація

У структурі світової глобалізації сьогодні важлива роль належить саме глобалізації фінансового сектору, внаслідок якої відбувається об'єднання національних ринків капіталу в єдиний інвестиційний простір та зростають обсяги міжнародних фінансових потоків. В таких умовах сучасна економічна політика держави нерозривно пов'язана із залученням, обслуговуванням та погашенням державного боргу, в тому числі й зовнішнього.

Світова криза, спричинена поширенням пандемії Covid-19, стала черговим серйозним викликом для економіки України та загострила потребу у залученні додаткового фінансування, що, в свою чергу, активізувало проблеми проведення ефективної боргової політики, зокрема управління та обслуговування зовнішнього державного боргу. Тому метою даної наукової роботи є дослідження особливостей управління та обслуговування зовнішнього державного боргу та пов'язаних з ним наслідків в сучасних умовах розвитку економіки.

В ході виконання наукової роботи було проаналізовано підходи до сутності державного боргу, удосконалено механізм управління зовнішнім боргом, проведено ґрунтовний аналіз сучасного стану та тенденцій зовнішнього боргу. В контексті дослідження основних груп ризиків управління зовнішнім боргом було сформовано авторський підхід до визначення специфічних ризиків, що виникли в сучасних умовах розвитку, а також за допомогою кореляційно-регресійного аналізу оцінено взаємозв'язок між тенденціями зовнішнього боргу України та індикатором політичної стабільності.

В процесі виконання роботи використано такі методи дослідження: 1) табличний метод та метод графічного зображення; 2) аналізу та синтезу. Основу роботи складає метод наукового пізнання, а також методи аналізу та синтезу, методи узагальнення, пояснення та класифікації, статистичні прийоми групування, що використовуються в межах системного та комплексного підходу до вивчення теоретичних аспектів здійснення запозичень та управління ЗДБ.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	2
РОЗДІЛ 1.....	5
ЗОВНІШНЄ ДЕРЖАВНЕ БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ У СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ.....	5
1.1. Зовнішній державний борг в структурі сукупного державного боргу України.	5
1.2. Механізм формування та управління зовнішнім державним боргом.	8
1.3. Основні методичні підходи до оцінювання ефективності управління зовнішнім державним боргом.....	11
РОЗДІЛ 2.....	14
ПРАКТИКА КОМПЛЕКСНОГО ОЦІНЮВАННЯ СУЧАСНОГО СТАНУ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ.....	14
2.1. Діагностика макрофінансових детермінант та ефектів зовнішнього державного боргу України.	14
2.2. Аналіз сучасного стану та тенденцій зовнішнього державного боргу України.....	16
2.3. Міжнародні фінансові організації в системі боргової політики України.	20
РОЗДІЛ 3.....	23
ВЕКТОРИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ.....	23
3.1. Оцінювання ризиків як інструмент підвищення ефективності управління зовнішнім державним боргом	23
3.2. Розробка рекомендацій щодо підвищення ефективності управління та обслуговування зовнішнім державним боргом в Україні.....	26
ВИСНОВКИ.....	29
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ.....	31
ДОДАТКИ.....	34

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Вектор розвитку, який обрала Україна на довгострокову перспективу, передбачає побудову самодостатньої держави із високим рівнем соціально-економічного розвитку. Досягнення такої цілі передбачає розв'язання найбільш актуальних проблем економічного простору, важливе місце серед яких займає проблема управління та обслуговування державного боргу України. Світова криза, спричинена поширенням пандемії Covid-19, стала новим серйозним викликом для економіки України та загострила основні ризики подальшого розвитку держави. Зростання потреби у залученні додаткового фінансування, як і в попередні роки, активізувало проблеми проведення ефективної боргової політики, зокрема управління та обслуговування зовнішнього державного боргу.

Актуальність даного питання підтверджена великою кількістю наукових праць провідних вітчизняних та зарубіжних вчених. Серед таких можемо виділити здобутки Н. Слав'юк, В. Пинзеніка, А. Крисоватого, В. Сороченко, В. Заграй, С. Ляшенко, Д. Рікардо, Р. Барро, Дж. Кейнса, Д. Бьюкенена, Р. Девіса, А. Лернера, М. Карлберга, Ф. Модільяні, Ф. Фрідмана, Т. Вахненко, В. Геєця, В. Козюка, Н. Кравчук, Г. Кучер, В. Лісовенка, З. Луцишин та інших. Однак, різка зміна основних тенденцій ринку державних запозичень в умовах нової кризи, потребує ґрунтовного дослідження та побудови нових підходів до управління зовнішнім державним боргом у відповідності із сучасними викликами.

Мета і завдання дослідження. Метою наукової роботи є дослідження особливостей управління та обслуговування ЗДБ та пов'язаних з ним наслідків в сучасних умовах розвитку економіки. Досягнення поставленої мети досягається за допомогою виокремлення наступних завдань:

- визначити сутність ЗДБ, передумови виникнення та його місце у загальній структурі державної заборгованості;
- описати механізм управління та обслуговування ЗДБ;

- ідентифікувати основні методичні підходи до оцінювання ефективності управління ЗДБ;
- дослідити основні макроекономічні детермінанти ЗДБ;
- провести аналіз динаміки ЗДБ України;
- дослідити основні групи ризиків в системі управління ЗДБ;
- розробити практичні рекомендації щодо підвищення ефективності управління та обслуговування ЗДБ.

Об’єкт дослідження. Процес управління та обслуговування зовнішнього державного боргу України.

Предмет дослідження. Виступають теоретико-методичні та практичні аспекти управління ЗДБ України.

Методи дослідження. В процесі виконання роботи використано такі методи дослідження: 1) табличний метод та метод графічного зображення – для наочного представлення тенденцій та сучасного стану ЗДБ; 2) аналізу та синтезу – для обґрунтування теоретичних основ управління та обслуговування ЗДБ. Основу роботи складає метод наукового пізнання, а також методи узагальнення, пояснення та класифікації, статистичні прийоми групування, що використовуються в межах системного та комплексного підходу до вивчення теоретичних аспектів здійснення запозичень та управління ЗДБ.

Інформаційно-фактологічна база дослідження. Інформаційно-фактологічною базою дослідження є законодавство України, статистична інформація Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України; нормативні та звітні документи Міжнародного валютного фонду, дані Світового банку; результати наукових досліджень у сфері управління зовнішнім боргом.

Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна роботи полягає в тому, що:

удосконалено:

- сутність визначення управління зовнішнім боргом України, який відрізняється від існуючого тим, що враховує не лише досягнення

збалансованості бюджету, а також забезпечення приросту темпів розвитку національної економіки;

- підхід до визначення позитивних та негативних наслідків ЗДБ України, що, на відміну від існуючих, враховує зміни в реальному секторі економіки внаслідок здійснення конкретного виду запозичень, поведінку основних суб'єктів ринку запозичень, а також поточну економічну ситуацію в країні;

- оцінку взаємозв'язку між ЗДБ та індикатором політичної стабільності шляхом здійснення кореляційно-регресійного аналізу.

Набули подальшого розвитку:

- механізм управління зовнішнім боргом;
- класифікація груп ризиків у структурі управління ЗДБ, які у відповідності до сучасних тенденцій, вимагають виокремлення групи опосередкованих ризиків в контексті ризику поширення пандемії, військового та ризику невідповідності темпів зростання економіки до прогнозу;

- практичні заходи із підвищення управління ЗДБ України, такі як: проведення моніторингу на міжнародних ринках капіталу, котирувань національних облігацій на зовнішніх ринках, здійснення аналізу поведінки інвесторів щодо українських єврооблігацій, що дозволить побудувати виважену боргову політику, збільшити ефективність управління ЗДБ, а також забезпечити зростання боргової безпеки країни.

Апробація результатів дослідження. Роботи по даній тематиці представлено на Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективні рішення в економіці, фінансах та управлінні» (м. Одеса).

Структура та обсяг роботи. Наукова робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури та додатків. Загальний обсяг роботи без врахування списку використаної літератури та додатків складає 30 сторінок.

РОЗДІЛ 1

ЗОВНІШНЄ ДЕРЖАВНЕ БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ У СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ

1.1. Зовнішній державний борг в структурі сукупного державного боргу України.

Державний борг, як макроекономічний важіль, займає провідні позиції у регулюванні національної економіки. У історії економічної теорії сформувалися різні підходи до визначення сутності та ролі державного боргу. Так, представники концепції здорових фінансів вважали, що емісія коштів є одним із найефективніших способів фінансування дефіциту бюджету, в той час як державне боргове фінансування може слугувати лише альтернативним варіантом. Д. Рікардо вбачав перспективним джерелом надходжень ресурсів для фінансування потреб податковий канал та зазначав, що активна боргова політика має ряд негативних наслідків, зокрема таких, як: відтік капіталу, проїдання заощаджень, тощо. Повною протилежністю до даної концепції є кейнсіанський підхід, прихильники якого вважали, що відхід від боргового фінансування ускладнює процес стимулювання економічного розвитку держави[8].

В сучасних умовах міжнародний фінансовий капітал є невід'ємною складовою світової економічної системи, а особливу необхідність у зовнішньому фінансуванні мають країни, що знаходяться на шляху реформування політичного та економічного середовища.

Необхідність накопичення ЗДБ в Україні виникла майже одночасно із проголошенням незалежності та була спричинена високим рівнем бюджетного дефіциту, який вплинув на зростання заборгованості по виплаті заробітної плати, відсутність ресурсів на фінансування соціальної сфери, тощо [26]. Побудова активних кредитних відносин з окремими країнами, відсутність нормативної бази та відсутність ринку внутрішніх державних запозичень спричинили стрімке зростання ЗДБ України в перші роки незалежності. З 1995 р. Україна розпочала активну співпрацю з міжнародними фінансовими

інституціями, що лише загостило проблему зовнішнього боргу, який до кінця 2019 року становив 3,2 млрд дол. США [10].

Бюджетним кодексом України визначено, що державний борг – це загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення [7]. В науковій літературі сутність поняття «державний борг» досліджувалась більш глибоко. Підходи науковців до трактування цього поняття наведено в додатку А. На нашу думку, найбільш повно відображає зміст дефініції Вахненко Т. П., що визначає державний борг як суму фінансових зобов'язань загального сектора державного управління, що мають форму договірних стосовно внутрішніх і зовнішніх кредиторів, щодо відшкодування залучених коштів і виплати відсотків [8].

Окрім того, сутність державного боргу виявляється через основні функції, які він виконує: традиційно виділяють фіскальну та регулюючу. Зміст фіскальної функції проявляється у здатності державного боргу акумулювати до державного бюджету необхідний обсяг ресурсів для забезпечення видаткової частини. Функція регулювання полягає у можливості здійснювати коригування грошової маси в обігу за допомогою операцій із цінними паперами [26].

В структурі державного боргу виокремлюють зовнішній та внутрішній державний борг (див. додаток Г). Під державним зовнішнім боргом розуміють кредити від іноземних держав, іноземних фінансових установ і міжнародних фінансових організацій, що залучаються державою на підставі міжнародних договорів України [7]. Також, до ЗДБ відносяться облігації зовнішньої державної позики (далі - ОЗДП). Під ОЗДП слід розуміти державні боргові цінні папери, які розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу [30].

У додатку Б нами сформовано порівняльну таблицю позитивних та негативних наслідків державних запозичень у розрізі зовнішнього та внутрішнього боргу. Використання певного виду запозичень залежить від

багатьох чинників, серед яких можна виділити: розвиненість внутрішнього ринку державних запозичень, кредитний рейтинг країни, відносини із зовнішніми кредиторами, доступ до зовнішніх ринків, необхідний розмір запозичень, вартість та термін запозичень тощо.

Вітчизняний ринок внутрішніх державних запозичень почав активно виконувати покладені на нього функції відносно недавно, що характерно не лише для України, але і всіх країн, що розвиваються [31]. Динаміка внутрішніх державних запозичень за 2014-2020 рр. показує, що з кожним роком обсяги залучених ресурсів з допомогою облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) зростають. Так, якщо станом на 2014 р. обсяг внутрішніх державних запозичень становив 488,9 млрд. грн., то на кінець 2020 р. цей показник сягнув 934,63 млрд. грн. [27].

Важливо відмітити, що поведінка іноземних інвесторів на внутрішньому ринку має спільні характеристики в контексті впливу на економічні тенденції із зовнішнім боргом. Для того, щоб придбати ОВДП у національній валюті, нерезиденти повинні обміняти її, внаслідок чого відбувається притік іноземної валюти у країну. Відтак, можна прослідкувати певну закономірність: при кожному продажі великих пакетів ОВДП відбувається зміцнення курсу національної грошової одиниці відносно долара США. У 2019 р. надходження від продажу облігацій іноземним інвесторам стали одним з ключових факторів, який сприяв зростанню курсу гривні [17]. З іншої сторони, зменшення зацікавленості іноземних інвесторів у купівлі таких цінних паперів та їх бажання вивести власні кошти спричинить зворотній процес, який за одночасної дії інших негативних чинників може негативно вплинути на валютний курс та економічні процеси в країні [25].

Таким чином, можемо підсумувати, що виникнення державного боргу України було необхідною умовою початку розбудови державності. Сьогодні у науковій літературі не існує єдиного підходу до трактування сутності державного боргу, в т.ч. зовнішнього, а також їх позитивних та негативних наслідків. З огляду на це, нами було вдосконалено та запропоновано

грунтовний підхід до визначення позитивних та негативних наслідків ЗДБ в контексті порівняння із внутрішнім боргом.

1.2. Механізм формування та управління зовнішнім державним боргом.

Існування ЗДБ та його постійне зростання загострюють необхідність існування ефективної системи управління та обслуговування боргу з метою мінімізації негативного впливу на національну економіку. Ефективність боргової політики держави базується на дії єдиного механізму управління та обслуговування ЗДБ, розробленого у відповідності до сучасних вимог [21].

Сьогодні зменшення боргу та стимулювання економіки є загальними цілями більшості урядів розвинених економік світу, але досягнення цих цілей часто передбачає тактику, яка є взаємовиключною, а іноді й абсолютно суперечливою [4]. Україна в цьому плані не є виключенням.

Управління державним боргом в Україні здійснюється Міністерством фінансів України спільно з Кабінетом Міністрів України, Національним банком України та Державним казначейством України, які, відповідно до покладених функцій та повноважень несуть відповідальність за розробку та реалізацію ефективної боргової стратегії держави [5]. У листопаді 2019 р. було прийнято рішення про створення боргового агентства, яке було створено Постановою КМУ від 12.02.2020 р. № 127 «Про утворення Агентства з управління державним боргом України», однак до сьогодні не розпочало роботу [22].

Міністерство фінансів України, здійснюючи управління державним боргом, проводить оцінку поточного стану та динаміки державного боргу України, визначає цілі, завдання та заходи у середньостроковій перспективі з метою оптимізації структури державного боргу з точки зору співвідношення вартості обслуговування та ризиків при збереженні прийнятного рівня боргового навантаження. З цією метою Мінфін перейшов на систему середньострокового планування та формує середньострокові стратегії з управління державним боргом на 3 роки [24].

На нашу думку, такий підхід до управління та обслуговування державного боргу України є недостатньо ефективним. Імплементція якісно нових підходів до побудови механізму управління ЗДБ дозволить зменшити витрати на його обслуговування та збільшити позитивні ефекти для національної економіки.

У додатку П запропоновано авторський підхід до побудови механізму управління ЗДБ України. На нашу думку, виокремлення в структурі загального механізму таких складових, як залучення зовнішніх державних позик, використання та обслуговування та погашення боргу сприятимуть оптимізації структури державного боргу в цілому, а також досягненню позитивного ефекту на економічне зростання.

Механізм залучення ЗДБ є найважливішим етапом усієї системи, тому саме на цьому етапі важливо побудувати прогноз, який базується на основних показниках сучасного стану як державних фінансів, так і національної економіки, та не допустити хаотичного нагромадження зовнішнього боргу. Визначення цілей залучення та завдань, спрямованих на їх виконання, доречно проводити із точки зору бажаних ефектів на мікро- та макросередовище. Під мікроекономічними цілями ми можемо розглядати цілі фіскального характеру; натомість макроекономічні цілі передбачають орієнтацію на забезпечення економічного зростання та ефективного розподілу суспільних ресурсів [15].

Структура запозичень повинна враховувати не лише співвідношення між зовнішніми та внутрішніми запозиченнями, але і співвідношення зовнішніх позик за термінами погашення, видом відсоткової ставки, типом зовнішніх кредиторів. Оцінка ризиків на етапі залучення зовнішніх позик визначає успішність у майбутньому використання та погашення таких запозичень, тому детально це питання буде досліджено в 1 пункті 3 розділу.

Специфіка механізму використання залучених позик, на нашу думку, повинна включати в себе контроль за використанням ресурсів у відповідності із визначеними цілями та завданнями, а також оцінку ефективності їх використання. Особливо важливого значення даний етап набуває, коли цілями

залучення зовнішніх позик виступає фінансування інвестиційних проєктів. В процесі обслуговування та погашення ЗДБ механізм включає інституційне забезпечення та визначення методів обслуговування.

Не менш важливим елементом механізму управління ЗДБ виступають макроекономічні показники. Ми вважаємо, що в Україні управління ЗДБ на всіх етапах повинно бути узгодженим з системою управління макроекономічними показниками. Така необхідність зумовлена неможливістю розв'язання боргових проблем держави шляхом проведення політики управління ЗДБ. Необхідними складовими мають також стати зважена грошово-кредитна, податкова, валютна та бюджетна політика держави. Помірковані методи управління ЗДБ сприятимуть не тільки зростанню національної економіки, а й збалансованому розвитку фінансової системи в цілому. Наявність всіх вище перерахованих елементів зумовлюють необхідність проведення аналізу ефективності політики із управління ЗДБ. Такий аудит, як правило, має на меті аналіз співвідношення основних бюджетних й економічних показників, що дає змогу визначити сильні та слабкі сторони боргової політики держави.

Отже, підсумовуючи вище викладений матеріал, можемо дійти висновку, що наявність механізму управління та обслуговування ЗДБ є необхідно умовою ефективної боргової політики. На нашу думку, механізм, що використовується при побудові боргової політики України є недостатньо ефективним, оскільки не враховує всіх важливих етапів процесу управління та обслуговування ЗДБ. Таким чином, нами було запропоновано новий підхід до формування механізму управління та обслуговування ЗДБ, який ми умовно розділили на такі основні етапи, як: залучення зовнішніх державних позик, використання та обслуговування та погашення боргу. На наш погляд, такий підхід сприятиме розвитку ефективного планування зовнішніх запозичень, контролю ефективності їх використання та дозволить зменшити негативні ефекти від обслуговування та погашення ЗДБ.

1.3. Основні методичні підходи до оцінювання ефективності управління зовнішнім державним боргом.

Стан ЗДБ та його вплив на основні складові національної економіки є важливою детермінантою фінансової безпеки країни. Ефективне управління ЗДБ є невід'ємною складовою системи управління державними фінансами в цілому. Варто відзначити, що на сучасному етапі в Україні існує проблема як у сфері управління державними фінансами, так і у питаннях оцінювання ефективності управління ЗДБ [30].

У Бюджетному кодексі України під управлінням державним (місцевим) боргом визначено сукупність дій, пов'язаних зі здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням державного (місцевого) боргу, інших правочинів із державним (місцевим) боргом, що спрямовані на досягнення збалансованості бюджету й оптимізацію боргового навантаження [7]. На нашу думку, таке визначення має певні недоліки, оскільки базується лише на вирішенні проблем бюджетного дефіциту, а також не передбачає такого важливого елементу, як аудит ефективності результатів управління. Удосконаливши дане поняття, можемо узагальнити, що управління державним боргом являє собою систему цілеспрямованого впливу на формування, перерозподіл, обслуговування та погашення державних запозичень у відповідності із основними орієнтирами бюджетної та грошово-кредитної політики з метою досягнення збалансованості бюджету та забезпечення приросту темпів розвитку національної економіки.

У світовій практиці традиційно виділяють такі моделі управління ЗДБ: агентська, урядова та банківська [15]. За банківської моделі головна роль в управлінні боргом належить Центральному банку, а необхідною умовою її застосування є високий рівень незалежності банку. При урядовій моделі уповноваженим органом у питаннях управління ЗДБ є певна урядова установа (наприклад, Міністерство фінансів). Сутність агентської моделі полягає у створенні окремого структурного органу, на який покладаються функції із управління державним боргом країни. Незважаючи на існування різних

моделей управління державних боргом, сьогодні ми не можемо стверджувати, що виключне застосування однієї моделі можливе в контексті забезпечення ефективної боргової політики в Україні.

Міністерство фінансів України є органом, що уповноважений здійснювати заходи із підвищення ефективності управління державним боргом України. Виконуючи поставлені завдання, Мінфін здійснює внутрішній аудит та проводить контроль за основними ризиками, здійснює операції із управління боргом [25]. Поряд з тим, однією із ключових проблем є відсутність нормативно визначеного порядку, методів та математичного алгоритму розрахунку ризиків управління державним боргом.

Здійснення зовнішнього контролю за ефективністю управління державним боргом покладено на Рахункову палату України [13]. З метою виконання цих завдань здійснюється аналіз показників боргової безпеки (відношення державного боргу до ВВП, відношення валового зовнішнього боргу до ВВП, середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики, індекс ЕМВІ, відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу) та боргової стійкості (ліквідності, платоспроможності країни, заборгованості державного, фінансового та приватного секторів) [10]. Методика розрахунку, граничні та оптимальні значення наведені в додатку Д.

Незважаючи на те, що така методологія формально відповідає світовому досвіду, недоліком методики управління державним боргом України є відсутність єдиного механізму проведення аналізу ефективності, а також вибіркового характеру оцінки окремих показників, які, окрім того, відсутні для окремих об'єктів та предметів контролю.

Оскільки можливість та умови майбутнього залучення зовнішніх позик, в першу чергу, залежать від оцінки кредитора боргової безпеки країни-позичальника, вважаємо за доцільне використання методичних підходів МВФ до оцінки боргових показників, які наведені в додатку В.

На нашу думку, в контексті аналізу боргової безпеки держави, важливо також визначати такі боргові показники, як: відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу; відношення валового зовнішнього боргу до експорту; частка зовнішнього державного боргу в доходах державного бюджету, відношення боргу міжнародним фінансовим організаціям до валового зовнішнього боргу та інші індикатори платоспроможності, передбачені методикою МВФ. Такі показники дають можливість оцінити рівень навантаження обслуговування ЗДБ, здійснити об'єктивний аналіз боргового навантаження з можливостями здійснення платежів тощо [21].

Імплементация такого підходу у вітчизняних реаліях є складним, однак необхідним процесом. Для ефективного його впровадження необхідно здійснити низку інших перетворень, зокрема: удосконалення нормативно-правової бази у питаннях зовнішнього державного боргу, інформаційного забезпечення; вдосконалення інституційного забезпечення; забезпечення здійснення планування державних запозичень тощо.

Отже, система оцінювання ефективності управління ЗДБ в Україні має низку недоліків, які, в першу чергу, спричинені недосконалим підходом до визначення сутності поняття управління ЗДБ. Окрім того, серед таких недоліків також є: недосконала нормативно-правова база, слабкий рівень інформаційного забезпечення, вибіркового контролю у питаннях управління та обслуговування ЗДБ та інші. Підхід до удосконалення процесу оцінювання ефективності управління та обслуговування ЗДБ, на нашу думку, потребує запозичення міжнародного досвіду, зокрема імплементації підходів міжнародних організацій, особливо в контексті оцінювання боргової безпеки.

РОЗДІЛ 2

ПРАКТИКА КОМПЛЕКСНОГО ОЦІНЮВАННЯ СУЧАСНОГО СТАНУ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

2.1. Діагностика макрофінансових детермінант та ефектів зовнішнього державного боргу України.

Динаміка ЗДБ України тісно пов'язана із основними тенденціями розвитку національної економіки. Окрім того, основні орієнтири боргової політики базуються на тих ефектах, які можливо отримати шляхом здійснення тих чи інших запозичень. На нашу думку, окремі ефекти від ЗДБ доцільно розглядати на основні макроекономічні характеристики в розрізі короткострокових та довгострокових тенденцій. Це, в першу чергу, пов'язано з тим, що в різних періодах дія буде проявлятися по різному, а така діагностика взаємозв'язку ЗДБ із макроекономічними показниками, з одного боку, дає можливість побудови виваженої стратегії із управління зовнішнім державним боргом, а з іншої – оцінити в майбутньому її ефективність.

Сьогодні одним із основних показників у контексті впливу ЗДБ на економічну ситуацію у державі виступає відношення боргу до ВВП країни [4]. Бюджетним кодексом України відповідно до рекомендацій, визначених Маастрихськими критеріями, визначено, що державний борг не повинен перевищувати 60% від ВВП, а дефіцит бюджету – 3% [7]. Поряд з тим, застосування підходу країн з розвиненими фінансовими ринками у питаннях державного боргу в українських реаліях, на нашу думку, може спричинити зростання ризиків фінансової дестабілізації та сприяти неефективному управлінню боргом.

Підходи науковців до визначення граничного рівня відношення державного боргу до ВВП, при якому відбувається негативний вплив на економіку держави, дещо різняться. Для прикладу Канер, Греннес та Келер-Гейб дійшли висновку, що значення даного показника є різним для розвинутих країн та держав із слабкою економікою, а саме не більше 77, 1 % та 64 % ВВП

відповідно. Якщо розглядати відношення зовнішнього боргу до ВВП країни, то науковці вважають граничним значенням, при якому зовнішні позики мають позитивний ефект на економічне зростання, на рівні 30-35% від ВВП країни [1].

Порівнюючи динаміку ВВП України за 2014-2020 роки та динаміку зовнішнього державного боргу, можемо зробити висновок, що між даними показниками існує пряма залежність (додаток К). Відтак, як бачимо із рисунку, зростання ВВП відбувається на фоні постійного зростання ЗДБ. Не зважаючи на те, що зростання ЗДБ є не єдиним фактором зростання ВВП, все ж існує позитивний вплив досліджуваного показника на економічне зростання, що лише підкреслює важливість ефективного управління зовнішнім боргом.

Не менш важливим є перевищення темпів зростання економіки над темпами нагромадження зовнішньої заборгованості, оскільки зворотній процес збільшить тиск на видаткову частину державного бюджету, що негативно позначиться на інших сферах економічно-соціального життя країни [16].

Якщо розглядати ЗДБ в короткостроковій перспективі, то такі запозичення дають змогу зменшити (не збільшувати) фінансування бюджету шляхом податкового навантаження. Як показала практика 2020 року, в Україні в період карантинних обмежень збільшення податкового тягара з метою фінансування дефіциту бюджету було неможливим. В умовах зростання дефіциту та загострення економічної кризи зовнішні запозичення на пільгових умовах дають можливість державі уникнути ризику дефолту, а також уникнути секвестру бюджету в розрізі видатків на соціальну сферу [17]. Однак, з точки зору довгострокової перспективи та необхідності обслуговування та погашення ЗДБ, надмірні розміри запозичень слугуватимуть ризиком зниження ефективності податкової політики.

Негативний ефект на економічне становище в короткостроковому періоді також проявляється в умовах надмірної їх акумуляції, оскільки це посилює макроекономічну нестабільність і підвищує вразливість фінансової системи держави до дії зовнішніх шоків [28]. Проте, незначні темпи зростання ЗДБ, що супроводжуються високим рівнем економічного розвитку та помірною

інфляцією, як правило, не призводять до дисбалансів в економічному середовищі держави.

Можемо підсумувати, що ЗДБ чинить ефект на національну економіку в розрізі впливу на бюджетну політику, податкову політику та монетарну політику держави. Окрім того, ЗДБ здатен впливати на політичне становище шляхом посилення залежності від зовнішніх кредиторів. В цілому, врахування всіх вище перерахованих ефектів необхідно здійснювати при плануванні нових запозичень та виходячи із поточної економічної ситуації всередині країни, а також основних її тенденцій. Такий підхід дозволить досягнути максимального позитивного ефекту від залучення зовнішніх запозичень.

2.2. Аналіз сучасного стану та тенденцій зовнішнього державного боргу України.

Аналізуючи структуру державного боргу України протягом 2013-2020 років, можемо спостерігати, що зовнішній борг складає основу державного боргу України у всіх періодах (див. додаток Ж). Як видно із додатку Ж, у 2014 р. відбулося зростання державного боргу на 88,4% (в т.ч. через зростання ЗДБ на 103,9%), що спричинено початком глибокої економічної кризи. Окрім того, криза не лише спричинила різке зростання відношення боргу до ВВП країни із 40,1% до 70,2%, а відобразилась також на майбутніх періодах.

Завдяки активній борговій політиці у відповідності із Стратегією управління державним боргом у 2018-2019 роках вдалося зменшити боргове навантаження, а саме відношення державного боргу до ВВП знизилось із 60,9% та на кінець року становило 50,3% [29]. Окрім того, в рамках виконання цієї стратегії у 2017 р. було проведено активну операцію з управління державним боргом, яка знизила ризик рефінансування державного боргу наступних двох років та створила можливості для майбутніх правочинів з метою подальшого вирівнювання графіка погашення ЗДБ України, а також сприяла стимулюванню попиту інвесторів на ОЗДП [29]. Відтак, вже у 3 кварталі цього ж року Україна

здійснила перший з часів реструктуризації ЗДБ у 2015 р. випуск ОЗДП на суму 78,9 млрд. грн. [6].

Криза, спричинена поширенням Covid-19, стала причиною падіння основних макроекономічних показників у 2020 році. Зростання бюджетного дефіциту загострило необхідність здійснення державних запозичень. Несприятлива політична ситуація у країні вплинула на відносини із міжнародними фінансовими організаціями, а також обмежений доступ до зовнішніх ринків призвели до рекордного продажу короткострокових та середньострокових ОВДП у 4 кварталі поточного року, який у грошовому еквіваленті склав 73 млрд. грн., середня дохідність становила 10 – 12 % [29].

Зовнішній борг за підсумками 3 кварталу 2020 р. становив 1187,2 млрд. грн. [6]. У структурі ЗДБ 54% становили ОВЗП, 46 % - кредити, серед яких найбільшу питому вагу мають кредити від міжнародних фінансових організацій (далі – МФО) (див. додаток Е). За строками погашення у структурі ЗДБ переважають довгострокові зобов'язання, частка яких становить 83,9 %. Така тенденція зберігалася і в попередніх роках відповідних періодів, що зумовлено дотриманням основних орієнтирів боргової політики України (див. додаток Е).

Залучення зовнішніх запозичень на довгостроковій основі збільшує позитивний ефект від таких запозичень, оскільки не створює додаткового навантаження із погашення боргу у короткострокових періодах. Переважання короткострокових та середньострокових позик зумовлено поведінкою потенційних інвесторів, зокрема іноземних. В умовах кризових коливань іноземні інвестори надають перевагу менш дохідним, але й менш ризиковим ОВДП інших країн. В грудні 2020 р. було здійснено продаж короткострокових ОВДП за підвищеними ставками, що загострило проблему обслуговування та погашення державного боргу у 2021 році [27].

За підсумками 4 кварталу 2020 р. вартість короткострокових зовнішніх зобов'язань становила від 1 % до 9 % в дол. США та 0,1 % до 8 % у євро; довгострокових – від 1,29 % до 9 % дол. США та 0,42 % до 16 % у євро (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Вартість зовнішніх запозичень за підсумками 4 кварталу 2020 року, %

Короткострокові				Довгострокові			
дол. США		євро		дол. США		євро	
ставка	частка угод	ставка	частка угод	ставка	частка угод	ставка	частка угод
1-3,7	32	0,1-2,7	24	1,29-3,9	17	0,42-5,6	81
3,7-6,3	45	2,7-5,4	24	3,9-6,4	58	5,6-10,8	16
6,3-9,0	23	5,4-8,0	52	6,4-9,0	17	10,8-16	3

**побудовано автором на основі [20];*

Аналіз платежів за державним боргом показує, що за підсумками 2020 р. обсяг ресурсів на погшення та обслуговування ЗДБ становить лише 38,1 % від загального обсягу, натомість 61,9 % припадає на погашення та обслуговування внутрішнього боргу, а у прогнозі на 2021 рік таке співвідношення становить 29,4 % та 71,6 % відповідно. Тенденції переважання платежів за внутрішнім боргом спостерігалися і у попередніх роках (додаток Н).

Загалом, за підсумками 2020 р. було погашено 146,46 млрд. грн. зовнішнього боргу, здійснено обслуговування на 48,79 млрд. грн., серед яких: 40,28 млрд. грн. обслуговування комерційних позик; позики, надані МФО – 7,03 млрд. грн. ; офіційні позики та інші зобов’язання – лише 1,47 млрд. грн. [23]. Погашення ЗДБ перевищили передбачені у Бюджеті України на 2020 р., що, перш за все, пов’язано із коливанням курсу валют [11].

Залучити станом на грудень 2020 р. вдалося 179,9 млрд. грн. із запланованих 265,06 млрд. грн. Було здійснення розміщення 12-річних євробондів за ставкою 7,253 % в доларах та 10-річних за ставкою 4,375 % в євро (всього за ОЗДП залучено 89,3 млрд. грн.) [20]. Надходження від розміщення 10-річних облігацій у повній сумі спрямували на фінансування державного бюджету. Варто відмітити, що єврооблігації в сучасних умовах виступають не лише дешевшим способом запозичень порівняно із ОВДП, а також слугують неінфляційним способом покриття дефіциту державного бюджету. Значну частину надходжень вдалося залучити у рамках програми Stand-by-2020 з Міжнародним валютним фондом, що склала 55,2 млрд. грн. [19]. Проблема

невиконання запланованих зовнішніх надходжень пов'язана, передусім, із проблемами у роботі з МВФ, спричиненими складною політичною ситуацією, що унеможливило отримання ще одного траншу.

У Законі України «Про державний бюджет на 2021 рік» заплановано здійснити зовнішніх державних запозичень на 204,5 млрд. грн. , що становить 29,1 % від загальної суми запланованих запозичень. На погашення зовнішньої позики передбачено 98,9 млрд. грн., що дещо нижче, ніж передбачено у графіку платежів [12]. Окрім того, у бюджеті закладено значний розмір державного дефіциту (близько 5,5 % від ВВП), а основним способом його фінансування передбачають позики від МФО. Така ситуація також свідчить про те, що розмір державних запозичень буде коригуватися протягом року, а також що держава активно продовжить залучати ресурси на внутрішньому ринку, а за наявності вільного доступу до зовнішніх ринків капіталу – продовжить активно використовувати довгострокові запозичення шляхом розміщення ОВЗП.

Оскільки ЗДБ становить основу боргової безпеки держави, доцільно проаналізувати основні показники боргової безпеки у динаміці протягом 2016 – 2019 років (додаток Л). Для 2016 – 2017 року характерне перевищення гранично допустимих значень аналізованих індикаторів, натомість з 2017 і до 2019 року спостерігається тенденція до покращення. Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП лише у 2019 році сягнуло значення 50,3 %, що відповідає економічно безпечному рівню.

Індекс ЕМВІ характеризує різницю в прибутковості єврооблігацій України та казначейських зобов'язань США. За аналізований період найбільшого значення показник досягнув у 2016 році із значенням 860 пунктів, що відповідає небезпечному рівню, а у 2017 році покращився до незадовільного рівня. Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП протягом періоду демонструє тенденцію до зниження. Так, якщо станом на 2016 р. цей показник становив 127,7 %, то за підсумками 2019 р. значення показника становить 79,2%, що перевищує граничне значення на 9,2 %.

Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку залежить від багатьох чинників, серед яких: облікова ставка Національного банку України, потреба у фінансових ресурсах, попит на ОВДП та ін. За аналізований період дохідність зросла з 9,2 % до 16,93 %. Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу упродовж 2016 – 2019 років має позитивну тенденцію до збільшення. Однак, темпи зростання є недостатніми, лише станом на 2019 рік даний показник досягнув критичного значення 20,8 %.

Підсумовуючи вище викладений матеріал, можемо зробити висновок, що ЗДБ є основою державного боргу України. Найбільшу частку у 2017 – 2020 роках займали ОВЗП, що спричинено низкою переваг такого боргового інструменту. Зовнішні боргові зобов'язання у більшості є довгостроковими. В сучасних умовах кризи, спричиненої поширенням Covid-19, Україні доцільно залучати зовнішні ресурси через механізм розміщення ОВЗП або пільгове кредитування від МФО. Окрім того, на нашу думку, офіційна методика оцінювання боргової безпеки є дещо спрощеною, а також не враховує міжнародний досвід оцінювання боргової безпеки, що свідчить про необхідність її подальшого вдосконалення.

2.3. Міжнародні фінансові організації в системі боргової політики України.

Пільгове кредитування в більшості має на меті кредитні відносини з Міжнародним валютним фондом (далі - МВФ). Окрім МВФ, Україна також має кредитні відносини із такими міжнародними фінансовими інституціями, як [19]: Світовий банк; Європейський банк реконструкції та розвитку; Європейський інвестиційний банк; Чорноморський банк торгівлі та розвитку; Північний інвестиційний банк та інші.

Міжнародний валютний фонд виступає основним кредитором України, а розпорядником отриманих коштів виступає Національний банк України (далі - НБУ). Україна стала членом МВФ відповідно до Закону України «Про вступ України до Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку

реконструкції та розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Міжнародної асоціації розвитку та Багатостороннього агентства по гарантіях інвестицій» від 3 червня 1992 року [29]. Співпраця із МВФ відбувається у рамках Механізму розширеного фінансування, програми «Stand-by», програми STF. Кредити МВФ дають можливість Україні підтримувати стабілізацію банківського сектору, допомагають підтримати макроекономічну стабільність тощо.

Однак, залученню кредитних ресурсів передують виконання ряду вимог, які висуваються Фондом. У період із 1994 р. по 2009 р. основні вимоги базувалися на стабілізації загальних макроекономічних показників: зниження темпів інфляції; зростання ВВП; нарощення імпорту; підвищення реальних процентних ставок тощо [18]. З 2010 р. основні завдання, які повинна виконати Україна для отримання фінансування, у більшості полягають у реформуванні політичного та економічного простору, наприклад: банківська, податкова, пенсійна реформи; обмеження практики спрощеного оподаткування; скасування мораторію на продаж землі сільськогосподарського призначення; підвищення пенсійного віку і т.д. [18].

Другим за величиною наданих кредитних ресурсів є Світовий Банк. Фінансування в рамках співпраці спрямовується на підтримання державного бюджету, проведення інституційних та структурних реформ, підготовку та реалізацію довгострокових інвестиційних проектів, які відповідають пріоритетним напрямкам економічного розвитку України [19].

Особливості роботи з ЄБРР полягають у тому, що кредити є цільовими та виділяються виключно під конкретний проект у рамках потреб розвитку національної економіки. Схожими є принципи роботи України і з ЄІБ. Відтак, станом на 01.12.2020 р. на стадії реалізації перебувають такі проекти, як: реабілітація гідроелектростанцій; проект «Європейські дороги України II»; розвиток системи водопостачання та водовідведення в місті Миколаїв та багато інших [20].

Серед позик МФО станом на грудень 2020 р. найбільший розмір заборгованості Україна має перед Міжнародним валютним фондом (362,6 млрд.

грн.). Серед інших заборгованостей: Міжнародний банк реконструкції та розвитку (162,33 млрд. грн.); ЄС (139,31 млрд. грн.); Європейський інвестиційний банк (28,89 млрд. грн.); Європейський банк реконструкції та розвитку (24,12 млрд. грн.). Офіційні позики складають запозичення від урядів Німеччини, Польщі, Росії, США, Франції та Японії [19]. Динаміку позик МФО за 2015 – 2020 років наведено в додатку И.

Проблеми співпраці з міжнародними фінансовими організаціями в Україні здебільшого пов'язані із інвестиційними проектами та включають низьку спроможність з розробки та реалізації проектів на національному та місцевому рівні, тривалі та складні тендерні процедури за правилами МФО, повільну обробку документів і платежів тощо. Часто перераховані чинники слугують причиною анулювання угод. Окрім того, етап впровадження проектів часто характеризується низькою спроможністю управління проектами, складними процедурами закупівлі, довгими процедурами відбору кінцевих бенефіціарів, особливо для регіональних проектів, тощо [14].

З метою вирішення актуальних проблем у серпні 2018 року Міністерство фінансів України створило Департамент міжнародних фінансових проектів для ефективнішої координації роботи з ініціювання, підготовки та реалізації проектів, підтриманих МФО. Окрім того, було розроблено Концепцію підвищення ефективності впровадження спільних з МФО проектів [19].

Співробітництво з МФО створює в Україні умови для розвитку приватного сектора економіки та сприяє проведенню ринкових реформ, забезпечує досягнення фінансової стабільності і запровадження повноцінної національної грошової одиниці, формування організаційно-правових засад реформування системи державного управління, а також вдосконалення системи соціального захисту населення [14]. Окрім того, такі запозичення слугують порівняно дешевим способом залучення ресурсів. Ефективне управління такими позиками дасть змогу нівелювати негативні наслідки пов'язані із обслуговуванням та погашенням запозичень, що сприятиме економічному зростанню держави.

РОЗДІЛ 3

ВЕКТОРИ ОПТИМІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ

3.1. Оцінювання ризиків як інструмент підвищення ефективності управління зовнішнім державним боргом.

В межах стратегії із управління державним боргом Міністерством фінансів України визначено основні групи ризиків, а саме: ризик рефінансування; ризик ліквідності; бюджетний ризик; валютний ризик; відсотковий ризик; інші ризики (ризик падіння темпів зростання ВВП та ризик зростання інфляції) [29]. У фінансовій науці підхід до визначення ризиків дещо різниться. Відтак, виділяють такі види боргових ризиків: зростання процентної ставки, зміна обмінного курсу національної грошової одиниці, рефінансування, ліквідність, кредитний та операційний ризики [2].

На нашу думку, основні групи ризиків з метою підвищення ефективності управління ЗДБ в Україні із врахуванням сучасних викликів було б доречно поділити на дві групи: прямі та опосередковані (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Основні групи ризиків у системі управління зовнішнім державним боргом України

Прямі	Опосередковані
- ризик рефінансування; - валютний ризик; - ризик ліквідності; - бюджетний ризик; - відсотковий ризик.	- ризик поширення пандемії; - військовий ризик; - ризик невідповідності темпів зростання економіки до прогнозу.

**побудовано автором*

Сутність групи опосередкованих ризиків, на наш погляд, полягає в тому, що їх дія на тенденції ЗДБ проявляється шляхом загострення одного або декількох прямих ризиків. Відтак, бюджетний ризик може бути реалізований шляхом зростання дефіциту державного бюджету вище планового показника або невиконанням планових надходжень до бюджету чи збільшенням видатків. Внаслідок дії ризику поширення пандемії відбувається одночасно загострення

бюджетного ризику (в більшій мірі через необхідність збільшення видаткової частини бюджету), а також ризику ліквідності (оскільки пандемія є наслідком загострення світової кризи, відбувається зміна структури експортно-імпортних операцій тощо). Загроза даного ризику проявляється також у складності його прогнозування. Окрім того, поширення невизначеності у основних тенденціях економіки, спричинена поширенням світової пандемії, спричинює зміну поведінки іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних запозичень. Складність у мобілізації запозичень з внутрішнього ринку зумовлює необхідність активного використання зовнішніх каналів [5].

Військовий ризик є актуальним для України вже декілька років, однак при плануванні політики із управління ЗДБ до уваги не береться. Поряд з тим, варто відзначити, що найменші можливі загострення ситуації на Сході України відображаються в першу чергу на відносинах з МФО, а також впливатимуть на ситуацію на ринку ОВДП. За одночасної дії цих факторів Уряд буде змушений вдаватися до реструктуризації боргових зобов'язань, а при неможливості залучити достатню кількість ресурсів за рахунок розміщення нових ОЗДП – ризик дефолту.

Ризик невідповідності темпів зростання економіки до прогнозних показників є реальною загрозою для національної економіки у 2021 р. Бюджетом України на 2021 р. передбачено значний розмір бюджетного дефіциту, який може виявитися складним для фінансування [12]. Окрім того, розмір внутрішніх державних запозичень у плані складає близько 500 млрд. грн., що є абсолютним рекордом за усі попередні роки. Такий обсяг свідчить про те, що відбудеться зростання ставок за ОВДП, а також скоротиться термін розміщення таких боргових інструментів. Така ситуація спричинить загострення ризику рефінансування та валютного ризику, що, в свою чергу, призведе до активного нарощення ЗДБ, як дешевшої альтернативи запозичень.

Аналізуючи ЗДБ України в розрізі валют погашення, хочемо відмітити, що серед групи прямих ризиків управління валютним ризиком потребує найбільшої уваги. Відтак, станом на 31.12.2020 року 64,95 % всіх боргових

зобов'язань України деноміновано в іноземній валюті. В наведеній структурі 50,36 % становлять запозичення в дол. США та СПЗ, 13,94 % - в євро та 0,65 % - єна [27]. Така неоднорідність у валютній структурі боргу значною мірою впливає на обслуговування та погашення боргу, а також ставить дану систему у залежність від валютної політики.

Загострення ризиків спричинює зростання так званої плати за ризик, сутність якої проявляється в очікуванні потенційного інвестора отримати більший за ринковий дохід від здійснення такого вкладення. На нашу думку, для ранньої діагностики виникнення можливих несприятливих чинників, які спричиняють зростання плати за ризик, може бути застосований метод агрегованих статистичних даних. Для прикладу, на основі даного методу було розроблено модель Political System Stability Index (PSSI), згідно якої середнє значення для України за цей період становило (- 0,68) бала при мінімумі (-2,02) бали в 2014 році і максимумі 0,17 бала у 2007 р. Останнє значення з 2019 р. – 1,52 бала [3]. Для порівняння, середнє світове значення у 2019 році на основі 195 країн становить (-0,05) бала. В загальному, значення даного індикатора на мінімальному рівні (-2,5) свідчить про низький рівень політичної стабільності, максимальне значення (+2,5) – про високий рівень політичної стабільності. Повна динаміка зазначеного показника для України протягом 2007 – 2019 років наведена в додатку М.

Для оцінки взаємозв'язку між рівнем ЗДБ та значенням індикатора політичної стабільності, скористаємося кореляційно-регресійним аналізом у вигляді:

$$y = a_0 + a_1x,$$

де a_0 - вільний член рівняння, який показує середній теоретичний рівень результативної ознаки;

a_1 - параметр, який показує на скільки одиниць власного виміру зміниться значення ЗДБ при збільшенні коефіцієнта політичної стабільності на одиницю власного виміру.

Здійснивши необхідні розрахунки, ми отримали кореляційно-регресійне

рівняння залежності ЗДБ від індикатора політичної стабільності:

$$y = 636,7241x + 2315,556.$$

Економічний зміст даного рівняння полягає в тому, що зміна 1 одиниці виміру індикатора політичної стабільності призводить до змінити ЗДБ на 636 одиниць виміру. Окрім того, оцінивши коефіцієнт кореляції, ми отримали значення 0,381, що свідчить про те, що між аналізованими змінними існує прямий помірний зв'язок. Поряд з тим, оцінка критерію Фішера вказує на те, що 14,55 % зміни значення ЗДБ спричинено зміною індикатора політичної стабільності. Тренд ЗДБ залежно від зміни індикатора політичної стабільності представлено у додатку Р.

В цілому, можемо підсумувати, що визначення основних груп ризиків у процесі управління та обслуговування ЗДБ є одним із найважливіших чинників, що визначають успішність боргової політики. Сучасний підхід Міністерства фінансів не враховує всіх сучасних ризиків в зазначеній системі, тому нами було запропоновано виокремити групу опосередкованих ризиків, серед яких: ризик поширення пандемії, військовий ризик та ризик невідповідності темпів зростання економіки до прогнозу. Загострення групи як прямих, так і опосередкованих ризиків призводить до зростання плати за ризик, що негативно позначається на економічному розвитку держави. З огляду на це та з метою раннього аналізу можливих загроз дестабілізації економічної та політичної ситуації, доцільно використовувати метод агрегованих статистичних даних.

3.2. Розробка рекомендацій щодо підвищення ефективності управління та обслуговування зовнішнім державним боргом в Україні.

В ході аналізу структури, основних тенденцій та ефектів ЗДБ нам вдалося встановити, що зовнішні запозичення можуть сприяти активізації економічного зростання України. Відсутність сучасного механізму управління державним боргом ускладнює управління його зовнішньою складовою, яка, в більшій мірі, визначає основні характеристики боргової безпеки країни. Удосконалення

існуючої системи є складним, але необхідним процесом для вітчизняної економіки, тому, на нашу думку, доцільно здійснити ряд основних перетворень.

Одним із найважливіших та першочергових кроків повинно стати формування чіткої нормативно-правової бази та інституційного забезпечення. Повноваження у сфері управління боргом, цілі здійснення зовнішніх запозичень, на нашу думку, повинні бути передбачені на законодавчому рівні. Необхідною умовою також виступає наявність контролю та відповідальності у сфері управління зовнішнім боргом.

Початок роботи Боргового агентства України, на нашу думку, посприє зростанню ефективності управління зовнішнім державним боргом України, однак існує необхідність врегулювання його діяльності в контексті аналізу ефективності його роботи. Для цього необхідно розробити групу показників, а також визначити цільові критерії функціонування. Окрім цього, зростання ефективності управління повинно відбуватися за рахунок: формування механізму управління зовнішнім державним боргом; відходу від вибіркового аналізу ефективності; впровадження системи індикаторів боргової безпеки, розробленої Світовим банком та МВФ, у систему аудиту боргової безпеки України; оновлення підходу до визначення основних груп ризиків управління зовнішнім боргом; визначення оптимальної структури відношення зовнішнього боргу до ВВП, враховуючи основні аспекти та тенденції розвитку вітчизняної економіки та інші.

З метою ефективного управління ризиками ЗДБ доцільно також використовувати досвід європейських країн, для прикладу – Нідерланди, де щоденно баланс по залишках на рахунках казначейства узгоджується із центральним банком, а надлишок коштів спрямовується на грошовий ринок. Покриття дефіциту відбувається за рахунок здійснення позичок на грошовому ринку, тому зазначений метод врахування бюджетних потоків та спільного управління активами може слугувати дієвим інструментом для мінімізації ризиків управління ЗДБ та суттєвим засобом зменшення потреби в державних запозиченнях, який дасть можливість збільшити кредитний потенціал держави.

На сучасному етапі розвитку, враховуючи дію коронакризи та необхідність відновлення економіки, доцільно здійснювати зовнішні запозичення, в т.ч. від МФО та шляхом розміщення ОЗДП. Перш за все, це дозволить залучити ресурси дешевше, ніж сьогодні є вартість запозичень на внутрішньому ринку. В період кризових коливань такі дії дозволять не посилювати податкового навантаження в країні та сприяти економічному відновленню. Окрім того, сьогодні позики МФО дозволяють фінансувати перетворення в соціальній сфері та державному будівництві. Це акцентує увагу на тому, що на державному рівні існує необхідність розробки державних інвестиційних програм.

На етапі економічного відновлення з метою послаблення політичної та економічної залежності від МФО, здійснювати шляхом розміщення ОВЗП та здійснювати довгострокові внутрішні запозичення. Для забезпечення ефективної боргової політики Міністерство фінансів повинно проводити моніторинг на міжнародних ринках капіталу, котирувань національних облігацій на зовнішніх ринках, аналізувати поведінку інвесторів щодо українських єврооблігацій, а також враховувати реакцію на певні економічні та політичні процеси, які відбуваються в країні. Важливим моментом є також підвищення кредитного рейтингу держави. Враховуючи сучасні тенденції, складно говорити про незалежність від міжнародних фінансових організацій в найближчі 5 років. В такій ситуації Україні доцільно проаналізувати досвід сусідніх країн у питаннях відновлення боргової стійкості. Зокрема, на увагу заслуговує Польща, де процес відновлення економіки проходив під наглядом та за допомогою МВФ.

ВИСНОВКИ

У науковій роботі наведено теоретичне узагальнення та подано нове вирішення наукового завдання, яке полягає у розробці науково-практичних рекомендацій щодо оптимізації формування ЗДБ України та підвищення ефективності його управління. Це дало змогу сформулювати низку науково-практичних висновків, спрямованих на досягнення мети наукової роботи, а саме:

1. Сучасний етап розвитку економічного простору зумовив необхідність існування категорії зовнішнього державного боргу для усіх держав світу. В ході дослідження було встановлено, що ЗДБ є відносно дешевшим способом залучення ресурсів для фінансування дефіциту бюджету, в Україні такий вид запозичень часто виступає єдиним джерелом фінансування інвестиційних проєктів. Окрім того, ЗДБ здатен сприяти економічному зростанню держави за умови ефективного управління.

2. Встановлено, що система оцінювання ефективності управління ЗДБ в Україні має низку недоліків, які, в першу чергу, спричинені недосконалим підходом до визначення сутності поняття управління ЗДБ. Внаслідок цього, нами було запропонований удосконалений підхід до визначення сутності поняття управління ЗДБ, згідно з яким, під даним поняттям слід розуміти систему цілеспрямованого впливу на формування, перерозподіл, обслуговування та погашення державних запозичень у відповідності із основними орієнтирами бюджетної та грошово-кредитної політики з метою досягнення збалансованості бюджету та забезпечення приросту темпів розвитку національної економіки.

3. На основі досліджень складових елементів боргової політики держави запропоновано механізм управління ЗДБ. Новий підхід у побудові даного механізму полягає у виокремленні таких складових, як: механізм залучення зовнішніх державних позик, механізм використання та механізм обслуговування та погашення боргу. Такий поділ дозволить, на нашу думку, забезпечити ефективне планування запозичень, посилити контроль та

відповідальність за ефективністю використання позик, а також удосконалити процес обслуговування та їх погашення.

4. Дослідження основних макрофінансових детермінант та ефектів ЗДБ допомогло встановити взаємозв'язок між зовнішніми запозиченнями та основними тенденціями монетарної, бюджетної, в т.ч. податкової, політики. Визначено, що в умовах поширення кризи, спричиненої Covid-19, позитивний ефект ЗДБ проявляється у можливості послаблення податкового тягара, забезпечення фінансування видатків бюджету в умовах зростання дефіциту, а також як зниження ризику дефолту через надмірну акумуляцію внутрішніх ресурсів за підвищеними ставками на короткостроковий період.

5. Аналіз ЗДБ України показав, що його структура включає позики від міжнародних фінансових організацій, урядів іноземних країн, облігації зовнішньої державної позики, комерційні позики. Найбільшу частку у 2017 – 2020 роках займали ОВЗП. Зовнішні боргові зобов'язання у більшості є довгостроковими. В сучасних умовах кризи, спричиненої поширенням Covid-19, Україні доцільно залучати зовнішні ресурси через механізм розміщення ОВЗП або пільгове кредитування від МФО.

6. Досліджуючи основні групи ризиків у системі управління ЗДБ, нами було виокремлено групу прямих та опосередкованих ризиків. Так, серед опосередкованих ризиків варто розглядати такі, як: ризик поширення пандемії, військовий ризик, ризик невідповідності темпів зростання до прогнозу. Шляхом здійснення кореляційно-регресійного аналізу, досліджено взаємозв'язок між ЗДБ та індикатором політичної стабільності. Отримані результати в майбутньому можуть бути використанні при плануванні ЗДБ.

7. Нами було розроблено низку рекомендацій з приводу удосконалення боргової політики України. Зокрема, необхідними заходами повинні стати: оновлення підходу до визначення основних груп ризиків управління зовнішнім боргом; формування механізму управління ЗДБ; відхід від вибіркового аналізу ефективності; удосконалення системи управління ризиками ЗДБ та інші.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Caner, M., T. Grennes and F. Koehler-Geib. 2010. Finding the Tipping Point When Sovereign Debt Turns Bad, The World Bank, Policy Research Working Papers. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1651432 (дата звернення 20.01.2021)
2. Lubkey, N. Discussion questions of essence of the public debt risks and problems of their evaluation in Ukraine. URL: <https://doi.org/10.35774/sf2017.04.121> (дата звернення 20.01.2021)
3. Ukraine Political stability. URL: https://www.theglobaleconomy.com/Ukraine/wb_political_stability/ (дата звернення 20.01.2021)
4. Антонов М.С. Дослідження впливу державного боргу на показники економічного розвитку України. *Вісник Української академії банківської справи*. 2015. №1 (38). С.50 – 54.
5. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 11. С.10–17.
6. Боргова статистика. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/borgova-politika> (дата звернення 20.01.2021)
7. Бюджетний кодекс України зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/ed20150920#Text> (дата звернення 20.01.2021)
8. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. Київ: Фенікс, 2006. С. 100 – 102.
9. Державний та гарантований державою борг України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/> (дата звернення 30.01.2021)
10. Доліновська, О. Я. Економічна природа та сутність державного боргу. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету*. Економічні науки 26 (1), 2010. С. 130 – 134.
12. Закон України «Про Державний бюджет України на 2021 рік» від 15.12.2020 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1082-20#Text> (дата

звернення 20.01.2021)

13. Закон України «Про Рахункову палату» від 02.07.2015 р. № 576VII. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/57619> (дата звернення 21.01.2021)

14. Кириленко О., Стащук О. Оцінювання макроекономічних чинників формування фінансової безпеки України. Світ фінансів. 2017. Вип. 2 (51). С. 1 – 16.

15. Кириченко А. А. Сучасні теорії управління зовнішньою заборгованістю. Актуальні проблеми економіки. 2009. №7. С. 15 – 27.

16. Крисоватий А. І., Іващук О. Т. Фіскальні межі експансії боргових фінансів в Україні. Вісник Тернопільського національного економічного університету. 2010. № 2. С.14–25.

17. Кучер Г. В. Борговий механізм фінансування державних витрат. Бізнес Інформ. 2015. №8. С. 207 – 214.

18. Лондар С. П. Оцінка стану державного боргу та ключові напрями підвищення рівня боргової безпеки України. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/derzhavniy_borg-cc2fd.pdf (дата звернення 20.01.2021)

19. Міжнародне співробітництво. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/mizhnarodne-spivrobitnictvo> (дата звернення 20.01.2021)

20. ОЗДП. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/ozdp> (дата звернення 20.01.2021)

21. Печенюк Н.М. Напрями оптимізації управління зовнішнім державним боргом України шляхом використання зарубіжного досвіду. *Актуальні проблеми економіки*, № 6. 2012. С. 270 – 274.

22. Постанова КМУ від 12.02.2020 р. № 127 «Про утворення Агентства з управління державним боргом України». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-%D0%BF#Text> (дата звернення 20.01.2021)

23. Розрахунки за борговими зобов'язаннями. Офіційний сайт Державної

<https://www.treasury.gov.ua/ua/kaznachejstvo-informuye/rozrahunki-za-borgovimi-zobovyazannyami/rozrahunki-za-borgovimi-zobovyazannyami> (дата звернення 20.01.2021)

24. Скрипка О. Система управління зовнішнім державним боргом. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*, 2017, №1. С. 105 – 115 (дата звернення 30.01.2021)

25. Слав'юк Н. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни: монографія. Національний університет «Києво-Могилянська академія». Київ. 2019. 172 с.

26. Сороченко В. В. Сутність державного боргу та його вплив на розвиток національної економіки. *Збірник студ. наук. праць*. 2020. Вип. 1 (13). С. 163 – 169.

27. Статистика фінансових ринків. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> (дата звернення 30.01.2021)

28. Сташук О. В., Боричевська І. Г. Сучасний стан та тенденції зовнішнього державного боргу України. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Ефективні рішення в економіці, фінансах та управлінні», м. Одеса, 2021. С. 114 – 117.

29. Стратегія та програма управління державний боргом. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/osnovna-informacija> (дата звернення 30.01.2021)

30. Фліссак К. Вплив економічної дипломатії на врегулювання зовнішньої заборгованості держави. *Світ фінансів*, 2013. Вип. 1. С. 101 – 113.

31. Фурдичко Л. Є., Піхоцька О. М. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. *Економіка та держава*. 2018. №11. С. 45 – 49.

ДОДАТКИ

Додаток А

Підходи до визначення сутності державного боргу

Джерело	Визначення державного боргу
Бюджетний кодекс України	Загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення
Самуельсон П. А.	Загальна сума боргових зобов'язань уряду у облігацій і короткострокових позик.
Федосов В., Огородник С., Суторміна В.	Сума заборгованості за випущеними й непогашеними позиками, а також сума зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату.
Панчук А.	Сума накопичених зобов'язань держави, враховуючи відсотки за користування позиченими коштами.
Доліновська О. Я.	Вид відносин між господарюючими суб'єктами, якими, з одного боку, є держава, яка є переважно позичальником, а також гарантом і кредитором; з іншого – юридичні та фізичні особи.
Вахненко Т. П.	Сума фінансових зобов'язань загального сектора державного управління, які мають форму договірних, стосовно внутрішніх і зовнішніх кредиторів, щодо відшкодування залучених коштів і виплати відсотків.
Воробйов Ю.	Борг безпосередньо держави, її органів, установ, організацій та борг, що утворюється економічними суб'єктами країни за якими держава надала гарантії, або не надала гарантії, але вимушена нести відповідний тягар, бо відмова від таких може нанести значні втрати усій соціально-економічній системі та загрожує фактичному існуванню держави.
Кучер Г. В.	Економічні відносини між державою-позичальником та її кредиторами з приводу перерозподілу позикових капіталів та вартості ВВП позичальника.

Переваги та недоліки зовнішнього та внутрішнього державного боргу

Зовнішній державний борг	
<i>Позитивні наслідки</i>	<i>Негативні наслідки</i>
- часто виступає дешевшим, порівняно із внутрішніми запозиченнями, способом залучення ресурсів; - є одним із основних способів фінансування важливих соціально-економічних проектів в Україні; - за умови ефективного управління зовнішнім державним боргом, сприяє економічному зростанню економіки; - в короткостроковій перспективі сприяє зміцненню валютного курсу національної грошової одиниці.	- пропозиція зовнішніх кредитних ресурсів, як правило, є мінливою та проциклічною; - збільшення зовнішнього державного боргу загострює проблему залежності вітчизняної економіки від кредиторів; - високий рівень валютного ризику; - за умови неефективного управління сприяє економічному спаду економіки; - необхідність обслуговування зовнішнього боргу досить часто загострює проблеми державного дефіциту та змушує уряд шукати альтернативні канали запозичень тощо.
Внутрішній державний борг	
<i>Позитивні наслідки</i>	<i>Негативні наслідки</i>
- генерує нижчий рівень ризику, порівняно із зовнішніми запозиченнями; - ставки за ОВДП, як правило, перевищують ставки за депозитними вкладками, що робить його привабливим інструментом для населення; - не загострює проблему залежності держави від зовнішніх кредиторів.	- вітчизняний ринок внутрішніх запозичень має високу залежність від поведінки іноземних інвесторів; - може слугувати причиною відтоку кредитних ресурсів з реального сектору економіки; - позики часто є дорожчими, аніж зовнішні запозичення; - збільшення короткострокових внутрішніх запозичень у період кризи спричинює зростання темпів інфляції.

**систематизовано автором*

1. Показники платоспроможності (Solvency)	2. Показники ліквідності (Liquidity)
- <i>Покриття відсоткових платежів (Interest service ratio)</i> - <i>Зовнішній борг до експорту (External debt to exports)</i> - <i>Зовнішній борг до ВВП (External debt over GDP)</i> - <i>Теперішня вартість боргу до експорту (Present value of debt over exports)</i> - <i>Теперішня вартість боргу до доходів бюджету (Present value of debt over fiscal revenue)</i> - <i>Обслуговування боргу до експорту (Debt service over exports)</i>	- <i>Міжнародні резерви до короткострокового боргу (International reserves to short-term debt)</i> - <i>Відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу (Ratio of shortterm debt to total outstanding debt)</i>
3. Показники заборгованості державного сектору (Public sector indicators)	4. Показники заборгованості фінансового сектору (Financial sector indicators)
- <i>Обслуговування боргу державного сектору до експорту (Public sector debt service over exports)</i> - <i>Державний борг до ВВП чи податкових доходів (Public debt over GDP or tax revenues)</i> - <i>Середній строк погашення неконцесійного боргу (борг перед МФО) (Average maturity of nonconcessional debt)</i> - <i>Частка боргу номінованого в іноземній валюті у загальній величині боргу (Foreign currency debt over total debt)</i>	- <i>Відкрита валютна позиція (Open foreign exchange position)</i> - <i>Невідповідність строків надходжень і виплат в іноземній валюті (Foreign currency maturity mismatch)</i> - <i>Валові валютні зобов'язання (Gross foreign currency liabilities)</i>

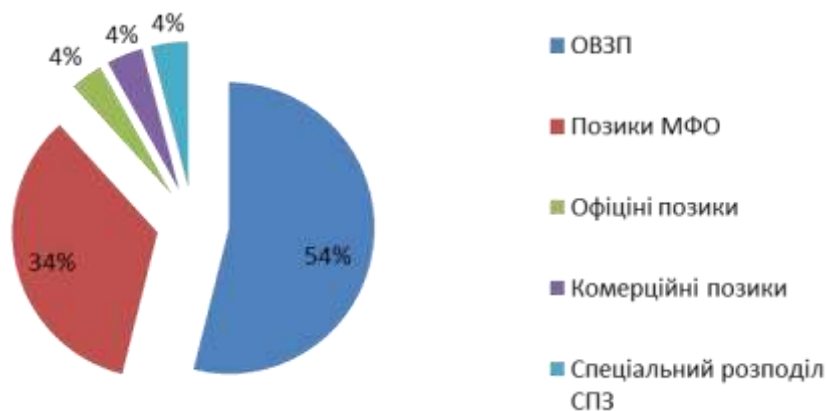
Структура державного боргу України



Індикатори боргової безпеки України

№	Показник	Оптимальне значення	Критичне значення	Методика розрахунку
1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	20	60	обсяг державного та гарантованого боргу, млн. грн. / ВВП, млн. грн. x 100
2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	40	70	обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x середній курс грн. до дол. США / ВВП, млн. грн. x 100
3	Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	4	11	Дохідність ОВДП на первинному ринку, НБУ
4	Індекс ЕМВІ	200	1000	Група індексів: ЕМВІ+, Інформаційне агентство Cbonds
5	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	50	20	обсяг офіційних резервних активів, млн. дол. США / обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x 100

Структура зовнішнього державного боргу України станом на 30.09.2020 р.,
млрд. грн. *



Зовнішній державний борг України у 2017 – 2020 р.р. за строками погашення*,
млрд. грн.



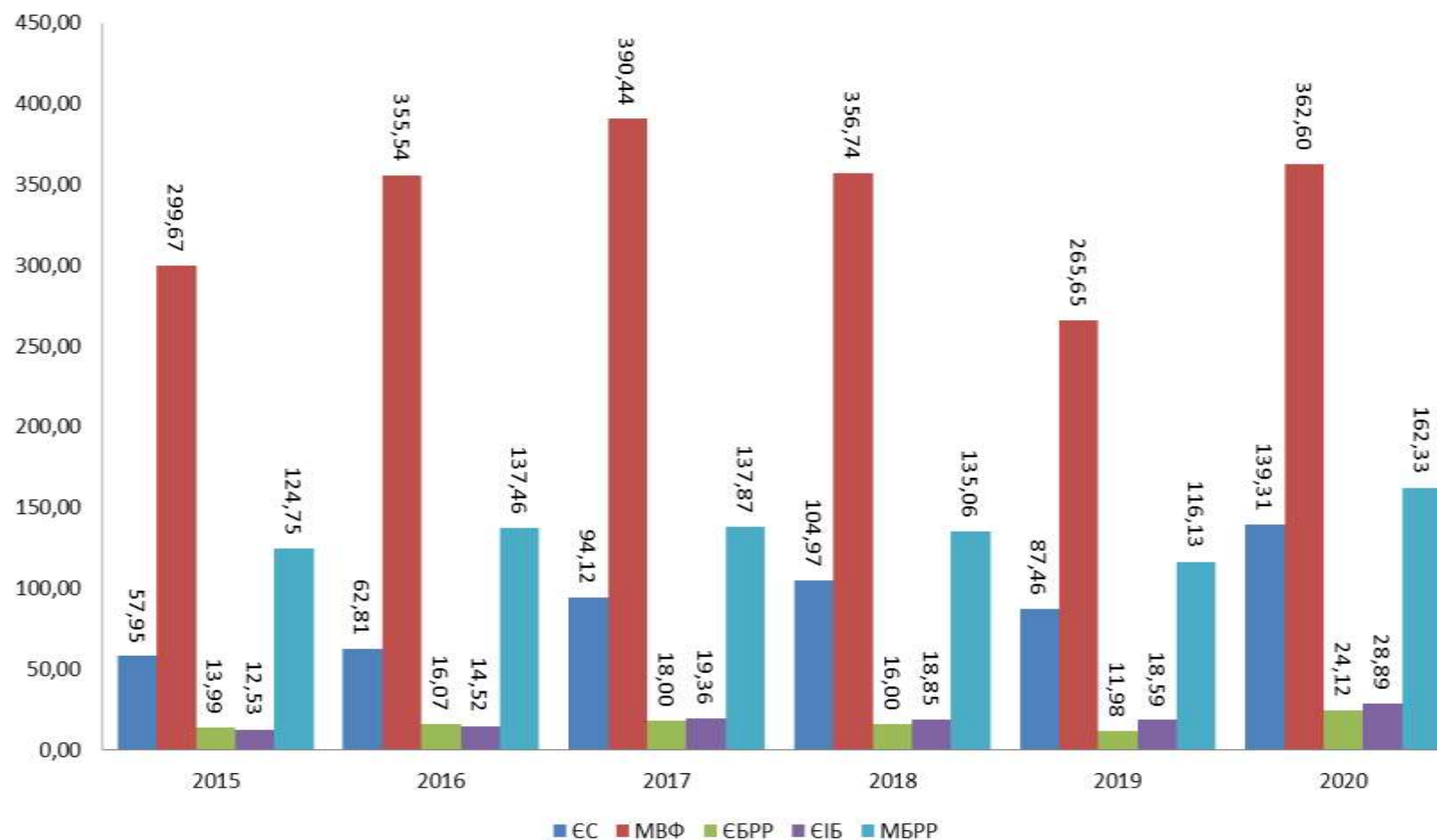
*побудовано автором на основі [27]

Структура державного та гарантованого державою боргу України за протягом 2013-2020 р.р.

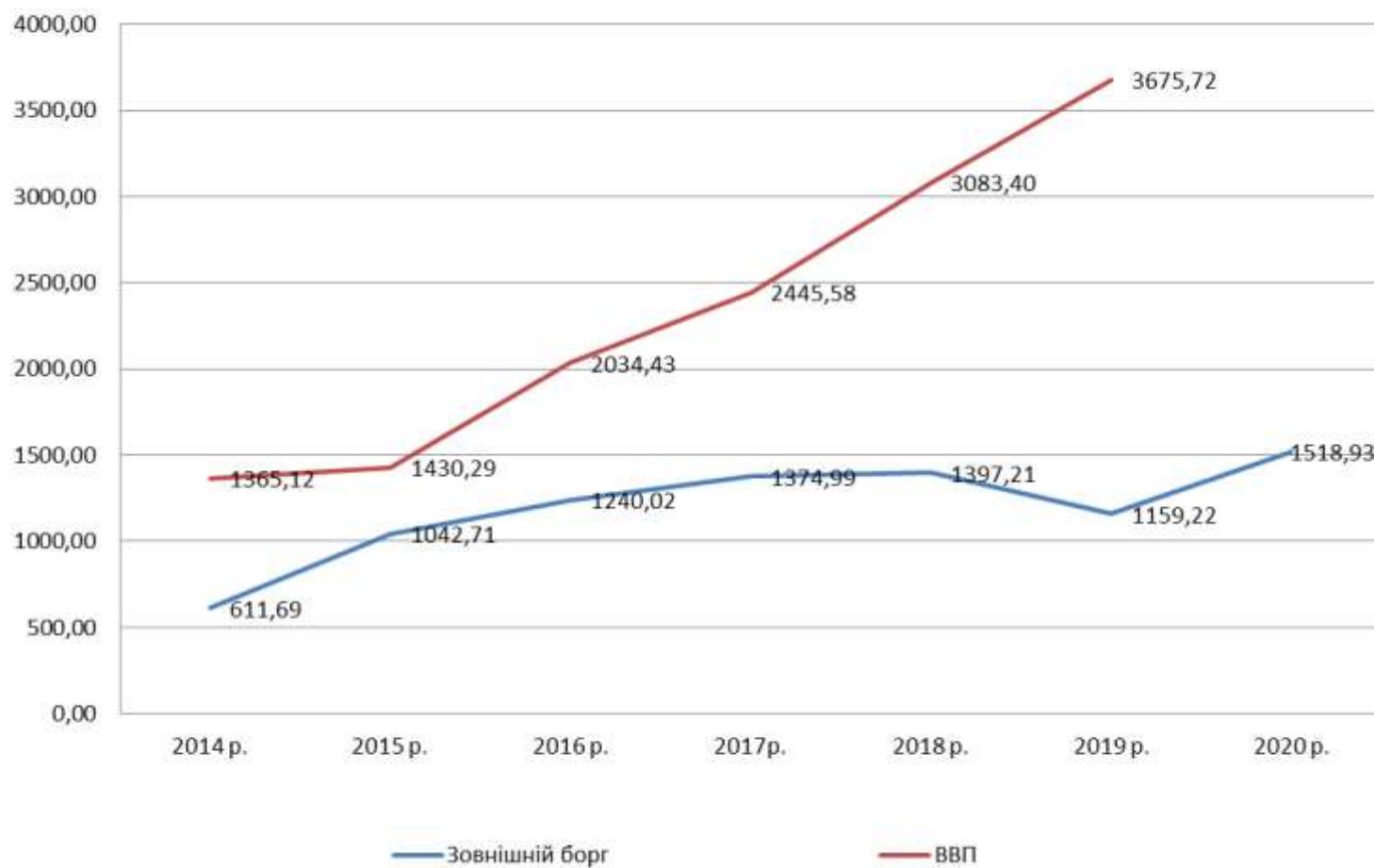
Рік	Державний борг, млрд. грн.	Зовнішній борг, млрд. грн.	Частка, %	Внутрішній борг, млрд. грн.	Частка,%	Держборг / ВВП, %
2013	584,1	300,0	51,4	284,1	48,6	40,1
2014	1100,6	611,7	55,6	488,9	44,4	70,2
2015	1572,1	1042,6	66,3	529,5	33,7	79,4
2016	1929,8	1240,1	64,3	689,7	35,7	81,0
2017	2141,7	1374,9	64,2	766,8	35,8	71,8
2018	2168,6	1397,2	64,4	771,4	35,6	60,9
2019	1998,3	1159,2	58,0	839,1	42,0	50,3
2020	2 551,9	1 518,9	59,52	1 033,0	40,48	-

Додаток И

Динаміка зовнішніх державних запозичень МФО за 2015 – 2020 р.р. станом на 31.12 кожного року, млрд. грн.



Динаміка ВВП та зовнішнього боргу України у 2014 – 2020 р.р., млрд. грн.

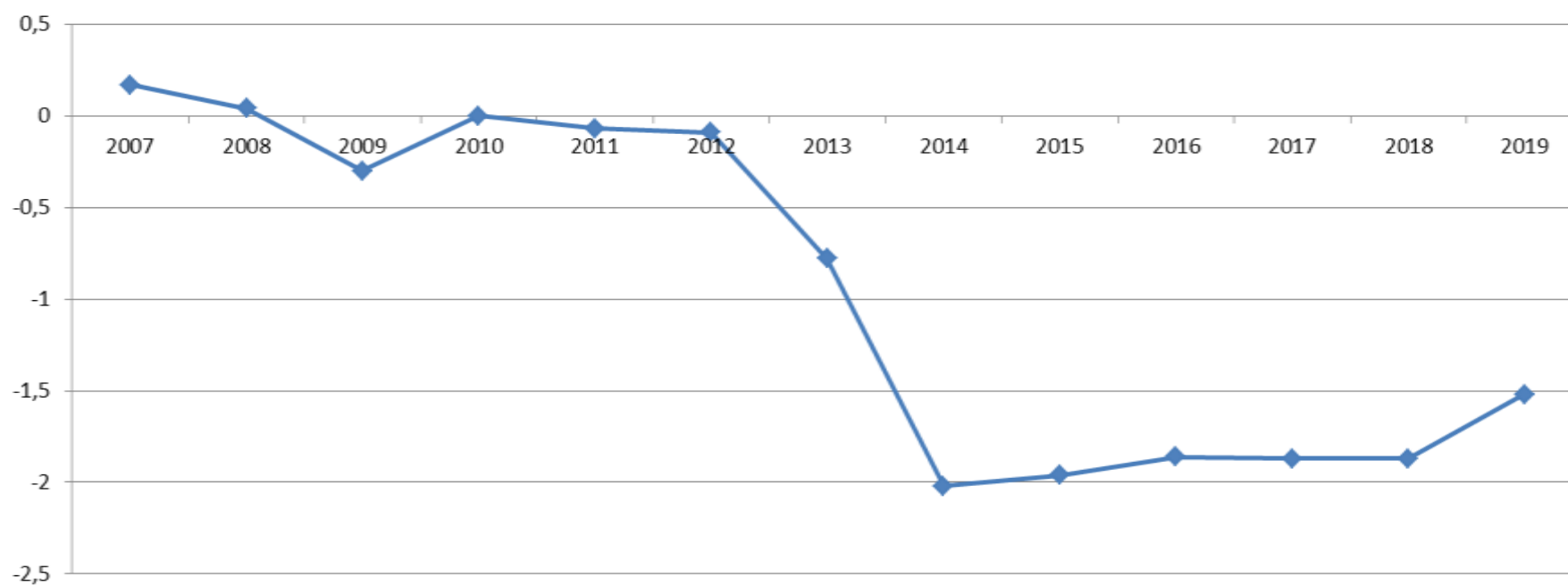


Додаток Л

Розрахунок показників боргової безпеки України протягом 2015 –2019 років

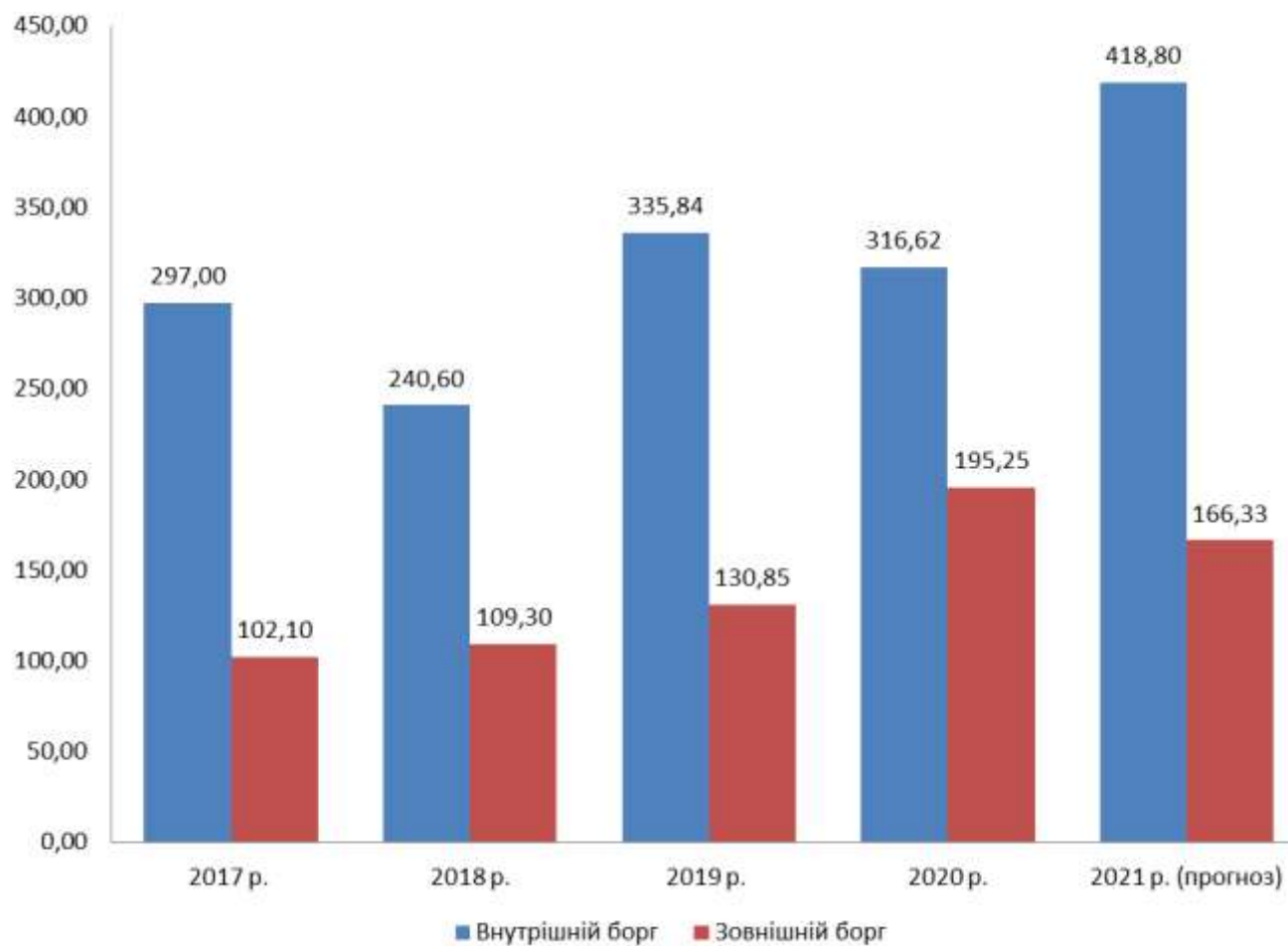
№	Показник	2016	2017	2018	2019
1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	81,0	71,8	60,9	50,3
2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП,%	121,7	103,9	87,7	79,2
3	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	13,7	16,1	18,2	20,8
4	Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	9,2	10,5	17,8	16,93
5	Індекс EMBI	860	574	571	607,46

Динаміка індикатора політичної стабільності згідно моделі Political System Stability Index протягом 2007 – 2019 років

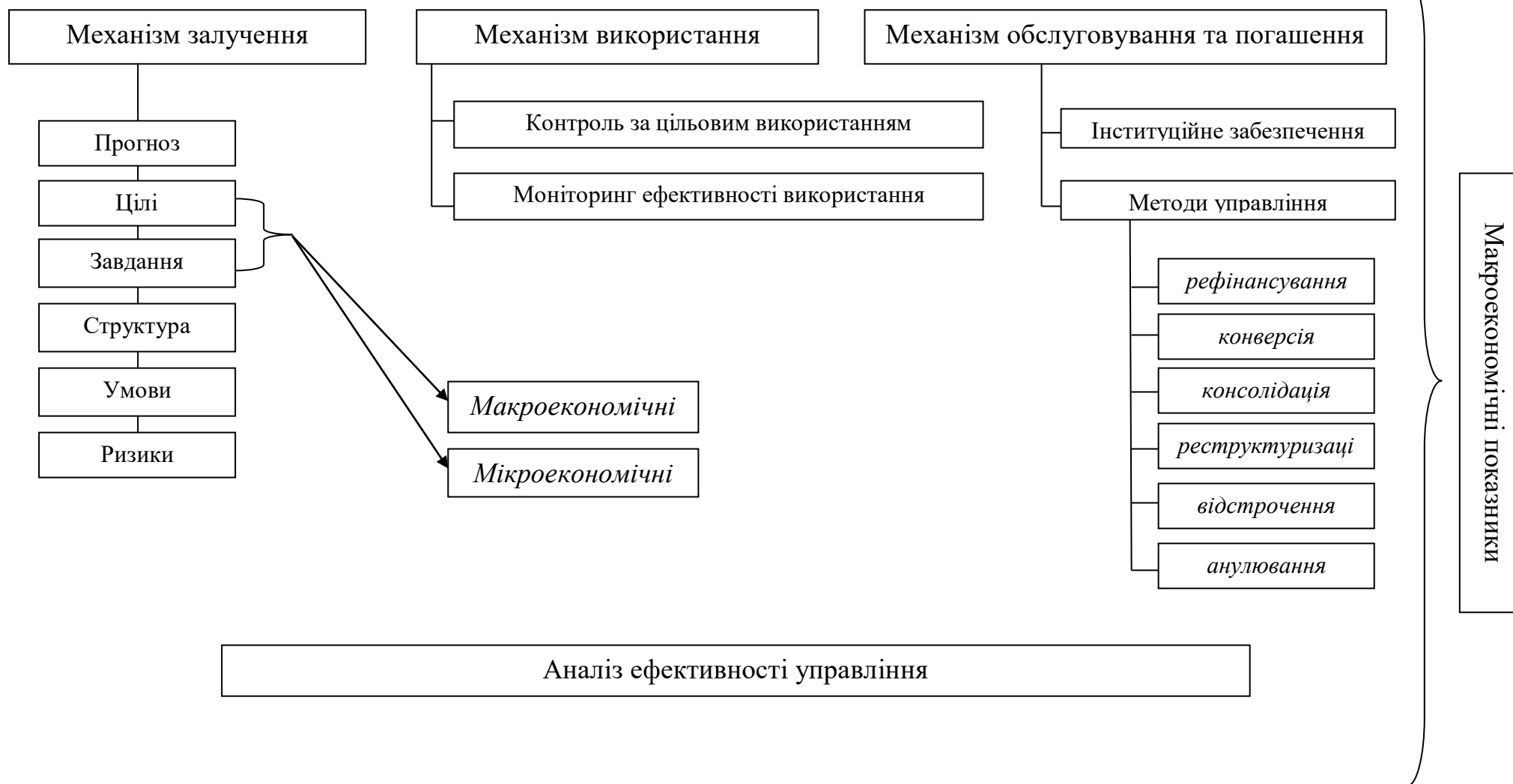


Додаток Н

Платежі із погашення та обслуговування державного боргу України у 2017 – 2021 роках*, млрд. грн.



Механізм управління зовнішнім державним боргом



Динаміка зміни ЗДБ України протягом 2014 – 2019 років

