

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

АНТОНОВ МАКСИМ СЕРГІЙОВИЧ

УДК 336.276(477)(043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ
УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ ДЕРЖАВИ

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит

Подається на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень.
Використання ідей, результатів і текстів інших
авторів мають посилання на відповідне джерело _____ М. С. Антонов

Науковий керівник:
Леонов Сергій Вячеславович
доктор економічних наук,
професор

Суми – 2017

АНОТАЦІЯ

Антонов М. С. Управління борговою стійкістю держави. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук (доктора філософії) за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». – Сумський державний університет, Суми, 2017.

Поглиблення фіскальних дисбалансів та зростання боргового навантаження країн світу та України у посткризовий період актуалізує не лише необхідність підвищення ефективності управління державним боргом, але й їх борговою стійкістю в цілому. В Україні необхідність формування методичного підґрунтя управління борговою стійкістю обумовлюється ще й критично високим рівнем боргового навантаження. Крім того на сьогодні остаточно не вирішеним залишається ряд теоретичних і методичних питань, які стосуються, зокрема: розмежування сутності понять «стійкість державного боргу» та «боргова стійкість держави»; упорядкування інструментарію оцінювання рівня боргової стійкості та ідентифікації боргових криз; формалізації впливу факторів на боргову стійкість держави; удосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління борговою стійкістю держави; використання аудиту ефективності державного боргу як основи підвищення прозорості такої системи управління.

Удосконалення теоретичних положень та науково-методичних підходів до управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів та інституційних перетворень в Україні є вагомим кроком у цьому напрямі.

Об'єктом дослідження є методичний інструментарій аналізу, оцінювання, моніторингу та контролю боргової стійкості держави.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають між органами центральної влади та місцевого самоврядування, міжнародними фінансовими організаціями з приводу управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів.

Методологічним базисом дисертаційної роботи є положення економічної теорії, теорії фінансів, зокрема й державних фінансів, теорії управління, теорії систем, ризикології, інституційної теорії а також науковий доробок вітчизняних та зарубіжних учених із питань управління борговою стійкістю та державним боргом.

Згідно з визначеними завданнями використано такі методи наукового дослідження: декомпозиційний аналіз – для визначення сутності та формалізації поняття «боргова стійкість держави»; логічне узагальнення та наукову абстракцію, порівняльний аналіз – для систематизації світової й вітчизняної практики управління борговою стійкістю держави, визначення його детермінант, обґрунтування категоріального апарату; кореляційний аналіз – для аналізу напряму впливу факторів на рівень боргової стійкості; методи статистичного аналізу – для оцінювання індикаторів боргової стійкості держави; карти Шухарта та метод Ірвіна – для моніторингу та прогнозування боргової стійкості держави.

Інформаційно-фактологічною базою дослідження виступає законодавство України, звітно-аналітична інформація Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України; нормативні та звітні документи Організації економічного співробітництва та розвитку, Європейської комісії, Міжнародного валютного фонду, аналітичні дані Світового банку; результати наукових досліджень із питань управління державним боргом та борговою стійкістю держави.

Проведення дисертаційного дослідження дозволило вирішити ряд наукових завдань, спрямованих на розвиток методичного підґрунтя управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів та інституційних перетворень в Україні.

Зокрема у ході декомпозиційного аналізу визначено сутність поняття «боргова стійкість держави» та його ключові детермінанти. Під борговою стійкістю автор розуміє характеристику здатності держави виконувати як прямі, так і гарантовані державою боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів з його реструктуризації чи списання, з підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності й темпів економічного зростання за прийнятного рівня ризиків (боргових уразливостей). Такий підхід враховує

рівневий, функціональний, композиційний, ризик-орієнтований і обліковий підходи та дозволяє врахувати усі складові боргової стійкості держави з метою проведення повного та своєчасного оцінювання, підвищення прозорості та ефективності управління державним боргом та регулювання фінансово-економічної стійкості держави в цілому.

Серед ключових елементів системи управління борговою стійкістю держави важливим є виділення принципів, умов функціонування, мети, завдань, суб'єктів та об'єктів управління, механізму управління та етапів. Серед етапів управління борговою стійкістю держави та державним боргом автором запропоновано виділяти етапи аналізу, оцінювання, прогнозування, моніторингу і контролю, що дозволить комплексно підійти до такого управління з урахуванням проведеної структуризації поняття «боргова стійкість держави» та процесно-структурного підходу до побудови системи такого управління.

Дослідження сучасних тенденцій розвитку систем управління борговою стійкістю держави дозволяє виділити її ключові детермінанти з урахуванням посткризових глобалізаційних викликів, зокрема необхідність розширення спектру інструментів ризик-менеджменту боргових зобов'язань держави; нівелювання впливу макроекономічних шоків та ризиків рефінансування; необхідність перегляду традиційних підходів до оцінювання індикаторів стану та динаміки державного боргу; забезпечення операційної гнучкості управляючих державним боргом; посилення комунікацій зі стейкхолдерами та кредиторами у процесі управління державним боргом; забезпечення співробітництва та координації в сфері управління боргом. Урахування зазначених детермінант перетворює процес управління державним боргом у традиційному розумінні на процес управління борговою стійкістю держави у актуальному значенні.

Дослідження впливу макроекономічних та фінансових факторів на боргову стійкість країн світу й України дозволили сформуувати систему багатофакторних регресійних моделей, які на відміну від існуючих, враховують сукупність макроекономічних (демографія та ринок праці, реальний сектор, платіжний баланс) та фінансових груп факторів (потоки капіталу, грошово-кредитний ринок,

банківська система і доступ до фінансування) та дозволяють комплексно оціни механізм взаємного поєднання таких факторів за ефектами боргових спіралей: «подвійний дефіцит платіжного балансу – дефіцит державного бюджету», «міжнародні резерви – девальваційно-інфляційна спіраль», «інфляція – падіння промислового виробництва і ВВП».

З метою оцінювання боргової стійкості держави розроблено науково-методичні засади оцінювання боргової стійкості держави, які, на відміну від існуючих, передбачають розробку системи ризик-орієнтованих індикаторів, згрупованих відповідно до основних цільових таргетів підтримання боргової стійкості держави (ліквідність, платоспроможність та вразливість до ризиків), періодичне та інтегральне визначення їх стійкості через статистичні параметри варіації з лагами, що відповідають бюджетним циклам. На відміну від існуючих вони поєднують як статичний, так і динамічний підходи до аналізу рівня боргової стійкості та дозволяють завчасно сигналізувати про ризики її втрати.

Автором вперше розвинуто науково-методичний підхід до прогнозування боргової стійкості України, за такою послідовністю: інтегрального, поелементного оцінювання за допомогою карт Шухарта та виявлення аномальних (кризових) значень певних боргових індикаторів (сектору загального державного управління, центрального банку, депозитних корпорацій (крім центрального банку) та інших секторів (корпоративного) на основі їх верифікації за методом Ірвіна. Зазначена методика дозволяє зафіксувати діапазони втрати боргової стійкості – виникнення боргових криз як на річних, так і кварталних періодах та зорієнтована на їх раннє прогнозування.

На основі розуміння сутності «незалежної фіскальної інституції» як політично відокремленої установи публічного типу з нормативно визначеним статусом, місією і завданнями, фінансуванням у межах захищених статей бюджету, парламентською та громадською підзвітністю, паритетною участю з органами виконавчої і законодавчої влади у формуванні, реалізації, оцінюванні ефективності та оптимізації фіскальної політики й політики управління борговою стійкістю

держави, автором окреслено їх статус та роль в управлінні борговою стійкістю держави та деталізовано структурно-логічну схему їх функціонування.

На відміну від існуючих, розвинута схема спирається на Рекомендації про принципи для незалежних фіскальних інституцій ОЕСР та Керівництво з управління державним боргом МВФ та повною мірою враховує особливості агентської моделі управління борговою стійкістю держави американського типу.

З метою удосконалення організаційно-економічне забезпечення імплементації фіскальних правил в Україні автор підкреслює необхідність поєднання «золотого» правила з борговим правилом обмеження рівня квоти боргу у ВВП та структурного дефіциту у ВВП у середньостроковій перспективі, а також правил доходів і витрат у довгостроковій перспективі в комплексі з реалізацією заходів їх організаційно-економічного забезпечення. Вказаний підхід дозволяє сформулювати основу для переходу до моделі фіскальної політики, зорієнтованої на зниження проциклічності, підтримати на заданому рівні значення боргових таргетів та комплексно і гнучко регулювати управління борговою стійкістю держави у різних часових горизонтах.

Важливим здобутком у забезпеченні боргової стійкості України є формування організаційних та методичних основ аудиту ефективності управління державним боргом у розрізі 3 вимірів Кодексу фіскальної прозорості МВФ : фіскальна звітність, фіскальне прогнозування і бюджетування й аналіз та управління фіскальними ризиками, які охоплюють 11 груп принципів у чотирьох градаціях – відсутності відповідності, базової, доброї та передової практики їх врахування. Це дозволило розробити рекомендації щодо удосконалення механізму аудиту ефективності державного боргу у частині окреслення нової предметної області – управління борговою стійкістю держави, удосконалення його нормативного забезпечення, розмежування функцій з його проведення Рахунковою палатою України у цьому зв'язку та визначення критеріїв ефективності боргової політики уряду.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних

рекомендацій, які можуть бути використані Міністерством фінансів України в особі Урядового уповноваженого з питань управління державним боргом та відповідних департаментів: Департаментів державного бюджету, Департаменту боргової політики й Управління фіскальних ризиків при внесенні змін до Стратегії управління державним боргом, удосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління борговою стійкістю; Рахункової палати України – у ході здійснення аудиту ефективності державного бюджету та боргу.

Теоретичні й методичні положення дисертаційного дослідження впроваджено у діяльність: Департаменту з питань фінансового та економічного розвитку Секретаріату Кабінету міністрів України (довідка № 34-042/0/1-17 від 12.03.2017 р.) – при формуванні пріоритетів у діяльності державних органів влади на основі середньострокового бюджетного планування та Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2020 р.; Всеукраїнської професійної громадської організації «Спілка аудиторів України» (довідка № 15/17 від 28.02.2017 р.) – при формуванні організаційних та методичних основ аудиту ефективності державного боргу з урахуванням вимог Кодексу фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду; Слідчого управління фінансових розслідувань Офісу великих платників податків Державної фіскальної служби України (довідка № 18/132-1 від 02.03.2017 р.) – при розробці орієнтирів фіскальної політики, спрямованої на зниження проциклічності, у наступному звітному періоді та внесення поточних змін до фіскального законодавства.

Результати наукових розробок використовуються у навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Державні фінанси», «Фінанси» (акт про впровадження від 14.03.2017 р.).

Ключові слова: державний борг, боргова стійкість, управління борговою стійкістю держави, незалежна фіскальна інституція, фіскальне правило, аудит ефективності державного боргу, моніторинг боргової стійкості, оцінювання боргової стійкості, прогнозування боргової стійкості.

Список публікацій здобувача

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Антонов М.С. Діяльність держави на фінансовому ринку України в період світової фінансової кризи та подолання її наслідків / М.С.Антонов, П.М.Рубанов, О.В.Ісаєва // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління : монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. Суми: «Ярославна», 2013. С. 152-157 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль управління державним боргом у подоланні наслідків світової фінансової кризи* (0,2 друк. арк.).
2. Антонов М. С. Впровадження фіскальних правил як основи управління борговою стійкістю в Україні в умовах проциклічності фіскальної політики // Бізнес-інформ. 2016. № 6. С. 197-203 (0,68 друк. арк.). (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, CiteFactor (США) Academic Journals Database та ін. усього 20 баз).
3. Антонов М.С. Ризик-орієнтований підхід до побудови індикативної системи оцінювання боргової стійкості України // Інноваційна економіка. – 2016. №1. С.71-76 (0,81 друк. арк.). (РИНЦ, Index Copernicus).
4. Антонов М.С. Дослідження впливу державного боргу на показники економічного розвитку України // Вісник Української академії банківської справи. 2015. №1 (38). С.50-54 (0,51 друк. арк.). (Index Copernicus).
5. Антонов М.С. Дослідження сучасного стану боргової стійкості України // Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки та управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. Чернігів : ЧНТУ, 2014. №3(23). С. 116-121 (0,67 друк. арк.).
6. Антонов М.С. Систематизація теоретичних поглядів на проблему державного боргу // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». Випуск 9-1. Частина 1. 2014. С.9-13(0,48 друк. арк.).
7. Антонов М.С. Основні тенденції розвитку показників державного боргу України // Вісник Української академії банківської справи. 2014. №2 (37). С.81-85 (0,38 друк. арк.). (Index Copernicus).

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

8. Антонов М.С. Дослідження ключових індикаторів визначення стійкості державного боргу України // Нова економічна політика на світовому, державному та регіональному рівнях: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції (м.Одеса, 21-22 листопада 2014 року) / ГО «Центр економічних досліджень та розвитку». У 3-х частинах. О. :ЦЕДР, 2014. Ч.3. С. 33-35 (0,11 друк. арк.).

9. Антонов М. С. Теоретичні аспекти системи управління стійкістю державного боргу // «Управлінські науки в сучасному світі»: Матеріали I Наукової міжнародної конференції на честь доктора економічних наук, проф. Шкітіної М.І., 27 листопада 2014 року, Київський лінгвістичний університет . Київ, 2014 р. С. 23-26 (0,14 друк. арк.).

10. Антонов М. Аналіз факторів, що впливають на рівень стійкості державного боргу України // Матеріали XIII Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції «Тенденції сучасної науки» 1 – 14 листопада 2015. Кривий Ріг, 2015. С. 51-54 (0,14 друк. арк.).

11. Антонов М. С. Систематизація підходів щодо оцінювання стійкості державного боргу України // Економічний розвиток: теорія, методологія, управління [матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції]. Будапешт-Прага-Київ, 2015. С. 207-209 (0,16 друк. арк.).

12. Антонов М. С. Перспективи запровадження агентської моделі управління борговою стійкістю в Україні // Інновації та трансфер технологій: матеріали VII наук.-практ. конф. 25-27 травня 2016 р., м. Дніпропетровськ / ред. кол. : Я. В. Швець [та ін.]; МОН України, Нац. гірн. ун-т. Дніпропетровськ : НГУ, 2016. С. 185-187(0,16 друк. арк.).

Наукові праці, які додатково відображають наукові результати дисертації:

13. Антонов М.С. Роль аудиту ефективності в забезпеченні боргової стійкості держави // Науковий журнал «Virtus». 2015. №4 (38). С.116-120 (0,53 друк. арк.). (Scientific Indexing Services, Citefactor).

14. Антонов М.С. Формування системи індикаторів стійкості державного боргу України // Економіка і фінанси. 2015. № 8-9. С.4-12 (0,51 друк. арк.). (РИНЦ, Index Copernicus).

SUMMARY

Antonov M. S. State debt sustainability management. – Qualifying scientific work as the manuscript.

The thesis for the degree of candidate of economic sciences (PhD) on specialty 08.00.08 «Money, Finance and Credit. – Sumy State University, Sumy, 2017.

The deepening of fiscal imbalances and debt burden rising in countries all over the world and Ukraine in the post-crisis period actualizes need to improve public debt management, and state debt sustainability. In Ukraine, the need to form the methodical basis debt sustainability management is important because of critically high debt burden. It led to a situation of technical default on the background of the economic recession in 2015.

Also today is not completely solved a number of theoretical and methodological issues relating to, inter alia: the nature distinction notions of «public debt sustainability» and «state debt sustainability»; organizing tool of debt sustainability assessment and identification of the debt crisis; formalization of influence factors on debt sustainability; improving institutional and instrumental support for debt sustainability management; use efficiency audit of public debt as the basis of increasing the transparency of the debt sustainability management system

Improving scientific theoretical issues and methodological approaches to state debt sustainability management in terms of fiscal imbalances and institutional reforms in Ukraine is an important step in this direction. The object of the study is methodological tools of the analysis, evaluation, monitoring and control of state debt sustainability. The subject of research are economic relations arising between the body of central government and local governments, international financial institutions on the state debt sustainability management in terms of fiscal imbalances. The methodological basis of the thesis is the provision of economic theory, the theory of finance, including public finance, management theory, systems theory, risk-management theory, institutional theory and scientific

achievements of domestic and foreign scholars on issues of debt sustainability management and public debt.

According to the defined objectives, the following methods of scientific study were used: decomposition analysis – to determine the nature and the formalization of the concept of «state debt sustainability»; logical generalization and abstraction, comparative analysis - for organizing international and domestic debt management practices state debt sustainability to determine its determinants, justify categorical apparatus; correlation analysis – to analyze the factors impact on the level of debt sustainability; methods of statistical analysis – for assessing debt sustainability of the country; Shuhart maps and method of Irwin – monitoring and forecasting the state debt sustainability.

As information basis of research was used the legislation of Ukraine, reporting and analytical information of the Ministry of Finance of Ukraine, the State Statistics Service of Ukraine; regulatory and accounting documents of the Organization for Economic Cooperation and Development, European Commission, International Monetary Fund, the analytical data of the World Bank; results of research on debt management and state debt sustainability.

Carrying out of the research has helped to solve a number of scientific tasks aimed at developing the methodological basis of state debt sustainability management, analysis, evaluation, monitoring, control and institutional support.

During decomposition analysis of the essence of the concept of «state debt sustainability» was identified as well as its key determinants. Under the state debt author sustainability author understands the state's ability to perform both direct and guaranteed debt, not increasing the debt burden without its resorting restructuring or cancellation, the maintenance of a sufficient level of liquidity, solvency and economic growth for the acceptable level risks (debt vulnerabilities).

This approach takes in to account tiered, functional, compositional, and risk-based approaches and all the components of state debt sustainability to conduct a full and timely assessment, transparency, and public debt management and regulation of financial and economic stability of the state as a whole.

The key elements of the system of state debt sustainability are the principles, goals, objectives, subjects and objects, management methods (tools, instruments) and stages. Among the stages of debt sustainability management author proposes to allocate stages of analysis, evaluation, forecasting, monitoring and control, allowing a complex approach to such management based on process-structural approach.

Study of current trends in the debt sustainability management can identify its key determinants, taking into account the post-crisis globalization challenges, including the need to expand the range of instruments for risk management of the state liabilities; leveling influence of macroeconomic shocks and refinancing risks; the need to review traditional approaches to evaluation and indicators of the dynamics of public debt; providing operating flexibility in managing public debt; strengthening communication with stakeholders and investors in the management of public debt; ensuring cooperation and coordination in the field of debt management.

Considering these determinants transforms the process of public debt management in the traditional sense to the management of the state debt sustainability.

The influence of exogenous factors on the debt sustainability of the world and Ukraine allowed to form a system of multivariate regression models, which, unlike the existing ones, taking into account a set of macroeconomic (demography and the labor market, real sector, balance of payments) and financial groups factors (capital flows, monetary market, banking and access to finance) and allow to evaluate the mechanism of mutual combination of factors on the debt spiral effects, «double deficit balance of payments – the state budget deficit»,» international reserves – devaluation-inflation spiral», «inflation – the fall in industrial production and GDP».

To assess state debt sustainability scientific and methodological principles were developed. This principles include risk-based indicators grouped under the main target maintaining state debt sustainability (liquidity, solvency and vulnerability to risk) periodic and integral evaluation of their stability through statistical variation of parameters with lags corresponding budget cycle. Unlike existing they combine both static and dynamic approaches to the analysis of debt sustainability and allow to identify the advance signal the risk of its loss.

Scientific and methodical approach to forecasting the Ukraine's debt sustainability was developed in the following sequence: integral, element by element estimation using Shuhart maps and identification abnormal (emergency) values of certain debt indicators (general government, central bank, depository corporations (except the central bank) and other sectors (corporate) based verification method of Irwin. The technique allows to record losses of debt sustainability – of debt crises both annually and quarterly periods and focused on their earlier prediction.

The practical significance of the results is that the main provisions of the thesis can be used by the Ministry of Finance of Ukraine when making changes to the debt management strategy, improving institutional and instrumental support debt sustainability management, by the Accounting Chamber of Ukraine – in the course of the audit the effectiveness of state budget and debt.

The practical significance of the results is that the main provisions of the thesis brought to the level of teaching materials and practical recommendations that can be used by Department of Finance and Economic Development of the Cabinet of Ministers of Ukraine (reference number 34-042 / 0 / 1-17 from 12.03.2017 g.) – in shaping priorities of public authorities government based on medium-term budget planning and National strategy of regional development for 2020; National professional community organization «Union of Auditors of Ukraine» (reference number 15/17 of 28.02.2017 p.) – in the formation of organizational and methodological foundations of efficiency audit of public debt; Investigative department of financial investigation Offices of large tax payers of the State Fiscal Service of Ukraine (certificate number 18 / 132-1 from 02.03.2017 p.) – the development orientation of fiscal policy aimed at reducing procyclicality in the next reporting period and making changes to the current fiscal legislation..

The results of scientific research are used for educational process in SSU in teaching subjects «Public Finance», «Finance» (certificate on the implementation of 14.03.2017).

Key words: public debt, debt sustainability, state debt sustainability management, independent fiscal institution, fiscal rule, performance audit of public debt, debt sustainability monitoring, debt sustainability assessment, debt sustainability forecasting.

Publication list

Scientific papers, in which the main scientific results of the dissertation are published:

1. Antonov M.S. Diyal'nist' derzhavy na finansovomu rynku Ukrayiny v pe-riod svitovoyi finansovoyi kryzy ta podolannya yiyi naslidkiv / M.S.Antonov, P.M.Rubanov, O.V.Isayeva // Derzhava, pidpryyemstva ta banky v systemi antykry-zvovho upravlinnya : monohrafiya / za red. d.e.n., prof. T. A. Vasyl'yevoyi, k.e.n. O. B. Afanas'yevoyi. Sumy: «Yaroslavna», 2013. S. 152-157 (0,6 druk. ark.). Osobystyy vnesok: (0,2 druk. ark.).
2. Antonov M. S. Vprovadzhennya fiskal'nykh pravyl yak osnovy upravlinnya borhovoyu stiykisty v Ukrayini v umovakh protsyklichnosti fiskal'noyi polityky // Bi-znes-inform. 2016. № 6. S. 197-203 (0,68 druk. ark.). (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, CiteFactor (SShA) Academic Journals Database).
3. Antonov M.S. Ryzyk-oriyentovanyy pidkhid do pobudovy indykatyvnoyi sys-temy otsynuyannya borhovoyi stiykosti Ukrayiny // Innovatsiyna ekonomika. 2016. №1. S.71-76 (0,81 druk. ark.). (RYNTs, Index Copernicus).
4. Antonov M.S. Doslidzhennya vplyvu derzhavnogo borhu na pokaznyky ekonomichnoho rozvytku Ukrayiny // Visnyk Ukrayins'koyi akademiyi bankivs'koyi spra-vy. 2015. №1 (38). S.50-54 (0,51 druk. ark.). (Index Copernicus).
5. Antonov M.S. Doslidzhennya suchasnoho stanu borhovoyi stiykosti Ukrayiny // Naukoviy visnyk Chernihivs'koho derzhavnogo instytutu ekonomiky ta upravlinnya. Seriya 1, Ekonomika: zbirnyk naukovykh prats'. Chernihiv : ChNTU, 2014. №3(23). S. 116-121 (0,67 druk. ark.).
6. Antonov M.S. Systematyzatsiya teoretychnykh pohlyadiv na problemu der-zhavnoho borhu // Naukovyy visnyk Khersons'koho derzhavnogo universytetu. Seriya «Ekonomichni nauky». Vypusk 9-1. Chastyna 1. 2014. S.9-13(0,48 druk. ark.).
7. Antonov M.S. Osnovni tendentsiyi rozvytku pokaznykiv derzhavnogo borhu Ukrayiny // Visnyk Ukrayins'koyi akademiyi bankivs'koyi spravy. 2014. №2 (37). S.81-85 (0,38 druk. ark.). (Index Copernicus).

Scientific papers certifying the testing of the materials of the dissertation:

8. Antonov M.S. Doslidzhennya klyuchovykh indyikatoriv vyznachennya stiykosti derzhavnogo borhu Ukrayiny // Nova ekonomichna polityka na svitovomu, derzhavno-mu ta rehional'nomu rivnyakh: zbirnyk tez naukovykh robit uchasnykiv Mizhnarodnoyi naukovo-praktychnoyi konferentsiyi (m.Odesa, 21-22 lystopada 2014 roku) / HO «Tsentr ekonomichnykh doslidzhen' ta rozvytku». U 3-kh chastynakh. O.:TsEDR, 2014. Ch.3. S. 33-35 (0,11 druk. ark.).

9. Antonov M. S. Teoretychni aspekty systemy upravlinnya stiykisty derzhavnogo borhu // «Upravlins'ki nauky v suchasnomu sviti»: Materialy I Naukovoyi mizhnarodnoyi konferentsiyi na chest' doktora ekonomichnykh nauk, prof. Shkitinoyi M.I., 27 lystopada 2014 roku, Kyyivs'kyy lnhvistychnyy universytet . Kyyiv, 2014. S. 23-26 (0,14 druk. ark.).

10. Antonov M. Analiz faktoriv, shcho vplyvayut' na riven' stiykosti derzhavnogo borhu Ukrayiny // Materialy KhIII Vseukrayins'koyi naukovo-praktychnoyi Internet-konferentsiyi «Tendentsiyi suchasnoyi nauky» 1 – 14 lystopada 2015. Kryvyy Rih, 2015. S. 51-54 (0,14 druk. ark.).

11. Antonov M. S. Systematyzatsiya pidkhodiv shchodo otsinyuvannya stiykosti derzhavnogo borhu Ukrayiny // Ekonomichnyy rozvytok: teoriya, metodolohiya, upravlinnya [materialy III Mizhnarodnoyi naukovo-praktychnoyi konferentsiyi]. Budapesht-Praha-Kyyiv, 2015. S. 207-209 (0,16 druk. ark.).

12. Antonov M. S. Perspektyvy zaprovadzhennya ahent's'koyi modeli upravlinnya borhovoyu stiykisty v Ukrayini // Innovatsiyi ta transfer tekhnolohiy: materialy VII nauk.-prakt. konf. 25-27 travnya 2016 r., m. Dnipropetrovs'k / red. kol. : Ya. V. Shvets' [ta in.]; MON Ukrayiny, Nats. hirn. un-t. Dnipropetrovs'k : NHU, 2016. S. 185-187(0,16 druk. ark.).

**Scientific papers, which additionally reflect the scientific results of the
dissertation**

13. Antonov M.S. Rol' audytu efektyvnosti v zabezpechenni borhovoyi stiyko-sti derzhavy // Naukovyy zhurnal «Virtus». 2015. № 4 (38). S.116-120 (0,53 druk. ark.). (Scientific Indexing Services, Citefactor).

14. Antonov M.S. Formuvannya systemy indykatoriv stiykosti derzhavnoho borhu Ukrayiny // Ekonomika i finansy. 2015. № 8-9. S.4-12 (0,51 druk. ark.). (RYNTs, Index Copernicus).

ЗМІСТ

ВСТУП.....	20
РОЗДІЛ І ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ ДЕРЖАВИ.....	28
1.1 Декомпозиційний аналіз поняття «боргова стійкість держави»	28
1.2 Детермінанти процесу управління борговою стійкістю держави у сучасних умовах.....	48
1.3 Світовий та національний досвід управління борговою стійкістю держави.....	61
Висновки за розділом 1.....	81
РОЗДІЛ 2 РОЗВИТОК НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД АНАЛІЗУ, ОЦІНЮВАННЯ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВИ	85
2.1 Аналіз впливу факторів на рівень боргової стійкості в умовах дестабілізації системи державних фінансів	85
2.2 Ризик-орієнтований підхід до оцінювання боргової стійкості держави	103
2.3 Прогнозування рівня боргової стійкості держави та ідентифікація боргових криз.....	133
Висновки за розділом 2.....	147
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ МОНІТОРИНГУ ТА КОНТРОЛЮ УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ ДЕРЖАВИ	152
3.1 Інституційне забезпечення управління борговою стійкістю в Україні	152
3.2 Інструментальне забезпечення моніторингу в управлінні борговою стійкістю держави: впровадження боргових таргетів та правил.....	172
3.3 Підвищення ефективності та прозорості системи управління борговою стійкістю: роль аудиту ефективності як її контрольного механізму	194
Висновки за розділом 3.....	212
ВИСНОВКИ.....	216

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	259
ДОДАТКИ.....	219
Додаток А.....	219
Додаток Б	222
Додаток В.....	224
Додаток Д.....	226
Додаток Е	229
Додаток Ж.....	231
Додаток И.....	232
Додаток К.....	237
Додаток Н.....	254

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Безпрецедентне нарощування розвиненими країнами світу обсягів валового державного боргу (105,1 % у середньому від ВВП цих країн у 2016 р. порівняно із 74,6 % у 2006 р.) посилює передумови виникнення масштабних боргових криз. Значні зусилля країн Євросони, спрямовані на подолання кризи неплатоспроможності в Греції та інших країнах групи PIGS, переконливо свідчать про необхідність перегляду принципів та методів управління борговою стійкістю держави країн – членів Європейського Союзу. Фіскальна консолідація, обмеження експансивної боргової політики реальною здатністю економіки до відтворення й зростання, нівелювання впливу макроекономічних шоків та ризиків постають на сьогодні ключовими питаннями в ході досягнення боргової стійкості держави. В Україні ускладнення військово-політичної та економічної ситуації є одними із визначальних передумов формування дисбалансів у сфері державних фінансів в цілому та боргової безпеки зокрема. Укладена восени 2015 р. угода про реструктуризацію державного боргу України ще більше актуалізує потребу в удосконаленні підходів до управління борговою стійкістю держави.

Фундаментальні засади управління борговою стійкістю держави сформували зарубіжні вчені: Б. Альохін, Р. Барро (R. Barro), О. Бланшард (O. Blanchard), Л. Брагінська, В. Вавилов, А. Гош (A.R. Ghosh), К. Дебрун (X. Debrun), Л. Калмфорс (L. Calmfors), Дж. Кейнс (J.M. Keynes), Т. Кінда (T. Kinda), М. Кумар (M. Kumar), Р. Масгрейв (R. A. Musgrave), Р. Нек (R. Neck) Ж.-Е. Сторм (J.-E. Sturm). Значний внесок у дослідження теорії та практики запобігання виникненню боргових криз зробили також і вітчизняні науковці, зокрема: О. Барановський, Т. Богдан, В. Геєць, О. Грубляк, Н. Зражевська, В. Калитчук, О. Карапетян, В. Козюк, О. Колот, Г. Кучер, С. Леонов, В. Лісовенко, І. Луніна, О. Лондар, С. Лондар, І. Лютий, І. Федорович, В. Федосов, Р. Цицик та інші.

У той самий час на сьогодні остаточно не вирішеним залишається ряд теоретичних і методичних питань, які стосуються, зокрема: розмежування сутності понять «стійкість державного боргу» та «боргова стійкість держави»; упорядкування інструментарію оцінювання рівня боргової стійкості держави та ідентифікації боргових криз; формалізації впливу факторів на боргову стійкість держави; удосконалення інституційного забезпечення управління борговою стійкістю держави; механізмів застосування системи фіскальних правил, проведення аудиту ефективності управління державним боргом тощо. Недостатня вирішеність окреслених проблем та необхідність формування цілісного уявлення про управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана у контексті: «Основних наукових напрямів та найважливіших проблем фундаментальних досліджень у галузі природничих, технічних і гуманітарних наук на 2014–2018 рр.» (Постанова Президії НАН України від 20.12.2013 р. № 179), а саме напряму «Гармонізація податково-бюджетної, грошово-кредитної та соціально-економічної політики»; «Стратегії сталого розвитку Україна – 2020» (Указ Президента України від 12.01.2015 р. № 5/2015); «Стратегії управління державними фінансами на 2017–2021 рр.» (Розпорядження КМУ від 08.02.2017 р. № 142-р). Дисертація виконана відповідно до тематики науково-дослідних робіт Сумського державного університету. Зокрема, до науково-технічного звіту ««Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782) увійшли висновки та узагальнення щодо компаративного аналізу світового та національного досвіду управління борговою стійкістю держави, визначення її детермінант; до теми «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер державної реєстрації 0107U012112) – результати аналізу впливу банківської системи на рівень боргової стійкості держави в умовах дестабілізації системи державних фінансів.

Мета та завдання дослідження. Метою дослідження є вдосконалення теоретичних положень і науково-методичних підходів до управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів та інституційних перетворень в Україні.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішити такі завдання:

- уточнити сутність та відмінності понять «стійкість державного боргу» та «боргова стійкість держави»;
- дослідити сутність управління борговою стійкістю держави та елементи системи управління борговою стійкістю держави;
- систематизувати світовий та вітчизняний досвід управління борговою стійкістю держави;
- удосконалити методичні основи формалізації факторного впливу на боргову стійкість держави;
- поглибити систему ризик-орієнтованих індикаторів та методичний інструментарій комплексного оцінювання боргової стійкості держави;
- розробити методичні засади раннього прогнозування втрати боргової стійкості держави, визначення періодів та потенційних тригерів виникнення боргових криз;
- обґрунтувати організаційні та методичні засади створення в Україні незалежної фіскальної інституції;
- вдосконалити механізми та організаційно-економічне забезпечення застосування в Україні системи фіскальних (боргових) правил;
- оцінити відповідність національної практики розкриття інформації про боргову сферу в Україні принципам кодексу Фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду та розробити рекомендації щодо вдосконалення механізму аудиту ефективності управління державним боргом.

Об'єктом дослідження є методичний інструментарій аналізу, оцінювання, моніторингу та контролю боргової стійкості держави.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають між органами центральної влади та місцевого самоврядування, міжнародними фінансовими

організаціями з приводу управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів.

Методи дослідження. Методологічним базисом дисертаційної роботи є положення економічної теорії, теорії фінансів, зокрема й державних фінансів, теорії управління, теорії систем, ризикології, інституційної теорії, а також праці вітчизняних та зарубіжних учених із питань управління державними фінансами в умовах фіскальних дисбалансів.

Відповідно до завдань використано такі методи наукового дослідження: декомпозиційний аналіз – для визначення сутності боргової стійкості держави; логічне узагальнення та наукову абстракцію, порівняльний аналіз – для систематизації практики управління борговою стійкістю держави, визначення його детермінант; кореляційний аналіз – для аналізу напряму впливу факторів на рівень боргової стійкості держави; методи статистичного аналізу – для оцінювання індикаторів боргової стійкості держави; карти Шухарта та метод Ірвіна – для розроблення методичного інструментарію моніторингу та прогнозування боргової стійкості держави.

Інформаційно-фактологічною базою дослідження виступає законодавство України, звітно-аналітична інформація Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України; нормативні та звітні документи, а також аналітичні дані Організації економічного співробітництва та розвитку, Європейської комісії, Міжнародного валютного фонду, Світового банку; результати наукових досліджень із питань запобігання виникненню боргових криз.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні науково-прикладного завдання щодо розвитку методичного підґрунтя управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів та інституційних перетворень в Україні.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до раннього прогнозування втрати боргової стійкості держави, що передбачає діагностику за допомогою карт Шухарта

періодів (у річному вимірюванні на агрегованому масиві даних з економіки в цілому) та потенційних тригерів (у кварталному вимірюванні за секторами походження зовнішнього боргу) можливого виникнення боргової кризи з подальшою верифікацією методом Ірвіна на однорідність та аномальність тих часових діапазонів динамічних рядів, де встановлено втрату боргової стійкості держави;

удосконалено:

– методичний інструментарій аналізу впливу екзогенних факторів на боргову стійкість держави, що на відміну від існуючих базується на системі багатофакторних регресійних рівнянь залежності співвідношення обсягу державного боргу до ВВП від сукупності макроекономічних факторів (характеризують зміни демографічних процесів, на ринку праці, в реальному секторі, в платіжному балансі) та фінансових факторів (характеризують зміни в потоках капіталу, на грошово-кредитному ринку, в банківській системі та можливостях доступу до фінансових ресурсів). Це дозволило комплексно оцінити перехресний вплив факторів у межах боргових спіралей: «подвійний дефіцит платіжного балансу – дефіцит державного бюджету», «міжнародні резерви – девальваційно-інфляційна спіраль», «інфляція – спад промислового виробництва і ВВП»;

– науково-методичні засади оцінювання рівня боргової стійкості держави, які на відміну від існуючих передбачають розроблення системи ризик-орієнтованих індикаторів, згрупованих відповідно до основних цільових таргетів підтримання боргової стійкості держави (ліквідність, платоспроможність та уразливість до ризиків), періодичне та інтегральне визначення їх стійкості через статистичні параметри варіації з лагами, що відповідають бюджетним циклам;

– методичні та організаційні засади інституційного забезпечення управління борговою стійкістю держави шляхом розроблення структурно-логічної схеми функціонування в Україні незалежної фіскальної інституції, пріоритезації її завдань, функціональної координації її діяльності з іншими органами управління борговою стійкістю держави, а також уточнення її сутності як політично відокремленої

установи публічного типу з нормативно визначеним статусом, місією і завданнями, фінансуванням у межах захищених статей бюджету, парламентською та громадською підзвітністю, паритетною участю з органами виконавчої і законодавчої влади у формуванні, реалізації, оцінюванні ефективності та оптимізації фіскальної політики й політики управління борговою стійкістю держави;

набули подальшого розвитку:

– науково-методичний підхід до визначення сутності боргової стійкості держави як характеристики здатності держави виконувати як прямі, так і гарантовані державою боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів з його реструктуризації чи списання, з підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності й темпів економічного зростання за прийняттого рівня ризиків (боргових уразливостей). На відміну від існуючих він спирається на рівневий, функціональний, композиційний, ризик-орієнтований та обліковий підходи, що дозволяє врахувати усі складові боргової стійкості держави, забезпечити прозорість та ефективність управління нею;

– методичні засади моніторингу боргової стійкості держави шляхом поглиблення механізму застосування фіскальних правил в Україні через: 1) поєднання «золотого» правила з борговим правилом обмеження рівня квоти боргу у ВВП та структурного дефіциту у ВВП в середньостроковій перспективі; 2) комплексну реалізацію правил доходів і витрат у довгостроковій перспективі та заходів їх організаційно-економічного забезпечення. Це дозволяє сформуванню основи для переходу до моделі фіскальної політики, зорієнтованої на зниження проциклічності, підтримати на заданому рівні значення боргових таргетів, комплексно і гнучко регулювати інструментарій управління борговою стійкістю держави у різних часових горизонтах;

– методичні основи контролю ефективності управління борговою стійкістю держави шляхом проведення узагальненого оцінювання відповідності національної практики розкриття інформації про боргову сферу в Україні принципам фіскальної прозорості (фіскальна звітність, фіскальне прогнозування і бюджетування, аналіз та управління фіскальними ризиками). Це дозволило розробити рекомендації щодо

удосконалення механізму аудиту ефективності управління державним боргом у частині окреслення нової предметної сфери – управління борговою стійкістю держави, удосконалення його функціонального та нормативного забезпечення, визначення критеріїв ефективності боргової політики уряду.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, які можуть бути використані Міністерством фінансів України при внесенні змін до Стратегії управління державним боргом, удосконаленні інституційного та інструментального забезпечення управління борговою стійкістю держави; Рахункової палати України – у ході здійснення аудиту ефективності державного бюджету та боргу.

Положення дисертації впроваджено у діяльність: Департаменту з питань фінансового та економічного розвитку Секретаріату Кабінету Міністрів України (довідка № 34-042/0/1-17 від 12.03.2017 р.) – при формуванні пріоритетів у діяльності державних органів влади на основі середньострокового бюджетного планування та Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2020 р.; Всеукраїнської професійної громадської організації «Спілка аудиторів України» (довідка № 15/17 від 28.02.2017 р.) – при формуванні організаційних та методичних основ аудиту ефективності державного боргу з урахуванням вимог Кодексу фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду; Слідчого управління фінансових розслідувань Офісу великих платників податків Державної фіскальної служби України (довідка № 18/132-1 від 02.03.2017 р.) – при розробленні орієнтирів фіскальної політики, спрямованої на зниження проциклічності, та внесенні поточних змін до фіскального законодавства.

Результати наукових розробок використовуються у навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Державні фінанси», «Фінанси» (акт про впровадження від 14.03.2017 р.)

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, висновки та рекомендації, що виносяться на

захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, зазначено у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: «Нова економічна політика на світовому, державному та регіональному рівнях» (Одеса, 2014 р.); «Управлінські науки в сучасному світі» (Київ, 2014); «Тенденції сучасної науки» (Кривий Ріг, 2015); «Економічний розвиток: теорія, методологія, управління» (Будапешт-Прага-Київ, 2015 р.); «Інновації та трансфер технологій» (Дніпропетровськ, 2016 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки та результати дослідження опубліковано в 14 наукових працях загальним обсягом 5,9 друк. арк., з яких особисто автору належать 5,5 друк. арк., зокрема підрозділ у 1 колективній монографії, 6 статей у наукових фахових виданнях України з економіки; 2 статті – у виданнях, що входять до міжнародних наукометричних баз; 5 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Повний обсяг дисертації – 261 сторінка, зокрема: основного тексту 200 сторінок, 36 таблиць, 29 рисунків, 10 додатків, список використаних джерел із 233 найменувань.

РОЗДІЛ І ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ ДЕРЖАВИ

1.1 Декомпозиційний аналіз поняття «боргова стійкість держави»

Державний борг залишається однією з центральних категорій макроекономічного аналізу з огляду на нарощування суверенних боргів країнами світу для подолання наслідків кризи 2007-2009 рр. та виникнення ризиків нової, більш затяжної економічної рецесії, обумовленої борговими проблемами та можливими дефолтами як країн, що розвиваються, так і розвинених країн.

Після значної кількості суверенних дефолтів наприкінці 90-х – початку 2000-х рр., відносно стабільної ситуації на глобальних ринках державних запозичень у середині 2000-х з низьким рівнем боргу до світового ВВП в межах 67-71% різким зростанням сукупного боргового навантаження ознаменувалися саме кризові роки. Так, в 2008 році рівень сукупної боргового навантаження країн світу склав майже 65% світового ВВП, в 2009 році – 75%, в 2010 році – 78,6%, в 2011 році – 79%, в 2012 році він перевищив 80% глобального ВВП. Головний фактор такого зростання – нарощування державного боргу як не дивно розвиненими країнами, а не країнами, що розвиваються, перш за все США, Японією і країнами ЄС для порятунку своїх економік [2].

Проблеми боргової політики та забезпечення боргової стійкості на глобальному рівні на сьогодні є першочерговими з огляду на стрімке зростання обсягів заборгованості за залученими ресурсами та процентами за їх обслуговування і в Україні.

Дослідження боргової стійкості є предметом уваги ключових міжнародних фінансових інституцій, таких як Міжнародний валютний фонд (МВФ), Світовий банк (СБ), Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та багатьох науковців різних періодів. Натомість в Україні робляться тільки перші

кроки щодо формалізації поняття «боргова стійкість», визначення її критеріїв, індикаторів, методів та інструментів управління, детермінант досягнення в межах підтримання загальної стійкості державних фінансів.

В цілому питання формування та управління державним боргом висвітлено в наукових джерелах доволі широко. Починаючи з А. Сміта, вважалось, що держава не може якісно управляти державним боргом. Сам по собі він призводить до руйнування капіталу у формі вилучення ресурсів з економіки в сферу споживання.

Концепція «Рікардіанської еквівалентності» з огляду на раціональну поведінку споживачів, які збільшують поточні заощадження в очікуванні зростання податкових ставок як наслідку боргового фінансування видатків бюджету, заперечує його стимулюючу та антициклічну роль [97].

П. Леруа-Больє стверджував, що державний борг можна розглядати як послугу надану державі з боку власників капіталу з метою фінансування її потреб [28, с. 524].

К. Маркс зазначав про необхідність поєднання та взаємодоповнюючий системи державного боргу і податкової систем [86, с. 766]. Про подібний взаємозв'язок між граничними величинами податкового і боргового тягара писав К. Дітцель [173с. 68], а вибір між борговим і податковим фінансуванням є наріжним каменем сучасних державних фінансів на думку Г. Роузена [204, с. 455].

Характеризуючи розвиток теорій державного боргу у історичній ретроспективі, необхідно зазначити, що до ХХ ст. у наукових колах переважало негативне ставлення до дефіциту державного бюджету та його боргового покриття. Подолання наслідків Великої депресії у США обумовило розквіт кейнсіанства, що спиралось на виключну роль дефіцитного фінансування у фінансовій політиці держави [59]. Разом з тим, Дж. М. Кейнс наголошував, що проблеми з платоспроможністю держави виникають з перевищенням рівня державного боргу певного рівня національного доходу. [192, с. 158].

Неокласична теорія М. Фрідмена навпаки обмежує роль держави лише управління грошовою сферою [135], неоліберальна теорія Ф. Хаска заперечує необхідність дефіцитного бюджету, а у роботах Р. Масгрейва, Ф. Модільяні

обґрунтовується негативний вплив зростання державного боргу на добробут споживачів [1, 207, 206.].

Натомість Р. Барро вказує на нейтральність впливу державного боргу на добробут споживачів у порівнянні з податками [161]. На здобутках Р. Барро та його теоретичного рівняння, відомого як рівняння Барро-Рікардо, базуються й інші моделі управління боргом та борговою стійкістю, фінансування бюджету, зокрема модель Саржента-Уоллеса, модель Бруно-Фішера та ін.

Окремим блоком у дослідженні боргової стійкості держави виступають дослідження зарубіжних авторів. З точки зору механізмів повернення до попереднього рівня чистої вартості майна держави до ВВП та приведеної вартості державного боргу до ВВП розглядають систему державних фінансів У. Буйтер [164] та О.-Ж. Бланшар [163].

Ф. Балассоне та Д. Франко за умову дотримання боргової стійкості системи державних фінансів приймають обмеження рівня зростання ставок податків і зборів [159].

Серед відомих фіскальних теоретиків, які обґрунтовують необхідність встановлення обмежень в управлінні державним боргом, в межах теорії суспільного вибору та неінституціоналізму можна назвати Дж. Б'юкенена та Г. Таллока. На їх думку, боргове фінансування державних видатків є невід'ємною ознакою сучасного демократичного процесу, а уряди, які мають доступ до такого фінансування, що за своєю суттю є антиципованими податками, не мають стимулів щодо підвищення ефективності його використання [5 с. 243]. Більше того, діяльність таких урядів потребує встановлення фіскальних обмежень – правил.

Узагальнення сучасних підходів до обґрунтування боргової моделі фінансування державних видатків дає змогу згрупувати основні аргументи на її користь за такими напрямками як:

- необхідність дотримання міжгенераційної справедливості та спадковості поколінь з огляду на здійснення капітальних витрат, призначених для майбутнього використання, у поточному періоді;

- брак приватних інвестицій для забезпечення повної зайнятості та необхідність залучення фінансування дефіциту;
- необхідність фінансування антициклічних заходів за рахунок вирівнювання первинного сальдо бюджету у часи профіциту;
- розвиток ринку державних цінних паперів як основа грошово-кредитного регулювання економіки [97].

У наукових джерелах сформувались полярні підходи до розуміння боргової стійкості (debt sustainability) як наукового концепту.

Р. Нек та Ж-Е. Сторм вказують на необхідність виконання двох основних умов для її досягнення:

1) міжчасового бюджетного обмеження яке потребує, щоб урядові видатки на поточне споживання та витрати на обслуговування поточного боргу дорівнювали податковим доходам та випуску нових боргових зобов'язань (формула 1.1). Звідси випливає, що уряди не можуть у довгостроковій перспективі вести гру Понці.

$$G_t + (1 + i_t)V_{t-1} = T_t + B_t \quad (1.1)$$

де G_t – державні видатки у період часу t ;

i_t – процентна ставка за державними цінними паперами в межах одного періоду часу;

T_t – податкові доходи за визначений період часу t ;

B_t – державний борг випущений у період часу t .

2) зниження частки державного боргу у ВВП протягом визначеного періоду часу до встановленого орієнтиру, що дозволяє уряду бути більш гнучким у реагуванні на вплив макроекономічних шоків [221].

Подібний підхід до визначення боргової стійкості закладений і в праці С. Колігнона, який вказує на той факт, що необхідність спрямування поточної дисконтованої вартості боргу до нуля є ключовою ідеєю усіх сучасних моделей боргової стійкості. [168] Подібну думку підтримує й А. Крейдл [195].

На думку З. Велієва боргова стійкість характеризує таку боргову політику, яка не допускає необмеженого збільшення відношення державного боргу до ВВП [41]. У цьому контексті хотілося б відмітити загальний характер наведеного кількісного

підходу до розуміння «боргової стійкості» та його обмеженого характеру, через те, що визначення критичного рівня квоти державного боргу у ВВП для кожної держави – тобто певної межі – точки біфуркації боргової стійкості її системи державних фінансів в цілому чи системи управління боргом зокрема потребує виважених та комплексних підходів. У праці К. Рейнхарта і К. Рогоффа наведені докази того, що безпечні рівні боргу для одних країн можуть виявитися критичним для інших країн. Крім того, масштабний аналіз цих авторів показав, що в період з 1970 по 2008 рік відношення зовнішнього боргу до ВВП перевищував 100% тільки в 16% випадків дефолту або реструктуризації, а більше половини дефолтів мали місце при значеннях показника «зовнішній борг / ВВП», що не перевищували 60% [109].

Втім, означені підходи визначення боргової стійкості на основі показника «борг до ВВП» були тривалий час основою для параметричного її опису у академічних колах, зокрема у працях Бона (1998, 2008) та його послідовників (наприклад Дж. Луккешена та Х. Роджаса-Ромагоса [199] та спиралися на перевірку цього показника на стаціонарність.

У відповідь на зростання проблеми суверенних боргів у посткризовий період групою вчених на чолі з А. Гошем було модифіковано пороговий підхід до визначення боргової стійкості з урахуванням концепції фіскального простору та покладено в його основу визначення двох складових: стійкого та критичного рівня боргу [177].

Під поняттям стійкого рівня боргу (умовно стабільного рівня) автори розуміють значення боргу в довгостроковій перспективі до моменту, поки воно не перевищило рівень максимально стійкого боргу. Це той обсяг боргу, який країна в змозі обслуговувати протягом досить тривалого періоду. При цьому необхідно мати запас міцності для того, щоб витримати короткочасні підвищення рівня боргу вище цього рівня. Якщо ж державний борг країни нижче цього рівня, ймовірність дефолту взагалі можна вважати близькою до нуля [177].

Критичний рівень боргу (максимально стійкий рівень заборгованості) – таке значення державного боргу, перевищення якого з великою ймовірністю веде до боргової кризи.

Названий авторський колектив наголошує, що необхідно уникати навіть наближення до даного порогового рівня державного боргу, оскільки його рівновага при значеннях, близьких до критичного, стає вразливою. Медіанні оцінки порогових значень для розвинених економік склали 50-75% ВВП за довгостроковим рівнем боргу і 80-192% ВВП по максимальному сталого, для країн, що розвиваються країн – 25% ВВП і 35-77% ВВП відповідно [177].

У 2011 році на основі зазначеної роботи МВФ підготував пропозиції щодо модифікації критеріїв оцінки боргової стійкості «Modernizing the framework for fiscal policy and public. Debt sustainability analysis (DSA) – 2011» на основі врахування не лише рівня державного боргу, але і динаміки його ключових факторів: специфіка країни (базові передумови, такі як первинне сальдо бюджету, рівень процентної ставки, темп приросту ВВП); бюджетні ризики; ризики, пов'язані зі структурою боргу; співвідношення балансу державних фінансів і державного боргу (передбачається врахування показників державних підприємств, проектів державно-приватного партнерства, пенсійних програм і програм охорони здоров'я) [205].

За цією концепцією державний борг можна вважати стійким, якщо первинне сальдо бюджету дозволяє стабілізувати його при реалізації найбільш ймовірних для конкретної економіки кризових сценаріїв. Граничні значення боргу (поточний або очікуваний рівень державного боргу для країн, що розвиваються країн – 50% ВВП, для розвинених – 60% ВВП; поточні або очікувані витрати по обслуговуванню валового державного боргу – 10 і 15% ВВП відповідно) можна розглядати як індикатори необхідності подальшого аналізу ризиків боргової стійкості в межах альтернативних сценаріїв.

Таким чином, найбільш повним, на нашу думку, визначенням «боргової стійкості» є визначення, наведене у програмних документах МВФ, які розглядають її як ситуацію, у якій позичальник як очікується, буде в змозі продовжувати обслуговувати свої борги без неправдоподібно значних майбутніх корекцій балансу доходів і витрат [155]. Подібне визначення боргової стійкості міститься і в Керівництві зі статистики державного боргу МВФ [174]. При цьому необхідними і достатніми умовами її наявності є:

- відсутність очікуваної реструктуризації боргу та мінімально прийнятні рівні макроекономічних, фіскальних та ін. видів ризиків (вразливостей), пов'язаних з боргом;

- усунення можливостей для здійснення «гри Понці», коли держава-позичальник накопичує борг швидше, ніж зростає здатність його обслуговувати;

- відсутність невідповідності між накопиченою сумою боргу та рівнем доходів держави (держава накопичує борг, не зважаючи на необхідність скорочення бюджету з метою його обслуговування, за незмінного зовнішнього середовища) [155].

Протилежним поняттям до боргової стійкості, що дозволяє глибше розглянути її сутність є втрата боргової стійкості або боргова вразливість. Її визначають як ризик того, що умови ліквідності або платоспроможності порушуються, а позичальник перебуває у стані кризи [155].

Окремими ознаками втрати боргової стійкості та необхідності проведення розширеного її аналізу в європейських країнах за методологією DSA є такі:

- перевищення граничних значень композитним індикатором короткострокового ризику фіскального стресу та/або короткострокового субіндексу;

- поточний чи прогнозований валовий державний борг вище ніж 90% ВВП;

- поточні чи прогнозовані зміни у частці валового державного боргу у ВВП вище 5%;

- валові потреби у фінансуванні країни вище ніж 15% від ВВП;

- країна знаходиться в межах програми макроекономічного коригування [154].

У наукових джерелах поряд з поняттям «боргова стійкість» досить часто застосовуються поняття «фіскальна стійкість», «бюджетна стійкість», «боргова безпека», «боргова стабільність».

Так, В. Сульженко визначає бюджетну стійкість як систему, здатну реагувати на внутрішні і зовнішні ризики, зберігаючи параметри цілісного розвитку бюджетної системи з орієнтацією на податково-бюджетну прозорість і збалансованість. Її наявність передбачає функціонування оптимальної системи

пенсійного забезпечення, допустимий рівень дефіциту бюджету і боргового навантаження, справедливу систему міжбюджетних відносин, розширення середньострокового і довгострокового фінансового планування і програмно цільових методів, вдосконалення фінансового контролю та фінансової звітності [125].

Вважаємо, що поняття «бюджетної стійкості» є першочерговою основою для досягнення боргової стійкості, оскільки воно характеризує здатність держави збалансувати свою фінансову позицію та уникати суттєвого перевищення видатків над доходами, яке є поштовхом для боргового фінансування.

Крім того, варто відмітити, що боргова стійкість і бюджетна стійкість є взаємодоповнюючими видовими поняттями у контексті їх співвідношення з поняттям «фіскальна стійкість».

Дослідження деяких європейських авторів місять трактування фіскальної стійкості досить близьке до поняття боргової стійкості та її основоположної складової – платоспроможності. Зокрема, фіскальна стійкість – це здатність уряду обслуговувати свої боргові зобов'язання в довгостроковій перспективі шляхом провадження такої податково-бюджетної політики, яка спирається на поточне сальдо бюджетного балансу як основи для покриття боргових зобов'язань у майбутньому [178 с. 54; 212]. Аналогічний підхід використовує щодо дослідження стійкості державних фінансів і О. Онуфрійчук [94].

На наш погляд, критичного висновку заслуговує визначення фіскальної стійкості, надане С. Власовим, за яким фіскальна стійкість – це стан, при якому задоволення потреб поточного покоління не має негативного впливу на задоволення потреб майбутніх поколінь [44]. Вважаємо, що у такому формулюванні ця дефініція може бути використана і для боргової та бюджетної стійкості, і для боргової безпеки, і для стійкості державних фінансів взагалі.

Через комплексний опис складових (фіскальної стійкості держави з позиції податкових видатків, стійкості з позиції боргової політики держави, фіскальної стійкості для суб'єктів бюджетної системи, фіскальна стійкість системи охорони здоров'я та пенсійних фондів, стійкості в управлінні ресурсними доходами) надає

визначення фіскальної стійкості З. Велієв [40]. Разом з тим, вичерпної і стрункої дефініції досліджуваного поняття автор не наводить.

Загальний широкий підхід до фіскальної стійкості як стану державних фінансів, що дозволяє уряду проводити передбачувану та послідовну соціально-економічну політику зростання під дією зовнішніх і внутрішніх шоків протягом нескінченно довгого періоду, закладено у серії праць Р. Цицика [142].

Спираючись на підходи ОЕСР [222], автор доповнює критерії фіскальної стійкості (платоспроможність, здатність уряду підтримувати економічне зростання протягом тривалого періоду, справедливість для майбутніх поколінь, стабільність податків), які є досить близькими до вищеназваних умов боргової стійкості, критеріями транспарентності бюджетного процесу та ефективного ризик-менеджменту фіскальних ризиків у середньостроковому і довгостроковому періодах [142].

Зазначене дає нам змогу зробити висновок, що фіскальна і боргова стійкості держави мають спільні критерії, зокрема в частині умов платоспроможності, справедливості для майбутніх поколінь, підтримання темпів зростання податкового тягаря на стабільному рівні.

Окремим терміном, що досить часто вживається поряд з борговою стійкістю держави є «боргова безпека», яку визначають як такий стан (рівень) державної заборгованості, при якому країна здатна здійснювати стійке функціонування фінансової системи і національної економіки в цілому, забезпечуючи одночасно ефективне використання державних запозичень в національних інтересах, своєчасну виплату боргів (як основний суми, так і відсотків) , недопущення критичного накопичення боргового тягаря, збереження фінансового суверенітету, економічної і політичної незалежності країни [48].

На нашу думку, боргова безпека є похідним поняттям від боргової стійкості, тому що тільки держави, які здатні управляти своїми борговими зобов'язаннями у стійкий спосіб, без нарощування критичних обсягів боргу та ризиків дефолту за ним, без суттєвих корекцій бюджету та зниження темпів економічного розвитку та

реалізації суттєвих макроекономічних загроз можуть характеризуватись високим рівнем економічної і в т.ч. боргової безпеки.

На думку І. М. Федорович «поняття боргова стійкість, на відміну від боргової безпеки, крім оптимального співвідношення між зовнішніми та внутрішніми позиками, достатніми для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, включає поняття платоспроможності, ліквідності, заборгованості державного, фінансового та приватних секторів» [129]

Внесення до термінологічного поля дослідження терміну «боргова стабільність» є не випадковим, так як стабільність і стійкість як системні ознаки є змішуваними у більшості випадків. На нашу думку, боргова стабільність характеризує такий стан системи державних фінансів, що має постійні темпи зростання як абсолютних, так і відносних боргових показників держави (обсягу боргу, його квоти у ВВП і т.д.), тобто збереження основних параметрів розвитку цієї системи за будь-якого впливу факторів зовнішнього та внутрішнього середовища. При цьому боргова стійкість є ознакою системи державних фінансів, яка під впливом означених факторів в умовах абсорбції макроекономічних шоків здатна до самокорекції своїх параметрів та відновлення стану рівноваги, що на наш погляд, може бути описаний рівнянням міжчасового бюджетного обмеження (intertemporal budget constraint). Отже, навіть у періоди зростання темпів накопичення державного боргу система державних фінансів демонструє ознаки того, що вона має достатньо ресурсів для його погашення та обслуговування, зокрема через забезпечення прийнятних темпів економічного зростання.

Заразом вкрай важливо у цьому зв'язку враховувати часовий горизонт визначення боргової стійкості – протягом циклу, що співвідноситься з коливаннями бюджетних агрегатів (доходів, витрат і сальдо, платежів на погашення боргу) з рівнем економічної активності.

Досить часто поняття «боргової стійкості держави» ототожнюється з поняттям «платоспроможність». Під платоспроможністю розуміють виконання міжчасового бюджетного обмеження, тобто коли поточна дисконтована вартість поточних та

майбутніх витрат на погашення боргу не перевищує поточну дисконтовану вартість поточного і майбутнього доходу, за вирахуванням початкової заборгованості [205].

Однак платоспроможна позиція держави у разі коригувань її початкового балансу з метою її досягнення, браку засобів для погашення боргів чи можливості та бажання здійснювати таке погашення, не дозволяє говорити про наявність боргової стійкості.

Будучи платоспроможною, фінансова позиція держави може не бути ліквідною. У цьому контексті ліквідність розуміється не лише як здатність держави виконувати платежі за боргом в межах графіку чи пролонгувати їх у плановому режимі, але й готовності здійснювати такі платежі.

В умовах необхідності перегляду підходів до визначення боргової стійкості держави в рамках альтернативних сценаріїв [219] на перший план виходить така її характеристика як здатність держави погашати свої боргові зобов'язання в умовах реалізації ризиків та вразливостей макроекономічного характеру (ризик структури боргу, ризик умовних зобов'язань, ризик виконання базового сценарію та фіскальні ризики).

З огляду на розглянуті підходи та результати декомпозиційного аналізу пропонуємо розуміти поняття «боргова стійкість держави» як інтегральне поєднання платоспроможності, ліквідності, відсутності вразливості та відсутності корекцій бюджету.

Таким чином, боргова стійкість держави досягається за обов'язкового виконання умови платоспроможності держави, достатності ліквідних активів чи наявного фінансування для покриття боргових зобов'язань, можливості і готовності держави погашати ці зобов'язання (ліквідності), низького ризику вразливості до зниження платоспроможності та ліквідності, й коригувань бюджету (доходів і витрат).

При цьому основоположним у контексті нашого дослідження є розуміння боргової стійкості як характеристики здатності держави виконувати як прямі, так і гарантовані державою боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів з його реструктуризації чи списання, з

підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності й темпів економічного зростання за прийняттого рівня ризиків (боргових уразливостей).

Труднощі в забезпеченні боргової стійкості держав світу особливо в нинішніх умовах поширення глобальних боргових ризиків наштовхується на комплексність самого поняття «боргова стійкість», а також на варіативність підходів до визначення та структурування її основи – державного боргу.

Так, найпростіші класифікаційні ознаки, за допомогою яких характеризують боргову стійкість держави насправді пов'язані з її об'єктом – державним боргом. Наприклад, з урахуванням часового горизонту управління державним боргом її розглядають у довгостроковому, середньо- та короткостроковому періодах; з позиції врахування обсягів державного боргу – щодо боргу у валових та нетто- сумах, за типом кредитора – щодо державного та гарантованого боргу, за типом боргового зобов'язання – за зовнішнім і внутрішнім боргом. Останні дві ознаки є основою класифікації державного боргу в Україні, закладеної нормами Бюджетного кодексу (табл 1.1). При цьому варто відмітити той факт, що врегулювання питання визначення та забезпечення боргової стійкості в Україні на законодавчому рівні, на відміну від країн ЄС, США та рекомендацій МФО, знаходиться на початковому рівні.

З огляду на кращу світову практику ідентифікації поняття «боргова стійкість держави» для формалізації його в Україні та встановлення чітких заходів з управління нею пропонуємо застосовувати композиційний, рівневий (вертикальний), функціональний (горизонтальний), ризик-орієнтований та обліковий підходи до її структуризації.

Так, композиційний підхід до розуміння боргової стійкості полягає у необхідності врахування під час її аналізу фіскальної стійкості держави, яка своєю чергою включає бюджетну та фінансову стійкість. У зв'язку з взаємопроникненням цих двох видів стійкості їх розмежування та оцінювання є комплексним та багатофакторним. Зокрема, в умовах недостатнього значення первинного бюджетного сальдо, відношення борг до ВВП може не бути стабілізоване, але у той

же час за рахунок фіскальних коригувань (нестійкої фіскальної політики) боргова стійкість буде досягнута.

Таблиця 1.1 – Підходи до визначення державного боргу та сектору його охоплення

Джерело	МВФ	СБ	ЄС	США	Україна
Державний борг	валовий борг – загальна сума зобов'язань боргу) як суми всіх зобов'язань, які представлені борговими інструментами.	державний і гарантований державою борг – вартість на кінець року боргу (зобов'язань) як перед державними, так і перед недержавними кредиторами позичальників державного сектора або позичальників, що мають державну гарантію	державний борг консолідований – борг сектора державного управління за номінальною вартістю на кінець року.	національний борг (державний борг) – сума розміщених цінних паперів, випущених Казначейством США або іншими державними агентствами, уповноваженими на це відповідно до законодавства	державний борг – загальна сума зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення
Структура боргу	1) спеціальні права запозичення; 2) готівка і депозити; 3) боргові цінні папери; 4) позики; 5) програми страхування, пенсій і стандартизовані схеми гарантій та інших рахунків, що вимагають оплати в майбутньому (у розрізі боргових інструментів)	1) державний борг; 2) гарантований державою борг (у розрізі прямих і непрямих зобов'язань)	1) борг центрального уряду; 2) борг регіональних та місцевих органів влади; 3) борг соціальних фондів всіх рівнів (у розрізі боржників)	1) борг перед нефедеральним сектором (індивідуальні інвестори, корпорації, Федеральна резервна система, іноземні держави, регіональні та місцеві органи влади); 2) внутрішньофедеральний борг (неринкові зобов'язання, зазвичай перед федеральними фондами соціального забезпечення (Medicare) (у розрізі позикодавців)	1) прямий та гарантований державою борг (за типом кредитора) 2) внутрішній та зовнішній борг (заборгованість держави всім громадянам чи юридичним особам, які тримають внутрішні державні облігації); 3) зовнішній (запозичення держави на зовнішньому ринку). (у розрізі виду зобов'язань)
Нормативна	«Public debt statistics:	International debt	Маастрихтський	A glossary of terms used in the	Бюджетний кодекс

регламентація	Guide for compliers and users» (Керівництво з обліку статистики державного боргу)	statistics (Міжнародна статистика державного боргу)	договір	federal budget process (Глосарій термінів, використовуваних у федеральному бюджетному процесі)	України
---------------	---	---	---------	--	---------

В інших випадках, за відсутності політичної чи економічної можливості використати первинне бюджетне сальдо для стабілізації відношення боргу до ВВП, спостерігатиметься втрата і фіскальної, і боргової стійкості [205].

Таким чином, застосування композиційного підходу дозволяє зробити висновок, що чим вище рівень державного боргу, тим більша ймовірність втрати боргової та фіскальної стійкості через зростання вразливості держави до макроекономічних шоків, зниження потенційного зростання ВВП у довгостроковому періоді та можливості перенесення ефекту «зараження» на національну економіку через канали фінансових ринків, де здійснювались державні запозичення.

Зразками кращої практики для виконання поставленого завдання було використано Керівництво з обліку статистики державного боргу МВФ, Керівництво з міжнародної статистики державного боргу СБ, положення Маастрихтський договору, Глосарій термінів, використовуваних у федеральному бюджетному процесі США.

На особливу увагу також заслуговують документи, що дозволяють окреслити перелік інститутів та їх боргових зобов'язань. Серед них варто назвати Загальні правила обліку зовнішнього боргу спираються на міжнародну практику, викладену в таких основоположних документах МВФ як «Статистика зовнішнього боргу: Керівництво для укладачів та користувачів» (External debt statistics: Guide for compilers and users), «Керівництво з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції» (Balance of payments and international investment position manual). За методологією МВФ сектор державного управління має включати всі урядові організаційні одиниці і неринкові комерційні організації, що знаходяться під контролем держави [174, 157].

Тому за рівневим (вертикальним підходом) пропонуємо розглядати боргову стійкість не лише центрального уряду – так званого рівня загальнодержавного управління (який в Україні включає органи, що

формують зведений державний бюджет – центральні органи виконавчої влади), але й борги муніципалітетів, тобто структурувати боргову стійкість за урядовими органами влади, регіональними та місцевими органами самоврядування.

За функціональним підходом, враховуючи названі керівництва МВФ та Керівництво зі статистики державних фінансів (Government finance statistics manual) до складу боргових зобов'язань для визначення боргової стійкості пропонуємо відносити не лише зобов'язання органів виконавчої влади, але і у найширшому розумінні зовнішні зобов'язання державних позабюджетних цільових фондів (пенсійні фонди, фонди медичного страхування, фондів соціального страхування всіх рівнів), державних підприємств, корпоративного та фінансового секторів (центрального банку та інших депозитних корпорацій, інших компаній фінансового сектору), домогосподарств [180]. Застосування такого широкого підходу дозволить досягти максимального охоплення здійснених запозичень та їх врахуванні при визначенні боргової стійкості.

Необхідно також звернути увагу на значні за своїми масштабами ризики, на які наштовхуються держави у процесі здійснення запозичень (валютні, відсоткові, строкові, ризики рефінансування та ліквідності, тощо). Сучасні напрацювання у теорії державних фінансів оперують значною кількістю класифікаційних підходів до їх впорядкування та визначення інструментарію управління ними. Заразом, нарощування того чи іншого виду ризику, вразливості систем, що здійснюють управління борговою стійкістю держави, ризик-орієнтований підхід з огляду на ефекти «зараження», що супроводжують державні запозичення та волатильність їх ринків, посідає чільне місце в процесі управління.

Важливим аспектом у структуризації поняття «боргова стійкість держави» є необхідність включення до складу боргових зобов'язань перелічених інститутів не лише прямих, але й умовних зобов'язань, як явного, так і деякою мірою неявного характеру (табл. 1.2). Такі зобов'язання

у академічній літературі отримали назву квазіфіскальних або зобов'язань за операціями «за межею» і визначаються як зобов'язання фінансових і нефінансових організації, безпосередньо або законодавчо контрольованих державою. Такі організації виступають в ролі інструментів і провідників державної політики, реалізують державні функції і завдання, проте їх діяльність виходить за рамки процесу державного управління і, відповідно, пов'язані з такою діяльністю витрати і зобов'язання виводяться за рамки бюджетного процесу (фонди, державні підприємства і банки тощо).

Таблиця 1.2 – Розмежування явних і неявних зобов'язань держави

Явні зобов'язання	Неявні зобов'язання
Державні програми страхування; Гарантії позик (урядів регіонів, корпоративних позичальників і т.д.); валютні гарантії;	Фінансова підтримка банківського сектора
Гарантії попиту за договорами державно-приватного партнерства	Зобов'язання приватизованих підприємств
Програми субсидування	Врегулювання наслідків крахів негарантованих пенсійних фондів, фондів зайнятості та соціального захисту
Невитребувана частина підписного капіталу та інші законні зобов'язання	Допомога при стихійних лихах і техногенних аваріях
Гарантії по відшкодуванню екологічного збитку	Боргові зобов'язання регіональних органів влади

З одного боку, подібні зобов'язання не враховуються у складі державного боргу, з іншого – контроль держави над цими організаціями обумовлює явну або неявну відповідальність держави щодо погашення таких зобов'язань в ситуації, коли державна організація не здатна зробити це самостійно, тому квазідержавний борг розглядається в складі умовних зобов'язань держави.

В Україні, за формою залучення коштів державний борг поділяється на державні запозичення та гарантії, а детальний перелік можливих випадків їх надання і відповідно виникнення квазідержавного боргу Бюджетним кодексом не встановлено.

Державні запозичення – залучення державою в особі Кабінету Міністрів України, який діє через Міністерство фінансів України, грошових коштів, іншого майна та майнових прав, яке передбачає прийняття зобов'язань щодо грошових коштів на умовах строковості, платності й повернення. Розрізняють державне внутрішнє запозичення, що здійснюється шляхом укладання угод із резидентами України про позику й випуск державних цінних паперів, що розміщуються на внутрішньому ринку; та державне зовнішнє запозичення, яке здійснюється шляхом укладання з нерезидентами України угод про позику й випуск державних цінних паперів, що розміщуються на зовнішньому ринку.

Державне запозичення може здійснюватися лише для цілей:

- фінансування дефіциту державного бюджету;
- підтримки платіжного балансу та поповнення валютних резервів;
- інших цілей, встановлених законом у кожному окремому випадку.

Державна гарантія – зобов'язання держави в особі Кабінету Міністрів України, що діє через Міністерство фінансів України, повністю або частково виконати платежі на користь кредитора в разі невиконання позичальником, іншим ніж Україна, зобов'язань щодо повернення грошових коштів на умовах строковості та платності.

Формою надання державної гарантії є державна порука. Основними способами реалізації державних гарантій і запозичень можуть бути:

- випуск (емісія) державних цінних паперів;
- укладення угод про позику та гарантійних угод;
- інші способи, передбачені законодавством України.

При наданні державних гарантій виникає потенційний державний борг, котрий стає реальним за умови відшкодування кредитору суми зобов'язань позичальника, за якими держава була гарантом

Питання обліку та врахування таких зобов'язань за гарантіями та іншими квазіфіскальними зобов'язаннями є досить актуальними в межах міжнародної практики зі стандартизації обліку і звітності. Так, Міжнародний

стандарт звітності державного сектора рекомендує враховувати в балансі сектора загальнодержавного управління тільки ті умовні зобов'язання, які вимірні і ймовірність настання умовного події за якими оцінюється як перевищує 50%. При ймовірності менше 50% або відсутності достовірності оцінки умовних зобов'язань в цілому припускають їх облік на позабалансі. При цьому більшість зобов'язань з підтримки банківської системи чи банківського сектора залишаються поза увагою.

Проведений декомпозиційний аналіз поняття «боргова стійкість» дозволяє зробити висновок про його дискусійність та плюралізм підходів науковців щодо необхідності управління державним боргом, методів забезпечення такої стійкості. Встановлено, що боргова стійкість держави з урахуванням композиційного та ризик-орієнтованого підходів досягається за обов'язкового виконання умов платоспроможності, ліквідності, усунення вразливостей й коригувань бюджету (доходів і витрат).

При цьому основоположним у контексті нашого дослідження є розуміння боргової стійкості як характеристики здатності держави виконувати як прямі, так і гарантовані боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів з його реструктуризації чи списання, з підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності та темпів економічного зростання за прийняттого рівня ризиків (боргових вразливостей).

Застосування запропонованих рівневого, функціонального, облікового, композиційного та ризик-орієнтованого підходів до структуризації поняття «боргова стійкість держави дозволить забезпечити комплексний підхід до її розуміння, що сприятиме врахуванню усіх її складових, проявів та вразливостей з метою проведення її повного та своєчасного оцінювання, підвищення прозорості та ефективності управління державним боргом та регулювання фінансово-економічної стійкості держави в цілому.

1.2 Детермінанти процесу управління борговою стійкістю держави у сучасних умовах

Наявність надмірного державного боргу та значних ризиків втрати боргової стійкості держави мають ряд негативних проявів для економіки країни. Серед таких проявів необхідно звернути увагу на:

- зростання ймовірності виникнення боргових криз, які можуть посилюватися та перетворюватися на масштабні кризи фінансового сектору та мати негативний вплив на стійкість державних фінансів;

- порушення принципів міжгенераційної справедливості та розшарування соціальних верств населення з поглибленням диференціації доходів [20];

- зниження ефективності економіки через відволікання ресурсів як на погашення боргу, через «ефект витіснення», так і через підвищення податкових ставок;

- зростання інфляції та процентної ставки внаслідок скорочення національного виробничо-фінансового потенціалу за рахунок запозичень закордоном.

Навіть реалізація одного з названих проявів втрати боргової стійкості держави має досить вагомі наслідки для її іміджу як надійного позичальника на міжнародних ринках капіталу та превалюючої політичної сили як ефективного менеджера. Виходячи з цього, важлива роль ефективного управління державним боргом та забезпечення боргової стійкості держави не викликає дискусій.

Разом з тим, існують значні розбіжності серед науковців щодо розуміння сутності управління державним боргом та борговою стійкістю.

Детальний розгляд наукового доробку у цьому напрямі дозволяє зробити висновки щодо групування підходів до визначення управління

державним боргом за ознаками процесного та системно-структурного підходів.

Прихильниками системного підходу можна назвати Г. Куцурі та С. Елларян, [71, с. 354], які наголошують на тому, що управління державним боргом в сучасних умовах являє собою складну систему взаємозв'язків і взаємозалежностей організаційних, правових, методологічних та інституційних основ, спрямованих на регулювання величини, строковості, вартості, структури боргових зобов'язань та забезпечення виконання в повному обсязі взятих зобов'язань органами державної влади. У поелементному розрізі розглядає систему управління державним боргом у своїй праці С. Павловська та зазначає, що під системою управління державним боргом необхідно розуміти сукупність заходів, спрямованих державою на визначення необхідності, умов залучення, обслуговування та погашення державних позик з метою забезпечення суспільних інтересів, однак не порушуючи економічної безпеки держави [99].

Ознаки процесного підходу демонструють визначення управління державним боргом, наведені у праці Л. Чувахіна, В. Коновалова [148], за яким управління державним боргом – це процес розробки і виконання стратегії управління державними борговими зобов'язаннями, яка дозволяє залучити необхідну суму фінансування, виконати цільові установки уряду щодо ступеня ризику і витрат, а також вирішити будь-які інші завдання, поставлені урядом в галузі управління державним боргом.

У межах процесного підходу управління державним боргом розуміють як сукупність державних заходів, що пов'язані з випуском та погашенням державних боргових зобов'язань, визначенням ставок процентів і виплатою доходу за державними цінними паперами, встановленням ліміту боргу, підтриманням курсу державних зобов'язань, визначенням умов випуску нових державних цінних паперів визначає [29].

Варто відзначити, що подібний підхід, який узагальнює певний набір дій держави в особі уповноважених нею органів на виконання функцій з

управління борговими зобов'язаннями, є превалюючим у вітчизняних наукових працях. Аналогічні визначення можна зустріти у доробку О. Василика (управління державним боргом – це сукупність заходів держави щодо визначення ставок відсотків і виплати процентних доходів кредиторам, випуску і погашення боргових зобов'язань, встановлення ліміту позик, підтримку курсу державних зобов'язань, зміни умов вже випущених позик, визначення умов і випуску нових позик [36], В. Опаріна (управління державним боргом полягає в забезпеченні платоспроможності держави, реальних джерел його погашення [95]), В. Федосова (управління державним боргом – комплекс заходів, що здійснюються державою в особі уповноважених органів щодо визначення обсягів та умов залучення коштів, їх розміщення і погашення, а також забезпечення платоспроможності держави [133]).

У роботах російських колег процесний підхід також користується значною популярністю. Так, Б. Болдирев розуміє під управлінням державним боргом сукупність дій держави, які пов'язані з вивченням кон'юнктури на ринку позикових капіталів, випуском нових позик і виробленням умов випуску, з виплатою відсотків за раніше випущеними позиками, проведенням конверсій і консолідації позик, встановленням курсу облігацій на грошовому ринку, проведенням заходів щодо визначення процентних ставок по державному кредиту [35].

У словнику сучасної економіки Макміллана поняття «управління боргом» (debt management) використовується на позначення певних дій емітента зобов'язань або центрального банку, який діє від його особи, для регулювання розміру і структури непогашеного боргу [121, с. 559].

Не зважаючи на превалювання того чи іншого підходу до розуміння визначення управління державним боргом, наріжним каменем його здійснення у будь-якій країні залишається боргова політика, як складова загальної фіскальної (фінансової) політики уряду, яка нормативно закріплена у вигляді стратегії (програми) управління боргом, зазвичай у

середньостроковому горизонті. А синергетичне поєднання названих підходів дозволяє визначати управління державним боргом у вузькому розумінні – через реалізацію певних дій (заходів) щодо оптимізації розміру і структури портфелю боргових зобов'язань держави уповноваженими на те органами з огляду на прийнятний ступінь витрат і ризику та у широкому сенсі – реалізацію боргової політики держави, націленої на погашення її зобов'язань.

У будь-якому разі, управління державним боргом у його традиційному розумінні стосується перш за все процедурних дій щодо боргових зобов'язань держави з визначеної метою.

Разом з тим, у сучасних програмних документах МФО та окремих академічних працях в системі управління державними фінансами в цілому саме управління державним боргом трансформується в управління борговою стійкістю держави, як більш широке поняття за своїм охопленням, оскільки торкається таких її складових як забезпечення платоспроможності, ліквідності держави, зниження ризикованості державних запозичень.

Принципове розмежування цих двох понять, на наш погляд, сфокусовано не на тому, як варто управляти борговими зобов'язаннями держави, включаючи їх строкову, валютну структури, а на тому, як нівелювати ризики втрати платоспроможності держави, макроекономічні та фіскальні загрози її боргової стійкості.

У цьому контексті вважаємо за доцільне навести слушну думку В. Козюка, який зазначає, що «в сукупності боргова політика в умовах глобалізації опиняється на перехресті дії рівневих факторів, тобто тих, які відображають взаємодію між глобально-центричними та національно-центричними детермінантами формування вартості капіталу, та факторів, які поєднують паттерни взаємопроникнення об'єктивних та суб'єктивних детермінант формування тієї складової вартості запозичень, яка відображає плату за ризик» [63].

При цьому ключовими детермінантами управління борговою стійкістю на сучасному етапі розвитку фінансово-економічних систем країн світу з урахуванням впливу посткризових глобалізаційних тенденцій виступають:

- необхідність розширення спектру інструментів ризик-менеджменту боргових зобов'язань держави з огляду на підвищення гнучкості макроекономічної політики, глибини ринку державних цінних паперів, концентрації на певних категоріях кредиторів, зростання взаємопроникнення фіскального та фінансового секторів в межах однієї країни, «ефекту зараження» між країнами та обсягу прихованих (умовних) зобов'язань;

- нівелювання впливу макроекономічних шоків та ризиків фінансування на процес управління боргом через формування буферів ліквідності, продовження строків зобов'язань, модифікація валютної структури, фіксація плаваючих процентних ставок, застосування операцій управління ризиком ліквідності;

- необхідність перегляду традиційних підходів до оцінювання індикаторів стану та динаміки державного боргу: перехід від традиційного параметричного аналізу порогових значень частки боргу до ВВП до розширеного аналізу чутливості та стрес-тестування, бенчмаркінгу боргових показників з урахуванням базових та альтернативних сценаріїв зміни ключових макроекономічних змінних (первинного сальдо, темпу зростання ВВП, бюджетних доходів, видатків, скорочення населення, тощо);

- забезпечення операційної гнучкості управляючих державним боргом з метою сприяння більш ефективному процесу управління через застосування нових процедур випуску державних цінних паперів, їх просування на ринку, управління їх портфелем;

- посилення комунікацій зі стейкхолдерами та інвесторами у процесі управління боргом з метою підвищення прозорості розміщення боргових зобов'язань, ринкової транспарентності, інституційної якості управління та формування рівноважної ціни на державні цінні папери

– забезпечення співробітництва та координації між управляючими боргом та іншими органами, що здійснюють політику з управління державними фінансами, монетарною сферою з метою забезпечення крос-інституційного ефекту в управлінні загальною фінансовою позицією держави з урахуванням викликів макроекономічного середовища, демографічної ситуації [201].

Урахування зазначених детермінант перетворює процес управління державним боргом у традиційному розумінні на процес управління борговою стійкістю держави у актуальному значенні.

Використання елементів системного підходу дає змогу розглянути внутрішню композицію структури системи управління борговою стійкістю і державним боргом. До її основоположних елементів у наукових джерелах відносяться принципи, умови функціонування, мету, завдання, суб'єкти та об'єкти управління, методи (інструменти, важелі, техніки, процедури) та етапи.

Зокрема, пошук науковцями основоположних принципів управління боргом та борговою стійкістю, як-от здійснює Н. Чуба, виділяючи принципи відповідності, сумісності, послідовності, системності, безперервності, оперативності [147], на нашу думку, має спиратись на широко визнані в усьому світі постулати МВФ (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Основні принципи управління державним боргом

Принцип	Напрямок	Сутність
1. Цілі управління боргом та координація управління	1.1 Цілі	Мета управління має полягати у забезпеченні потреб органів державного управління у фінансуванні та виконанні зобов'язань по ним з мінімальними витратами в середньо- і довгостроковій перспективі, при розумній мірі ризику
	1.2 Сфера управління	Управління боргом повинно охоплювати основні фінансові зобов'язання, над якими центральний уряд здійснює контроль
	1.3 Координація з грошово-кредитною, податково-	Управління боргом повинно спиратися на належну макроекономічну і фінансову політику, щоб гарантувати стійкість рівня і темпів зростання державного боргу. Управляючі боргом, податково-бюджетні і грошово-кредитні органи і регулятори фінансового сектора

	бюджетною та фінансовою політикою	повинні мати загальну концепцію цілей управління боргом, податково-бюджетної, грошово-кредитної і фінансової політики з огляду на взаємозв'язків і взаємозалежностей між їх інструментами політики
2. Прозорість і підзвітність	2.1 Ясність ролей, діяльності та цілей державних установ, відповідальних за управління боргом	Слід публічно розкривати розподіл відповідальності між міністерством фінансів, центральним банком або окремим відомством з управління боргом за рекомендації щодо політики з управління боргом і за здійснення первинних випусків боргових зобов'язань, механізми вторинного ринку, депозитні механізми і клірингові та розрахункові механізми для торгівлі державними цінними паперами.

Продовження таблиці 1.3

Принцип	Напрямок	Сутність
	2.2 Доступ громадськості до інформації про звітність про стратегії і операції з управління боргом	Слід публічно розкривати істотні аспекти операцій з управління боргом. Слід забезпечити вільний доступ громадськості до документації з описом правової основи політики і операцій з управління боргом
	2.3 Підзвітність та гарантії достовірності з боку відомств, відповідальних за управління боргом	Діяльність з управління боргом повинна проходити щорічну перевірку зовнішніми аудиторами. Крім того, слід проводити регулярний внутрішній аудит діяльності з управління боргом, а також систем і процедур контролю
3. Інституційна основа	3.1 Управління	Слід ясно вказати організаційну основу для управління боргом і чітко сформулювати відповідні повноваження і функції.
	3.2 Управління внутрішніми операціями і юридична документація	Управління операційними ризиками слід здійснювати відповідно до належної ділової практики, включаючи ясно певні обов'язки персоналу, чітку політику моніторингу та контролю і механізми звітності.
4. Стратегія з управління боргом	Слід проводити ретельний моніторинг та оцінку ризиків, властивих державному боргу. Ці ризики слід в міру можливості знижувати з урахуванням супутніх витрат.	
5. Система управління ризиками	5.1 Сфера активного управління	В умовах активного управління борговим портфелем слід враховувати супутні ризики та прийнятний рівень відповідальності
	5.2 Ризики, зумовлені використанням похідних інструментів, кредитний ризик і ризик за розрахунками	Коли похідні інструменти використовуються для управління позиціями за ризиком боргового портфеля, керуючим боргом слід пам'ятати про можливі фінансові витрати і сценаріях погашення, а також про потенційні наслідки таких договорів

Джерело: складено автором за [100]

Вказані постулати, відомі як Керівні принципи управління державним боргом, разом з Програмою управління боргом та фінансового аналізу (Debt Management and Financial Analysis System (DMFAS) ЮНКТАД, Рекомендаціями Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю (МОВФК) та доробком Всесвітньої асоціації керуючих боргом (World association of Debt Management Offices) створюють інституціональну

основу кращої практики управління державним боргом і борговою стійкістю у світі.

У розглянутій Програмі управління боргом та фінансового аналізу ЮНКТАД виявлено мінімально необхідні умови для ефективного управління державним боргом та борговою стійкістю, які мають включати у себе надійне юридичне забезпечення управління, що включає регламент залучення зарубіжних позик і кредитів та межі зростання зовнішнього та внутрішнього боргу, зосередження функцій з управління залученням запозичень в одному органі, який здійснює адміністрування боргу у розрізі інструментів, валют, строків, фінансових умов, наявність стратегічного документа, у якому визначено цілі здійснення боргових запозичень та їх порогове значення у середньостроковому періоді [124, 141, 229].

Формулювання мети функціонування системи управління державним боргом і борговою стійкістю держави у контексті зміни його детермінант у посткризовий період зміщується від своєчасного та повного виконання боргових зобов'язань з мінімальними витратами та прийнятним рівнем ризику в бік забезпечення стійких темпів економічного зростання зі зростанням рівня державного боргу з урахуванням можливості його обслуговування за різних обставин (реалізація макроекономічних шоків, фіскальні коригування, фінансові стреси та ін.).

На думку вчених, досягнення вказаної мети в управлінні борговою стійкістю у сучасних умовах спирається на ряд завдань: реалізації стратегії максимізації суспільного добробуту через мінімізацію витрат на його обслуговування (Вавілов А. та Трофімов Г. [34]); забезпечення підтримки такого рівня та структури державного боргу, які сприяють сталому економічному зростанню у довгостроковій перспективі (А. Кіреєв [61, с. 342.]); збереження обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні при скороченні вартості його обслуговування з одночасним забезпеченням потреб уряду у фінансуванні та виконанні зобов'язань за платежами у

середньостроковій і довгостроковій перспективі за розумного рівня ризику і збереження стабільності фінансового ринку [148].

У процедурному аспекті визначає завдання системи управління державним боргом Т. Вахненко. Зокрема до їх числа автор відносить:

- розробку загальної стратегії внутрішніх і зовнішніх запозичень;
- зниження вартості позик;
- ефективне використання залучених коштів;
- забезпечення повного і своєчасного виконання боргових зобов'язань;
- управління структурою боргу за строковістю, видами валют і відсоткових ставок.

У контексті досягнення боргової стійкості держави нам імпонує думка автора, що «збалансована структура боргу створює підґрунтя для зниження вразливості фінансового стану уряду до дії валютних, відсоткових, операційних, кредитних ризиків, ризиків пролонгації боргу і ліквідності. А цільова управління державним ... визначається як «мінімізація бюджетних ризиків у поєднанні з низькою вартістю обслуговування боргу» [37].

Узагальнення значного масиву завдань, що покладаються на систему управління державним боргом (борговою стійкістю) у сучасних умовах модернізації вказаних систем дозволило згрупувати існуючі види завдань за їх впливом на досягнення стійких параметрів державних фінансів. Серед таких груп завдань варто відмітити:

- стабільне обслуговування зовнішніх і внутрішніх боргових зобов'язань та недопущення реалізації суверенного дефолту за будь-яких умов та впливу ендогенних і екзогенних факторів;
- гнучке управління джерелами, формами і умовами боргових запозичень з метою використання сприятливих умов на ринках державних цінних паперів для оптимізації параметрів боргового портфелю;
- згладжування коливань на ринку боргових державних цінних паперів з метою підвищення їх привабливості та формування стійкого попиту і прихильності кредиторів;

- моніторинг, прогнозування та своєчасне реагування (хеджування) ризиків, пов'язаних з борговими зобов'язаннями;
- узгодження дій з управління боргом, монетарною та фіскальною політикою з метою досягнення макроекономічної стабільності;
- забезпечення контролю системи управління борговою стійкістю, що дозволяють контролювати стан боргового навантаження економіки і відстежувати хід виконання державних зобов'язань [141].

З названими завданнями тісно пов'язані регулятивна, дистрибутивна та контрольна функції системи управління державним боргом та борговою стійкістю.

До складу суб'єктів системи управління відносять органи, організації, установи, на які відповідно до чинного законодавства покладено обов'язок з управління державним боргом. Міжнародна практика свідчить про пріоритетність покладання таких функцій на спеціально створені органи, підзвітний уряду (у випадку агентської моделі управління боргом), на сам уряд (урядова модель) чи центральний банк (банківська модель). В Україні саме Кабінету Міністрів в особі Міністерства фінансів та створеного в його структурі департаменту управління державним боргом відведена представницька роль у реалізації державних запозичень та здійснення співпраці з МФО.

Об'єктами системи управління державним боргом (борговою стійкістю держави) у сучасних умовах постають не лише боргові зобов'язання зовнішнього чи внутрішнього характеру, класифіковані за типом кредитора чи типом боргового інструмента, у розрізі строків, валют, видів процентних ставок, що супроводжують їх обіг, але й нові, специфічні категорії об'єктів.

До них у контексті управління борговою стійкістю варто віднести не лише традиційні валютний, кредитний, строковий, процентний ризик чи ризик рефінансування, але і ряд макроекономічних та фінансових ризиків (ризик «ефекту зараження», ризик суверенного дефолту, демографічні ризики тощо).

З урахуванням історико-економічних передумов реалізація завдань з управління державним боргом і борговою стійкістю держави суб'єктами управління відносно об'єктів управління здійснюється з використанням ряду традиційних методів (табл. 1.4).

Таблиця 1.4 – Методи управління державним боргом

Метод	Сутність
рефінансування державного боргу	погашення основного боргу і відсотків за рахунок коштів, отриманих від розміщення нових позик і одержання кредитів від кредитних організацій;
новація	передбачає укладання угоди між позичальником і кредитором щодо заміні одних зобов'язань іншими;
уніфікація	рішення держави стосовно об'єднання декількох, раніше випущених, позик, а також обмін раніше випущених облігацій і сертифікатів на облігації й сертифікати нових позик;
конверсія	передбачає зміну прибутковості позик, отриманих державою в якості позичальника;
консолідація	передбачає зміну умов запозичень у частині збільшення термінів боргових зобов'язань;
відстрочка погашення позик	являє собою застосування методу консолідації з одночасною відмовою держави від сплати доходів по даних боргових зобов'язаннях;
анулювання державного боргу	відмова держави від усіх раніше взятих на себе боргових зобов'язань;
реструктуризація	підписання угоди про припинення боргових зобов'язань, що складають державний або муніципальний борг, із заміною їх на інші боргові зобов'язання з іншими умовами обслуговування та погашення;
дострокове погашення	передбачає економію бюджетних коштів при необхідності їх майбутнього обслуговування

Джерело: складено автором за [83, 66]

Якщо їх склад, сутність та особливості не потребують детального пояснення щодо управління державним боргом та борговим портфелем держави, то у контексті управління борговою стійкістю держави на макрорівні необхідно звернути увагу на більш широкий світовий досвід, розглянутий у працях науковців [57, 124, 149].

Відновлення ліквідності та платоспроможності держав світу як основи їх боргової стійкості на міжнародному рівні на початку – першій половині ХХ ст. було здійснено за допомогою загальновідомих «Плану Дауеса» та «Плану Маршала». У другій половині ХХ ст. відомими заходами з підтримки

боргової стійкості окремих країн можна назвати «ініціативу Бейкера», «план Бреді».

Зростання актуальності запобігання борговим кризам, пов'язаних з надмірною заборгованістю країн світу обумовило активізацію на міжнародній арені ролі спеціалізованих структур «Паризького» та «Лондонського клубу» кредиторів, які опікуються врегулюванням заборгованостей як між країнами, так і окремими кредиторами.

Необхідно також відмітити спробу на початку 2000-х рр. створити за інституційної підтримки МВФ універсальний механізм, що дозволяє зменшити витрати і прискорити процес реструктуризації боргу. «План Крюгера» або ж механізм реструктуризації суверенної заборгованості (Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM).

Діючою на даний момент залишається ініціатива МВФ та СБ щодо управління борговою стійкістю найбідніших країн світу, які мають спеціальний статус «бідна держава зі значним державним боргом» (Heavily Indebted Poor Country, HIPS).

Таким чином, питання ефективного управління державним боргом в умовах нарощування ризиків суверенних дефолтів трансформуються у більш широке за визначенням поняття «управління борговою стійкістю держави». Органічно поєднуючись, вказані сфери діяльності органів державного управління націлені передусім на підтримання темпів економічного зростання країн світу та забезпечення їх платоспроможності, ліквідності в умовах макроекономічних та фінансових ризиків.

Детермінантами в управлінні борговою стійкістю та державним боргом у зв'язку з цим постають необхідність розширення спектру інструментів ризик-менеджменту, нівелювання впливу макроекономічних шоків та ризиків фінансування, необхідність перегляду традиційних підходів до оцінювання індикаторів державного боргу, забезпечення операційної гнучкості, посилення комунікацій та координації у роботі систем управління.

Система управління державним боргом та борговою стійкістю спрямована на забезпечення потреб держави в борговому фінансуванні за рахунок своєї структури, яка включає суб'єкти, об'єкти, методи управління, характеризується чітко окресленою метою та завданнями та реалізує свої функції в умовах визначеної стратегії, юридичного забезпечення та органу, відповідального за здійснення боргової політики.

1.3 Світовий та національний досвід управління борговою стійкістю держави

Зростання залежності від боргового фінансування стало ключовою тенденцією у розвитку системи світових економічних відносин у посткризовий період. Відновлення національних економік та підтримка банківського сектору визначені пріоритетними завданнями урядів як країн, що розвиваються, так і розвинених країн, потребуючи додаткових джерел зовнішніх запозичень. Експансивна боргова політика обумовила появу нових підходів до управління державним боргом та актуалізувала необхідність оцінювання та прогнозування боргової стійкості країн світу.

Україна з огляду на приєднання до Угоди про асоціацію з ЄС взяла на себе масштабні зобов'язання щодо врегулювання боргової кризи та приведення у відповідності бюджетних агрегатів та індикаторів боргової стійкості до Маастрихтських критеріїв.

У зв'язку з цим, вивчення світового досвіду та національної практики управління державним боргом і борговою стійкістю у посткризових умовах постає важливим науково-практичним завданням.

Після боргових криз у країнах світу, що розвиваються на рубежі 1990-2000-х рр., перша половина 2000-х років характеризувалася відносною борговою стійкістю країн світу, що супроводжувалася незначними та

стабільними темпами нарощування ними боргових зобов'язань. Одиначні локальні боргові кризи у країнах світу, що розвиваються, не мали значного впливу на глобальну тенденцію плавного підвищення рівня державного боргу до 71% глобального ВВП в 2001-2004 роках і його поступового скорочення в 2004-2007 рр. у тих же країнах світу за рівнем розвитку. Значні зміни відбулися з наростанням кризових явищ у 2008 р., коли рівень боргового навантаження у світі зріс з 65% світового ВВП у 2009 р. до 79% ВВП у 2011 [171].

Таке значне зростання обумовлене насамперед нарощуванням державного боргу розвиненими країнами світу, зокрема США, Японією і країнами ЄС (рис. 1.1). Максимальне значення квоти боргу до ВВП у країнах G7 становило у 2013 – 121,2% , що за оцінками ОЕСР не спостерігалось з часів Другої світової війни. При цьому з часів найбільшої рецесії – Великої депресії обсяг глобального державного боргу склав безпрецедентну величину – 57 трлн. дол. США, лише з 2007 р. зрісши на 25 трлн. дол. США [171].

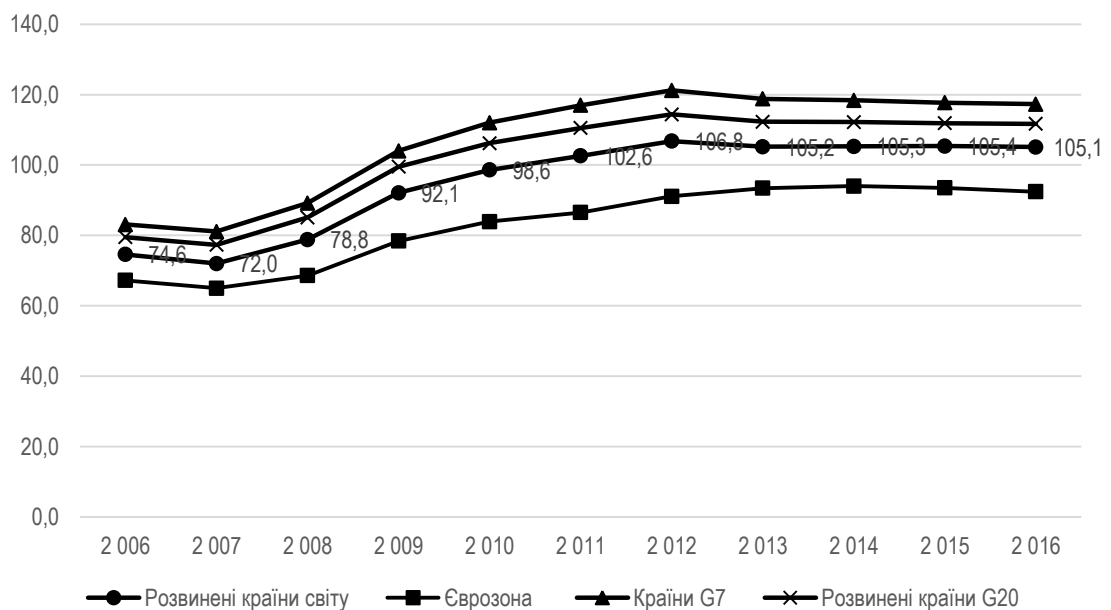


Рисунок 1.1 – Валовий державний борг розвинених країн світу, у 2006-2016¹ рр., у середньому % від ВВП, складено за даними [175].

Примітка: 1 – дані за 2016 прогнози

Безумовним лідером у цьому зв'язку є Японія з рівнем державного боргу у 234% від ВВП. Не зважаючи на слабкі темпи інфляції, що супроводжують такі ж слабкі темпи економічного відновлення, розвинені країни світу, втім, намагаються здійснювати заходи з фіскальної консолідації та поліпшення структури державних балансів, що за прогнозами фахівців МВФ мають втілитися у повільному скороченні боргового навантаження у цих країнах.

Найбільших успіхів у зростанні податкових надходжень, що позитивно вплинуло на первинне сальдо бюджету і знизило потребу у зовнішньому фінансуванні, досягли Німеччина, Канада, Ірландія, Нідерланди та США [171]. Що стосується країн, що розвиваються, то тенденція до зниження ними рівня боргового навантаження була перервана у 2008-2010. У подальшому спостерігається зростання боргу, яке становить близько половини ВВП цих країн (рис. 1.2).

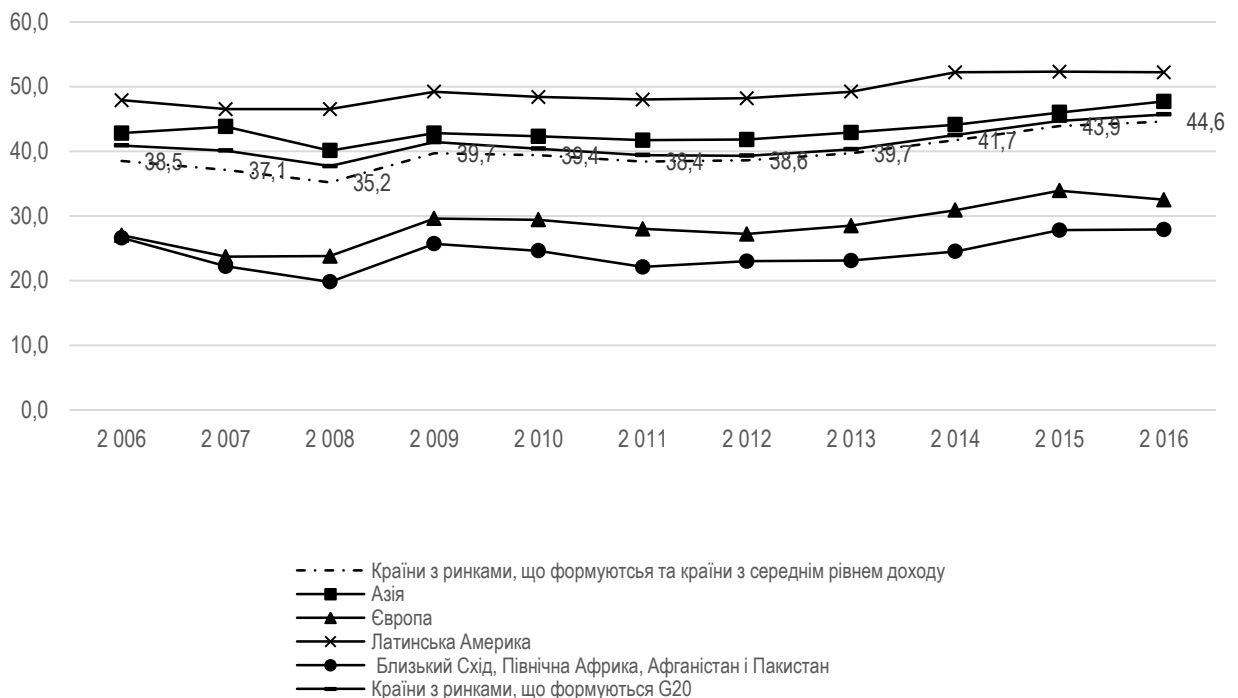


Рисунок 1.2 – Валовий державний борг країн з ринками, що формуються та із середнім рівнем доходу, у 2006-2016¹ рр., у середньому % від ВВП, складено за даними [175].

Примітка: 1 – дані за 2016 прогнози

Лідерами у регіональному розрізі за зростанням обсягів валових боргових зобов'язань є країни з ринками, що формуються та із середнім рівнем доходу на душу населення, зосереджені у Латинській Америці та Азії (насамперед Китай). При цьому європейські країни та країни групи MENAP демонструють більш низькі темпи нарощування заборгованості за аналізований період 2006-2016 рр. Така ситуація обумовлена різнобічним впливом факторів, таких як зростання волатильності на фінансових ринках, падіння потоків капіталу та валютних курсів, що обумовило зростання вартості позикового капіталу Бразилії, Еквадору та Росії. Разом з тим, значне здешевлення нафти призвело до задіяння важелів стабілізації економіки і зростання бюджетних дефіцитів у таких країнах – нафтових експортерах, як Алжир, Ангола, Лівія, Росія, Саудівська Аравія та Венесуела.

Що стосується найбідніших країн світу (рис. 1.3), темпи нарощування ними державного боргу у порівнянні з розглянутими групами країн є невисокими.

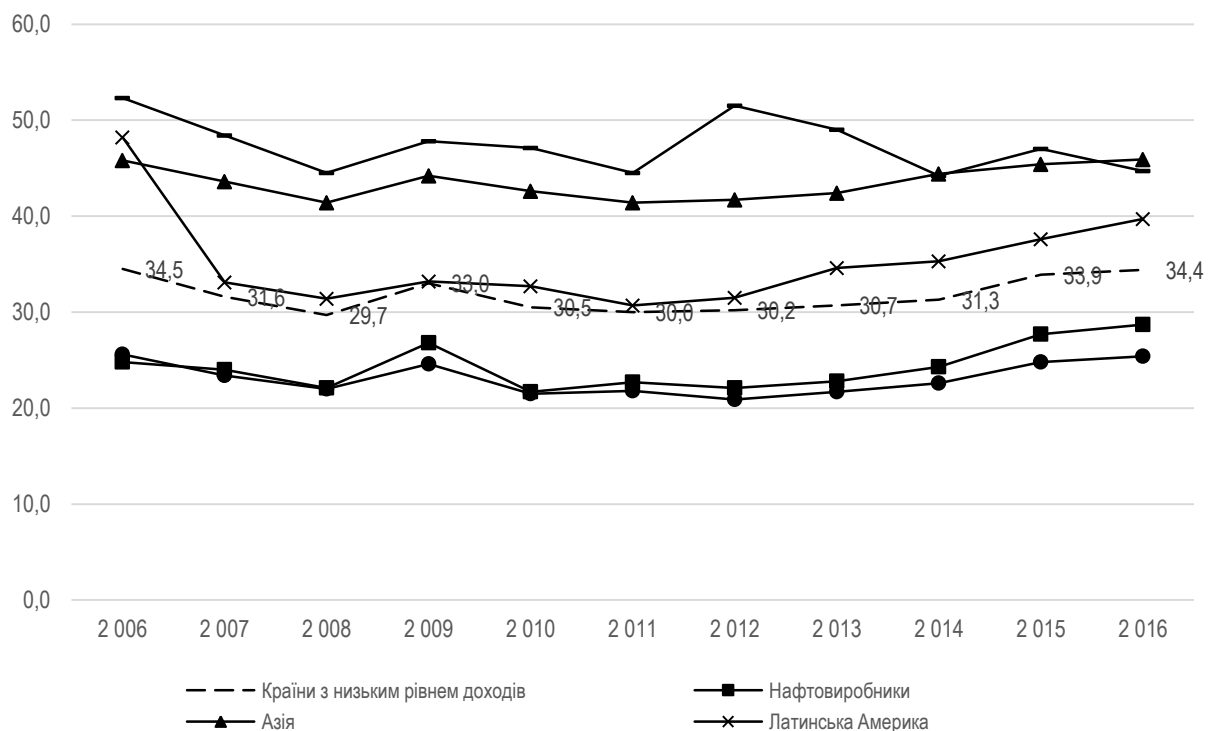


Рисунок 1.3 – Валовий державний борг країн з низьким рівнем доходу, у 2006-2016¹ рр., у середньому % від ВВП, складено за даними [175].

Примітка: 1 – дані за 2016 прогностні

Пікового значення у групі середній рівень державного боргу до ВВП досяг 33% у кризовий 2009 р., проте поступове зростання обсягів заборгованості з 2012 р. потребує пильної уваги з боку МФО. Поріг боргової стійкості у таких країнах перебуває на значно нижчій межі, ніж загальноприйняті 60%, а вплив падіння цін на нафту та зростання волатильності на фінансових ринках є значним, як і для групи країн з середніми доходами на душу населення.

Загальна картина динаміки державного боргу у різних групах країн світу має бути доповнена значимими, але різнобічними за своїм напрямом тенденціями в управлінні їх борговою стійкістю, які охоплюють різні сектори реального сектору економіки країн світу та їх державний сектор. Як бачимо, саме державний сектор виступив драйвером нарощування боргових зобов'язань останніми роками у порівнянні з докризовим періодом 2000-2007 рр. (рис 1.4). Сукупний щорічний темп зростання державного боргу є найвищим за останні 7 років у порівнянні з усіма іншими секторами реальної економіки і становить 9,3%.

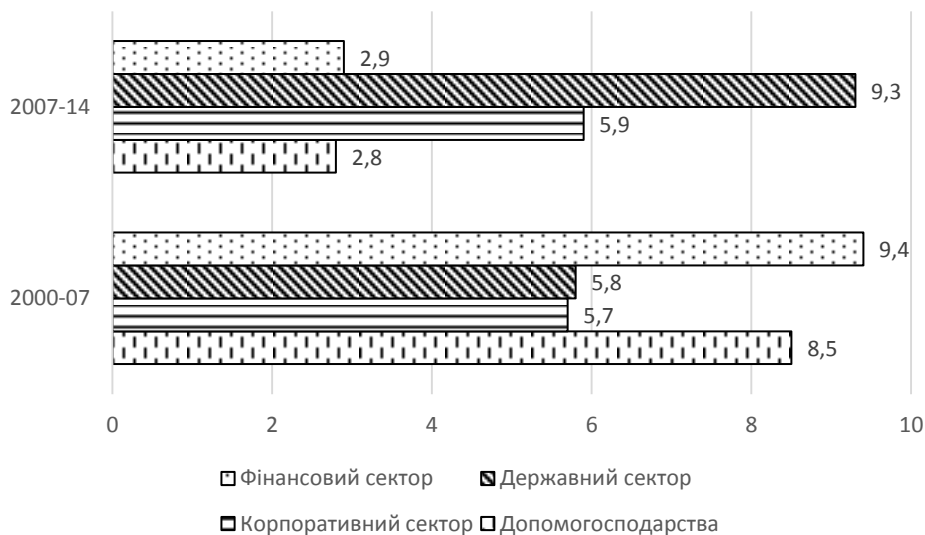


Рисунок 1.4 – Сукупні щорічні темпи зростання боргових запозичень різних секторів економіки у світі у 2000-2014 рр., %, складено за [171].

На думку фахівців інституту МакКінзі зменшення рівня левериджу та державного боргу шляхом фіскального коригування бюджетних балансів потребуватиме 2% ВВП у більш ніж 6 країнах: Іспанії, Японії, Португалії, Франції, Італії та Великобританії. Широкий набір рішень, що сприятимуть підвищенню боргової стійкості країн-боржників може включати більші за обсягом продажі державних активів, вищі податки на багатство та інфляційні таргети, а також більш ефективні програми боргової реструктуризації та боргового моніторингу.

Позитивною тенденцією у зниженні боргового навантаження світових економік у різних країнах світу можна назвати процес делевериджу у фінансовому секторі. Комплексність та взаємопов'язаність глобальної фінансової системи поряд з нашаруваннями сек'юритизаційних процедур, значним розвитком тіньової банківської системи призвели до несиметричного розподілу ризиків, значної волатильності фінансового сектору та збільшення його сукупного боргу у світі на 17 трлн. дол. США з 2000 до 2007 р. Разом з тим, у посткризовий період саме у фінансовому секторі спостерігається найбільш суттєве зниження темпів приросту боргу – на 6,5%. Таке зниження обумовлене скороченням обсягів операцій з репо, CDO CDS на 19%, 43% та 67% відповідно.

Не зважаючи на підвищення зростання стандартів кредитування та вимог до позичальників, борг домогосподарств у розвинених країнах суттєво скоротився лише у 5 розвинених країнах: США, Ірландії, Великобританії, Іспанії та Німеччині. Поряд з цим, у деяких країнах Північної Європи, у Канаді, Малайзії, Південній Кореї, Таїланді та Австралії рівень боргу домогосподарств до ВВП перевищує кризовий рівень 2008 р. у США та Великобританії, що залишає питання ризиків боргової стійкості цих держав відкритим. Управління таким високим рівнем боргу домогосподарств потребує впровадження іпотечних контрактів з більш гнучкими умовами, прозорих та зрозумілих процедур персонального банкрутства, більш суворих вимог до кредитування та макропруденційного нагляду [171].

Негативною тенденцією щодо зниження рівня боргової стійкості, як на національному, так і на глобальному рівні характеризується чотириразове зростання сукупного боргу Китаю (з 7,4 трлн. дол. США до 28,2 трлн. дол. США, що у процентному співвідношенні до ВВП склало 158% та 282% відповідно, і, як очікується, досягне 400% від ВВП до 2018 р. за збереження існуючих темпів його розвитку [171]. Передусім причинами такого значного зростання називають концентрацію боргу у сфері нерухомості та її суттєве здорожчання (особливо в Шанхаї та Шенжені), розквіт тіньової банківської системи та значний рівень її левериджу. Не зважаючи на здатність Китаю підтримувати боргову стійкість на належному рівні, корекція цінової бульбашки на ринку нерухомості є досить ймовірною, що потребуватиме невідкладних фіскальних заходів, як і потреба в поліпшенні фінансової позиції в цілому з метою забезпечення економічного зростання. Отже, уповільнення темпів кредитування нерухомості, підвищення прозорості та якості ризик-менеджменту у фінансовому секторі, впровадження механізмів управління боргом постають важливими завданнями для вирішення боргової проблеми Китаю як драйвера глобальної економіки.

Окремою тенденцією у розвитку систем управління борговою стійкістю є посилення фіскальних вимог у ЄС.

Починаючи з Договору про створення ЄС та Пакту стабільності і зростання 1997 р., було закладено основні підвалини фіскальної конвергенції та дотримання боргової дисципліни (табл. 1.5). Виконання його положень дозволило знизити рівень дефіциту державних бюджетів країн учасниць з 4% від ВВ до 2%.

У відповідь на подолання високих темпів нарощування суверенних боргів країнами-членами ЄС, кризи платоспроможності у Греції та інших країнах (Португалії, Ірландії, Іспанії) у березні 2012 р. було прийнято більш жорсткі вимоги фіскальної консолідації та підтримання боргової стійкості, відомі як Договір про стабільність, координацію та управління в економічному та валютному союзі або Фіскальний пакт. Його основною

метою є створення фіскального союзу в ЄС та зниження дисбалансів державних фінансів цього союзу.

Таблиця 1.5 – Основні положення щодо регулювання фіскально-боргової сфери ЄС

Нормативна база	Постулати	Критерії	Штраф
Пакт про стабільність і зростання 1997 р.	Збалансований (бездефіцитний) бюджет; уникнення надмірного дефіциту державних фінансів; вжиття заходів щодо його усунення	Дефіцит державного бюджету не повинен перевищувати 3% ВВП, а рівень державного боргу – 60% або має неухильно наблизитись до цього показника	У разі перевищення рівня дефіциту – примусовий безпроцентний депозит у розмірі 0,2% від ВВП плюс десяту частину різниці між реальним дефіцитом (у відсотках до ВВП) і встановленою межею (максимальний розмір депозиту обмежується 0,5% ВВП). У разі недотримання критерію стосовно співвідношення державного боргу до ВВП розмір депозиту обмежується сталою величиною (0,2% від ВВП)
Оновлений Пакт про стабільність і зростання – «Пакт шести» 2011 р.	Необхідність зменшення рівня боргу та дефіциту державного бюджету;	Скорочення рівня державного боргу на 5% щорічно від середнього показника за останні 3 роки	0,2% від ВВП у разі перевищення граничного рівня дефіциту
Договір про стабільність, координацію та управління в економічному та валютному союзі – Фіскальний пакт 2012 р.	Жорстка фінансово-бюджетна дисципліна на основі чітких стандартів; система санкцій за її порушення; фіскальні (бюджетні) правила; автоматичний механізм корекції надмірного дефіциту, економічна	Бюджетний дефіцит сектору загальнодержавного управління на рівні 3% від ВВП; структурно-збалансований бюджет як середньострокова мета з річним структурним дефіцитом не більше 0,5% від ВВП, крім випадків, коли рівень державного боргу нижче 60% від ВВП (так зване «боргове гальмо»)	0,1 % ВВП у разі перевищення критерію 60% рівня державного боргу до ВВП

	програма партнерства та координації випуску боргових зобов'язань		
--	--	--	--

Джерело [70, 94]

Прогнозування довгострокової боргової стійкості країн ЄС до 2060 р. дало змогу виявити, що Бельгія, Кіпр, Люксембург, Словаччина, Словенія матимуть високі ризики перевищення граничного рівня державного боргу, що пов'язано зі старінням населення та проведенням реформи сфери соціального забезпечення. Для більшості інших країн-членів ЄС, зокрема Німеччини, Естонії Франції, Італії, Латвії, Угорщини, Польщі та Швеції показники індексу фіскального стресу та можливості втрати боргової стійкості є низькими у довгостроковій перспективі [176].

Підсумки 2014 року дають змогу зробити висновок, що більшість країн ЄС виконують обмеження, встановлені Фіскальним пактом. Насамперед до їх числа належать держави Північної та Центральної Європи та Німеччина. Реалізація заходів фіскальної консолідації дала позитивні результати у Бельгії, Данії, Італії та Нідерландах. Водночас їх перевищено в Ірландії, Польщі, Португалії та Великобританії. Характерно, що для окремих держав Європи (наприклад, Норвегії, Люксембургу, Естонії) питання регулювання фіскального дисбалансу не були такими гострими (а для Норвегії взагалі не поставали протягом останніх років) [69].

В умовах приєднання до Угоди про асоціацію з ЄС розглянуті заходи є досить показовими для України. Так, у розділі V Угоди «Економічне та галузеве співробітництво» ст. 347 визначено, що Україна та Європейський Союз обмінюватимуться інформацією, найкращою практикою та проводитимуть інші заходи в галузі бюджетної політики, спрямовані на розвиток системи середньострокового бюджетного прогнозування і планування, вдосконалення програмно-цільових підходів у бюджетному процесі, поглиблення аналізу ефективності та результативності здійснення

бюджетних програм, покращання обміну досвідом із питань планування і виконання бюджету та стану державного боргу.

У рамках реалізації Порядку денного асоціації Україна – ЄС, який є практичним інструментом для підготовки та сприяння імплементації Угоди про асоціацію, визначено завдання українському уряду у сфері державних фінансів і державного боргу. Зокрема, наголошено на необхідності поступового наближення вітчизняної політики до політики ЄС згідно з основними принципами макроекономічної стабільності державних фінансів, надійності фінансової системи, сталого платіжного балансу [76].

Більше того, стан стійкості державних фінансів України викликає занепокоєння передусім за рахунок суттєвого зниження боргової стійкості (рис. 1.5).

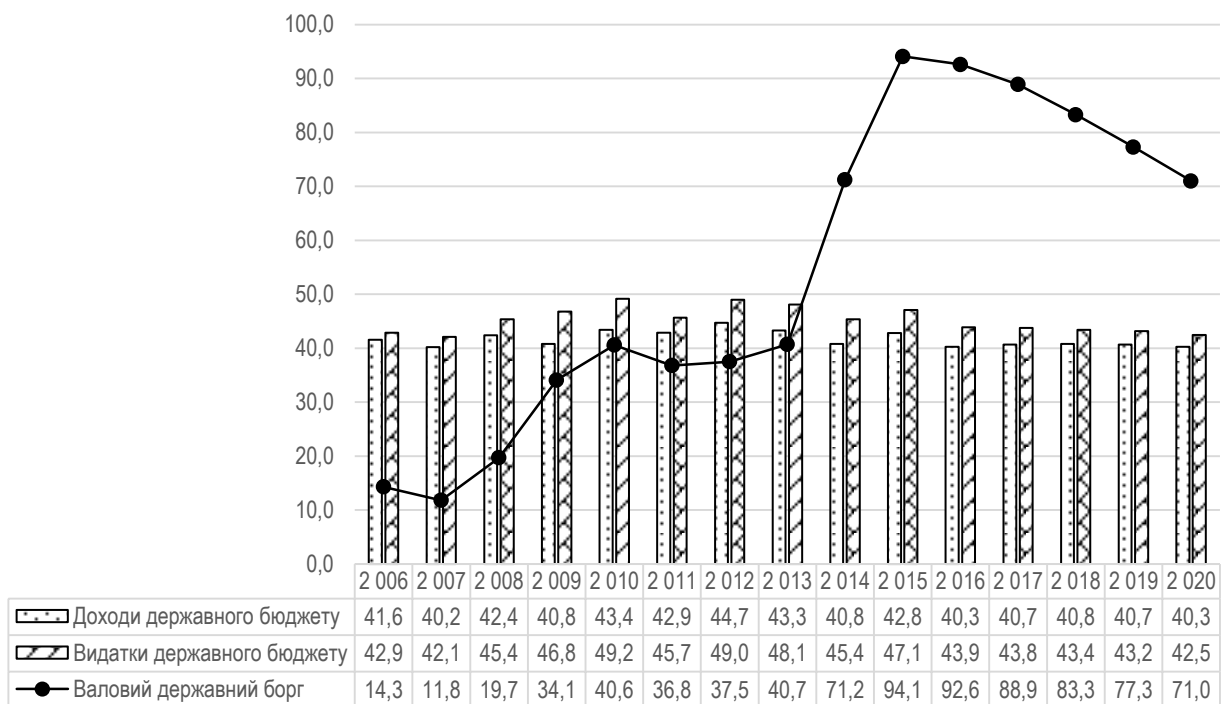


Рисунок 1.5 – Ключові показники боргової сфери України у 2006-2020 рр., % від ВВП, складено за [175].

Сприятлива економічна ситуація у докризовий період 2006-2008 рр. супроводжувалася мінімальними рівнями державного боргу – 11,8 – 19,7% від ВВП. Різке зростання валового державного боргу до ВВП у 2009 р. на

16,4% у 2009 у порівнянні з базовим 2008 та на 20,9% у 2010 р. було обумовлене необхідністю стримування наслідків кризи та здійснення підтримки економіки і фінансового сектору. 2011-2012 рр. характеризувались повільним зниженням показників боргової стійкості та зростанням бюджетного дефіциту – впритул до перевищення критичної межі у 3% від ВВП у 2013 р., коли його значення досягло 4,3%. Такі тенденції були обумовлені уповільненням темпів зростання української економіки та її фінансової системи внаслідок впливу світової кризи з урахуванням падіння попиту на експортну продукцію України на світових ринках, зростання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, підвищення вартості зовнішніх кредитних ресурсів для уряду та корпоративного сектору і як наслідок – суттєвого скорочення припливу іноземного капіталу та внутрішнього кредитування економіки [3].

Експансивна боргова та дискреційна фіскальна політики уряду, спрямована на залучення зовнішнього фінансування для подолання структурних економічних проблем без пошуку внутрішніх тригерів економічного зростання, падіння оподатковуваних доходів підприємств та погіршення стану банківського сектору, значна валютна залежність України, зростання дефіциту бюджету – це ті передумови, що визначали зниження показників боргової стійкості у 2006-2013 рр. У 2014 до них додалися виключно важливі фактори – необхідність нарощування державних видатків та втрата економічного потенціалу східних областей України та АРК Крим у зв'язку з військовою агресією, необхідність збільшення валютних резервів, зростання державних видатків напередодні виборів.

Історично максимального значення рівень державного боргу у 94,1% від ВВП досяг у 2015 р., який ознаменувався трикратною девальвацією національної валюти та банківською, платіжною та борговими кризами. Хоча в подальшому, за прогнозами фахівців МВФ з поступовим відновленням економіки України до 2020 р. спостерігатиметься зниження боргового навантаження.

Разом з тим, використовуючи метод реструктуризації заборгованості за зовнішніми запозиченнями як методу управління борговою стійкістю восени 2015 р. урядом України було пролонговано основні платежі з обслуговування державного боргу та знижено ймовірність здійснення технічного дефолту.

Положення угоди (табл. 1.6) передбачають залучення значної фінансової підтримки з боку МВФ, США, МБРР, Японії, ЄБРР, ЄС та Польщі для поліпшення показників боргової стійкості України та реалізації масштабних економічних реформ.

Таблиця 1.6 – Параметри та досягнення Угоди про реструктуризацію державного боргу України, складено автором за [50].

Напрямок угоди	Джерело допомоги	Сума	Спрямування
Чотирьохрічна програма в рамках механізму розширеного фінансування EFF (Extended Fund Facility)	МВФ	17,5 млрд. дол. США	Підтримка бюджетного сектору, реалізація економічних реформ
2 транші для виконання попередніх заходів в рамках програми співробітництва з МВФ	МВФ	6,7 млрд. дол. США	Збільшення резервів Національного банку
2 програми допомоги	МБРР, Японія	1,3 млрд. дол. США	Політики розвитку фінансового сектора
Скорочення зовнішнього боргу	Кредитори	3,0 млрд. дол. США	Зменшення основної суми державного і гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу на 20 %
Пролонгація виплат за борговими зобов'язаннями	Кредитори	8,5 млрд. дол. США	Погашення заборгованості що підлягали сплаті у 2015-2018 роках, на більш пізній строк
Програма допомоги під кредитні гарантії США	США	1 млрд. дол. США	Проведення реформ в економіці та поліпшенням інвестиційного клімату
Програма макрофінансової допомоги відповідно до умов Меморандуму про взаєморозуміння між Україною та ЄС Кредитної угоди щодо започаткування третьої програми макрофінансової допомоги ЄС, укладених 22.05.2015 року, на загальну суму до 1,8 мільярда євро	ЄС	850 млн. євро	Зменшення зовнішнього фінансового тиску на Україну, поліпшення її платіжного балансу та забезпечення бюджетних потреб, підсилення позиції за валютними резервами
Гарантійна угода про надання кредиту ЄБРР для фінансування	ЄБРР	300 млн. дол. США	фінансування закупівлі газу компанією НАК «Нафтогаз»

закупівлі газу компанією НАК «Нафтогаз України» від 23 жовтня 2015 р			України»
Кредитна угода на реалізацію проекту «Кордон єднання»	Польща	100 млн. євро	Модернізація прикордонної інфраструктури на українсько-польському кордоні

Продовження таблиці 1.6

Напрямок угоди	Джерело допомоги	Сума	Спрямування
Угода між Урядом України та Урядом Королівства Швеція про співробітництво у сфері розвитку від 11 березня 2015 р.	Швеція	175 млн. євро	Потреби розвитку, реалізації реформ та інтеграції з ЄС
Цільова програма допомоги	Польща	100 млн. євро	Модернізація дорожньої інфраструктури кордонів і будівництво пунктів пропуску на українсько-польському кордоні

Основним результатом укладеної угоди, крім залучення додаткового фінансування є реструктуризація частини державного та гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу України за 13 випусками єврооблігацій на суму близько 15 млрд. дол. США, яка передбачає зменшення основної суми державного і гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу на 20 % (3,0 млрд. дол. США) та перенесення погашення 8,5 млрд. дол. США, що підлягали сплаті у 2015-2018 роках, на більш пізній строк [50].

За результатами роботи уряду у першому півріччі 2016 р. заплановані суттєві заходи щодо удосконалення системи управління державними фінансами, зокрема дотримання жорстких бюджетних обмежень, дотримання ефективного, використання коштів, запровадження середньострокового бюджетного планування [51]. Однак, ситуація у борговій сфері України, залишається близькою до критичної, ймовірний дефолт за суверенними зобов'язаннями у 2015 р. засвідчують хибність обраної боргової політики та потребують суттєвих заходів щодо поліпшення боргової стійкості.

З урахуванням Маастрихтських критеріїв конвергенції країн ЄС, Бюджетний кодекс України встановлює порогове співвідношення між основним державним боргом на рівні 60% фактичного річного обсягу ВВП та розмір річного дефіциту бюджету, спрямованого на інвестиційні капіталовкладення на рівні 3% ВВП [33].

У світлі означених порогових значень двох ключових індикаторів в Україні у 2014 році дефіцит державного бюджету склав 4,7% ВВП [50], а співвідношення обсягу валового державного боргу до ВВП склало 71,2% та валового зовнішнього боргу до ВВП країни – 127,1 % [4]. При цьому за дослідженнями науковців за останні 30 років 35% дефолтів було оголошено країнами, рівень державного боргу яких не перевищував 40% ВВП, 55% дефолтів мали місце у країнах з рівнем державного боргу до 60% ВВП. Окремі автори обґрунтовують безпечний рівень державного і гарантованого державного боргу в Україні у розмірі 35% від ВВП [38]. Аналіз окремих індикаторів боргового навантаження та боргової стійкості України, наведених у таблиці 1.7 свідчить про перевищення ними граничних значень особливо в останні роки, що цілком узгоджується з негативною ситуацією у сфері управління державним боргом, що склалася (табл. 1.7) [103].

Таблиця 1.7 – Оцінювання боргової стійкості України у контексті окремих індикаторів економічної безпеки у 2010-2014 рр.

Індикатор	Граничне значення	Рік				
		2010	2011	2012	2013	2014
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	$\leq 60\%$	39,9	36,3	36,5	40,3	70,2
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	$\leq 25\%$	86,3	77,5	76,6	78,4	127,1
Відношення валового зовнішнього боргу до обсягу експорту товарів та послуг	$\leq 120\%$	167,5	142,1	150,0	167,1	183,9
Відношення витрат на обслуговування боргу до доходів державного бюджет	$\leq 7\%$	6,8	7,4	7,0	9,3	13,8

Джерело: розрахунки автора та [89].

Зокрема, це стосується не лише базового показника відношення обсягу боргу до ВВП, граничне значення якого перевищено у 2014 р. на 10,2%, але й показників, що характеризують стан зовнішньої заборгованості та

процентних платежів з обслуговування боргу протягом усього досліджуваного періоду 2010-2014 рр.

Різномічно проблеми управління борговою стійкістю в Україні у порівнянні з світовим досвідом висвітлені у працях значного числа науковців, зокрема С. Лондара [79.]. О. Лондара [77, 80], І. В. Фурман [136], В. Форкун, К. Хитрої [134], О. Онуфрійчука [94], І. Федорович [131].

Аналіз вказаних праць, тенденцій розвитку та актуального стану системи управління державним боргом та борговою стійкістю України дозволили згрупувати вказані проблеми в межах декількох аспектів: нормативного, організаційного, інформаційно-контрольного, методологічного.

Проблеми нормативного характеру (табл. 1.8) обумовлені насамперед відсутністю цілісного підходу до управління боргом та борговою стійкістю на національному рівні, що втілюється у відсутності законодавчо закріплених понять «управління боргом», «система управління боргом та борговою стійкістю», суттєвих недоліків у затвердженій урядом Стратегії управління державними фінансами на 2017-2021рр.

Таблиця 1.8 – Характеристика ключових проблем розвитку системи управління борговою стійкістю в Україні (нормативний аспект), авторська розробка

Напрямок	Ключові проблеми
Посилення інституційної спроможності системи управління державним боргом та ризиками втрати боргової стійкості	Необхідність запровадження системи управління, яка б дозволяла досягти стійкості державних фінансів навіть у критичних умовах реалізації макроекономічних ризиків, повноцінне впровадження середньострокового бюджетного планування
Необхідність розвитку внутрішнього ринку державних запозичень	Необхідність відмови від незабезпеченого емісійного фінансування бюджетних видатків з внутрішніх джерел та необґрунтованих запозичень із зовнішніх в умовах виваженої грошово-кредитної політики
	Посилення ролі внутрішнього ринку державних цінних паперів з фіксованими ставками та номінованими в національній валюті. Обмеження короткострокової структури державного боргу в

іноземній валюті

Продовження таблиці 1.8

Напрямок	Ключові проблеми
Забезпечення твердого виконання затверджених бюджетних показників та рівня дефіциту, розробка фіскальних (боргових) правил	Встановлення граничного розміру дефіциту Державного бюджету України на рівні, що не перевищує 3 % ВВП. Необхідність проведення обґрунтування та оцінювання безпечного для економіки і прийняттого для обслуговування рівня державного боргу. Відсутність чітких фіскальних правил не дозволяє проводити боргові запозичення та досягати антициклічного ефекту. Заборона фіскальних коригувань державного бюджету протягом року за виключенням надзвичайних обставин
Відсутність виваженої стратегії управління борговими зобов'язаннями (у т.ч. й умовними) та гнучкої боргової політики	Прийняття, оприлюднення та забезпечення прозорості і виконання ключових програмних документів, що визначають орієнтири в управлінні боргом та передбачають досягнення середньострокової бюджетної мети за умови врахування міжчасового бюджетного обмеження боргової стійкості
Забезпечення економічного зростання та антициклічного регулювання	Забезпечення цільового спрямування зовнішніх запозичень виключно на інноваційно-інвестиційні проекти модернізації інфраструктури, підвищення енергоефективності. Розширення дії автоматичних стабілізаторів, зменшення дискреційності фіскальної політики в умовах згладжування циклічних коливань бюджетних агрегатів

Серед таких недоліків можна назвати відсутність обмежень для фіскальної та боргових політик, неврахування потенціалу ринку внутрішніх державних запозичень та макроекономічних ризиків боргової стійкості у поточних процесах управління державним боргом. Вказані проблеми обумовлюють значні труднощі у забезпеченні дотримання боргової та фіскальної дисциплін, у т.ч. й з боку уряду. Щодо організаційних проблем розвитку системи управління борговою стійкістю в Україні необхідно зазначити, що процес управління характеризується значним рівнем фрагментарності та хаотичності реалізації функцій та прийняття рішень. Повноваження департаменту державного боргу Міністерства фінансів України концентруються виключно на питаннях формування та погашення боргових зобов'язань, а питання дотримання безпечного рівня боргової стійкості залишаються поза увагою. У світлі розквіту агентської моделі управління державним боргом та створення спеціалізованих фіскальних інституцій у світі це питання потребує нагального вирішення і в Україні

поряд зі створенням організаційного забезпечення системи управління борговою стійкістю.

Серед проблем інформаційного забезпечення (табл. 1.9) варто зазначити об'єктивну необхідність переформатування діючої Стратегії управління державними фінансами на 2017-2021рр. та практики розкриття інформації щодо стан державного боргу у частині запровадження стандартів МОВФК у сфері аудиту ефективності державного боргу, розробки систем оцінювання, моніторингу та прогнозування боргової стійкості, підвищення прозорості та повноти розкриття інформації про рівень боргових зобов'язань держави.

Таблиця 1.9 – Проблеми інформаційного забезпечення розвитку системи управління борговою стійкістю в Україні, авторська розробка

Напрямок	Ключові проблеми
Незначне поширення аудиту ефективності державного боргу	Стандарти МОВФК у сфері державного фінансового контролю в Україні не впроваджені
Нерозвинена система оцінювання боргової стійкості	Оцінювання рівня боргової стійкості України не проводиться. Розрахунок окремих показників боргової безпеки не здійснюється систематично.
Значні часові лаги, непрозорість, та неповнота даних щодо державного боргу	Необхідно забезпечити повноту та своєчасність оприлюднення даних про стан державного та гарантованого державою боргу, квазіфіскальні операції та позики місцевих органів влади в межах інтегрованої бази даних
Відсутність системи моніторингу та прогнозування боргової стійкості	Нерозвиненість вказаних систем не дозволяють своєчасно ідентифікувати та реагувати на макроекономічні шоки та вплив дестабілізуючих факторів на рівень державного боргу і стійкості

Поряд з проблемами інформаційного характеру, які включають відсутність необхідних систем моніторингу, оцінювання, прогнозування боргової стійкості та розкриття інформації щодо неї, важливого значення набувають проблеми, пов'язані зі створення методологічних основ формування інформації про її показники (табл. 1.10).

Значною мірою ці проблеми концентруються у неврахуванні світового досвіду обліку (Міжнародні стандарти обліку в державному секторі), статистики та розкриття інформації (МВФ, СБ) щодо боргових зобов'язань держави.

Таблиця 1.10 – Методологічні проблеми забезпечення розвитку системи управління борговою стійкістю в Україні, авторська розробка

Напрямок	Ключові проблеми
Відсутність методології оцінювання впливу факторів на боргову стійкість за різними часовими горизонтами	Розробка методології, принципів, процедур, звітних форм оцінювання коротко- середньо- та довгострокової боргової стійкості є трендом у розвинених країнах світу та має бути імплементована в Україні
Неврахування кращої світової практики обліку сальдо та операцій державного бюджету	Необхідність впровадження системи бюджетного обліку на основі методу нарахувань з метою налагодження якісної і повної системи обліку фінансової позиції держави, її активів і зобов'язань
	Відсутність методології розрахунку на національному рівні структурних та циклічноскоригованих бюджетних агрегатів, які більш достовірно відображають стан системи державних фінансів
	Необхідність визначення боргової стійкості на рівні сукупних зобов'язань і квазіфіскальних операцій сектору загальнодержавного управління, корпоративного, фінансового секторів та домогосподарств
Врахування при розрахунку боргової стійкості та безпечного рівня усіх умовних зобов'язань держави	Уточнення переліку та закріплення на законодавчому рівні обмежень щодо здійснення державою квазіфіскальних операцій
	Врахування прихованих дефіцитів НАК «Нафтогаз України», ДП НАЕК «Енергоатом», ДП «Вугілля України», «Укрзалізниця» та ін. державних підприємств
	Покриття за рахунок бюджетних коштів дефіциту Пенсійного фонду
	Необхідність проведення рекапіталізації проблемних банків та залучення ресурсів для підтримки фінансового сектору

Джерело: складено автором.

Таким чином, можна зробити висновок, що у контексті активізації зусиль країн світу щодо подолання надмірного рівня боргового навантаження у розвинених країн та країн світу, що розвиваються, Україна має вирішити ряд проблем нормативного, методологічного, організаційного та інформаційного характеру для коригування прогалин експансивної боргової політики, яка призвела до реалізації критичних ризиків системи державних

фінансів та порушення індикаторів боргової стійкості. Вирішення цих проблем лежить у площині загальносвітових та європейських тенденцій до скорочення рівня державного боргу, заборгованості домогосподарств, фіскальної консолідації та виконання бюджетних обмежень (боргових правил) для досягнення боргової стійкості за підтримання темпів економічного зростання.

Висновки за розділом 1

1. Питання управління державним боргом урядовими структурами та формування окремого напрямку – управління борговою стійкістю держави в його межах набувають особливої актуальності з нарощуванням сум державних запозичень країнами світу, насамперед розвиненими останніми роками. Загострюється і увага МФО до визначення меж та заходів з підтримання боргової стійкості держав з метою недопущення масштабних боргових криз.

2. Історична ретроспектива розвитку теорій державного боргу і боргового фінансування потреб держави свідчить про зміну ставлення до формування дефіциту державного бюджету та його боргового покриття на позитивне в період розквіту кейнсіанства у першій третині ХХ ст. та теорій суспільного вибору наприкінці цього століття. Разом з тим, поняття «боргова стійкість держави» є відносно новим у фінансовій теорії. У загальних рисах може бути описане з використанням умови виконання міжчасового бюджетного обмеження, спрямування поточної дисконтованої вартості державного боргу до нуля за збереження стійких темпів зростання частки боргу у відношенні до ВВП.

3. Узагальнення підходів науковців та МФО до визначення поняття «боргова стійкість держави» та розмежування його смислових значень з-поміж таких понять як «фіскальна стійкість», «бюджетна стійкість», «боргова безпека», «боргова стабільність», дозволяє говорити про його комплексність,

оскільки описує ситуацію, стан системи державних фінансів, за якого держава, як очікується, буде в змозі продовжувати обслуговувати свої борги без неправдоподібно значних майбутніх корекцій балансу доходів і витрат за умов відсутності реструктуризації боргу, можливостей для здійснення «гри Понці», невідповідності між накопиченою сумою боргу та рівнем доходів держави за мінімально прийнятних рівнів макроекономічних, фіскальних та ін. видів ризиків (вразливостей), пов'язаних з боргом. Однак у цьому значенні вказане визначення залишає відкритим дискусію щодо встановлення граничних рівнів державного боргу та оцінювання індикаторів боргової стійкості з метою раннього виявлення передвісників боргових криз як ситуацій втрати боргової стійкості держави.

4. За результатами поведеного декомпозиційного аналізу поняття «боргова стійкість держави» набув подальшого розвитку теоретичний підхід до визначення її сутності як характеристики здатності держави виконувати як прямі, так і гарантовані державою боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів з його реструктуризації чи списання, з підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності й темпів економічного зростання за прийнятного рівня ризиків (боргових уразливостей), який на відміну від існуючих спирається на рівневий, функціональний, композиційний, ризик-орієнтований і обліковий підходи та дозволить врахувати усі її складові з метою проведення повного та своєчасного оцінювання, підвищення прозорості та ефективності управління державним боргом та регулювання фінансово-економічної стійкості держави в цілому.

5. Надмірне нарощування державного боргу може провокувати реалізацію ризиків втрати боргової стійкості, порушення принципів міжгенераційної справедливості та сценаріїв зниження ефективності економіки, що обумовлює потребу в існуванні ефективної системи управління державним боргом в цілому і борговою стійкістю зокрема, яка інтегрує системний та процесний підходи до її формалізації. При цьому

ключовим трендом в функціонуванні систем державних фінансів різних країн світу є трансформація управління державним боргом в управління борговою стійкістю держави, з розширенням сфери охоплення з огляду на забезпечення платоспроможності, ліквідності держави, зниження ризикованості державних запозичень та нівелювання макроекономічних й фіскальних загроз її боргової стійкості.

6. Структуризація сучасних тенденцій розвитку систем управління борговою стійкістю дозволяє виділити її ключові детермінанти з урахуванням посткризових глобалізаційних викликів, зокрема необхідність розширення спектру інструментів ризик-менеджменту боргових зобов'язань держави; нівелювання впливу макроекономічних шоків та ризиків фінансування; необхідність перегляду традиційних підходів до оцінювання індикаторів стану та динаміки державного боргу; забезпечення операційної гнучкості управляючих державним боргом; посилення комунікацій зі стейкхолдерами та кредиторами у процесі управління боргом; забезпечення співробітництва та координації в сфері управління боргом. Базуючись на системному підході, внутрішню композицію системи управління борговою стійкістю і державним боргом розглянуто у розрізі її основних елементів: принципів, умов функціонування, мети, завдань, суб'єктів та об'єктів управління, механізмів (інструменти, важелі, техніки, процедури) та етапів.

7. Аналіз та співставлення практики управління борговою стійкістю держави в межах світового та національного досвіду свідчить, що на відміну від світової спільноти, де питання підтримання боргової стійкості актуалізувалися з перебігом глобальної фінансової кризи та боргової кризи в ЄС, в Україні робляться тільки перші кроки щодо формалізації цього поняття, визначення її критеріїв та інструментів управління, вирішення проблем нормативного, методологічного, організаційного та інформаційного характеру з огляду на приєднання до Угоди про асоціацію з ЄС та масштабних зобов'язань щодо врегулювання боргової кризи й приведення у відповідності бюджетних агрегатів та індикаторів боргової стійкості до

Маастрихтських критеріїв. Результати розділу відображено у працях [11, 16, 13, 14, 10].

РОЗДІЛ 2 РОЗВИТОК НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД АНАЛІЗУ, ОЦІНЮВАННЯ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВИ

2.1 Аналіз впливу факторів на рівень боргової стійкості в умовах дестабілізації системи державних фінансів

Посилення дисбалансів системи державних фінансів різних країн світу і особливо України в посткризових умовах обумовлює особливу важливість визначення ключових факторів, що впливають на рівень боргової стійкості, з метою забезпечення своєчасного реагування на їх прояви. Управління цими факторами дозволяє нейтралізувати ризики і загрози втрати такої стійкості, однак, через комплексний характер поняття «боргова стійкість держави», труднощі у його формалізації потребує виваженого підходу до вивчення тісноти взаємозв'язку між ними.

Від традиційного аналізу ключових макроекономічних агрегатів існуючі на сьогодні підходи до вивчення факторів, що визначають боргову стійкість, зміщуються в бік аналізу макроекономічних шоків та ризиків – як часткових проявів дії певних чинників. Відповідно методики аналізу боргової стійкості від традиційних факторних (табл. 2.1) переорієнтовуються на методики стрес-тестування, оцінки чутливості та сценарного моделювання. При цьому факторний аналіз не втрачає свого значення у якості первинного етапу її моніторингу та оцінювання через простоту реалізації та однозначність інтерпретації.

Доречним у контексті дослідження факторів впливу на боргову стійкість України та імплементації положень Угоди про асоціацію є вивчення досвіду ЄС щодо побудови композитних індикаторів оцінки фінансової стійкості S0, S1 та S2 [176]. Серед найбільш вагомих факторів, що є основою стрес-тестів індикатору S0, крім традиційних факторів, які визначають динаміку державних доходів, видатків, первинного сальдо, варто назвати демографічні індикатори, індикатори реального та фінансового сектору.

Таблиця 2.1 - Підходи щодо аналізу та моделювання рівня та стану державного боргу у наукових джерелах

Джерело	Підхід до побудови моделі	Фактори	Результати
Крайчак Є. [68]	економетричні	темпи змін реального ВВП, обмінного курсу гривні, сальдо платіжного балансу, співвідношення імпорту/експорту, витрати на погашення основної суми та відсотків за зовнішнім боргом відносно обсягів експорту товарів та послуг	Здійснено кількісну оцінку державних зовнішніх боргових зобов'язань за типом інструменту і власника боргу та прогнозні розрахунки обсягів зовнішніх державних та гарантованих державою боргових зобов'язань
Зражевська Н. В. [52]	дистрибутивно-лагова та авторегресійна моделі	дефіцит бюджету, індекс споживчих цін, ВВП	Здійснено прогнозування рівня зовнішнього державного боргу залежно від рівня макроекономічних показників
Чуба Н. В. [147]	кореляційна модель	державний борг, ВВП	Виявлено тісний взаємозв'язок між динамікою державного боргу і ВВП в умовах трансформаційного спаду та обґрунтовано доцільність стимулювання економічного зростання збільшенням державних позик
Федорович І. М. [132]	трендові моделі; багатофакторний регресійний аналіз	доходи, видатки державного бюджету, сальдо платіжного балансу динаміка ВВП	Виявлено, що зростання ВВП, зменшення платіжного балансу, збільшення видатків на соціальне забезпечення, збільшення капітальних інвестицій, розвиток оптової торгівлі та зменшення капіталізації та індексу споживчих цін спричиняють збільшення боргу держави
Оцінка фінансової стійкості (Д. Боярчук, А. Колесніченко, В. Мовчан та ін.) [30]	моделі раннього попередження (пробіт/логіт модель, сигнальні індикатори)	індекс реальної зарплати, індекс ПФТС, промисловий випуск, роздрібна торгівля, обсяги будівництва, індекс споживчих цін, індекс цін виробників, НЕОК, РЕОК, JPMorgan спред	Розроблена модель пошуку загроз фінансовій стабільності «система раннього попередження», яка дозволяє відшукувати та оцінювати ризики щодо отримання планових надходжень за податком на додану вартість та податком на прибуток

Окремим напрямом у факторному аналізі боргової стійкості виступає оцінювання ймовірності настання боргових криз під впливом макроекономічних чинників та розробки систем раннього попередження.

Знаковими у межах цього напрямку можна назвати напрацювання МВФ з оцінки ризиків фіскальної стійкості, надані у Керівництві з фіскальної прозорості» [202], підходи до оцінювання фіскальної стійкості у ЄС та дослідження, проведене українськими науковцями у 2008 р. [30], що дає змогу оцінити загрози борговій стійкості у частині виконання дохідної частини бюджету за ПДВ та податком на прибуток.

Окремі напрацювання у факторному аналізі присутні у методичних документах МФО. На думку експертів СБ на боргову стійкість держави значний вплив створюють три групи чинників: нагромаджений обсяг зовнішнього боргу й умови його погашення; динаміка економічного розвитку країни; динаміка, структура й умови рефінансування позик [58].

«Керівні принципи управління суверенними ризиками і високим рівнем державного боргу», відомі як «Стокгольмські принципи», обґрунтовують важливість аналізу і моніторингу макроекономічних ризиків, що чинять вплив на боргову стійкість та боргову спроможність уряду, в системі управління ризиками державного боргу. Серед ключових показників, що описують ці макрофінансові ризики, є показники реального сектору, платіжного балансу, грошово-кредитної сфери і державного бюджету [100].

Узагальнення думок науковців щодо встановлення переліку факторів, що визначають обсяг державного боргу та відповідно рівень боргової стійкості наведено у Додатку Г. Зупинимось детально на найбільш вагомим з них.

Фактори, що визначають динаміку зовнішнього боргу, детально розглядаються у працях Є.Крайчака [68], В.Шпачука [149]; зовнішнього і внутрішнього боргу – Онищук Я. [93], сукупного державного боргу – О. Рудої [115], Т. Коляди [193] та ін.

На думку О. Карапетян та С. Рибак на боргову стійкість України ході останньої світової кризи мали значний вплив ефекти зараження, що проявлялися в дії зовнішніх шоків (падіння цін на продукцію металургії та зростання спредів за борговими зобов'язаннями країн світу), торгівельних, інформаційних та фінансових шоків. А самі автори, використовуючи методологію імітаційного моделювання за чотирма сценаріями (базовим, «високого дефіциту», «поглиблення кризи», «трансформації умовного боргу»), серед головних факторних змінних, що впливають на відносні показники державного боргу, називають дефіцит державного бюджету, рівень відсоткових ставок за позиками, накопичений обсяг боргових зобов'язань держави, рівень розвитку фінансових ринків та доступу до позикових коштів, динаміка інфляційних процесів і обмінного курсу, темпи зростання реального ВВП [111].

Т. П. Богдан, спираючись на підхід закладений у «Стокгольмських принципах», вказує на важливість дослідження показників, що ілюструють вплив окремих макроекономічних і фінансових ризиків у економіці України, на рівень боргової стійкості. [27]

Ф. Рогач на рівні окремих показників визначає перелік найбільш важливих факторів, що дають змогу оцінити борг України, відзначаючи динаміку ВВП і ризик його падіння; дефіцит бюджету; обсяг державного боргу; інфляцію і ставки дохідності за внутрішніми позиками; валютні ризики і ставки дохідності за зовнішніми позиками; забезпечення зовнішнього державного боргу міжнародними валютними резервами. [112]

Відзначаючи безпосередній та прямий зв'язок між дефіцитом державного бюджету та обсягом державного боргу, у контексті дослідження факторів, що визначають боргову стійкість держави, імпонує думка Н. В. Чуби щодо формування «боргової спіралі» в умовах відсутності адекватної системи управління державним боргом та виваженої боргової політики через хронічну незбалансованість державного бюджету [147].

Досить вдалим є поділ факторів, що впливають на фінансові потоки державного боргу, зокрема зовнішньої його частини, висвітлений у роботі Н. В. Зражевської. Усю сукупність аналізованих факторів автор поділяє на систематичні (фундаментальні), локальні і випадкові, та здійснює їх розгляд як з боку доходів, так і з боку видатків державного бюджету, що є визначальними у формуванні первинного сальдо [52].

Окремо варто відмітити роботу В. В. Козюка, який провів дослідження факторного зворотного впливу державного боргу на розвиток грошового, реального, зовнішнього, бюджетного секторів української економіки [65].

Узагальнення напрацювань вчених щодо оцінювання боргової стійкості України, незважаючи на появу альтернативних підходів ймовірного та сценарного характеру, дозволило зробити висновок щодо необхідності використання факторного аналізу з застосуванням статистичних методів вивчення взаємозв'язків на початкових етапах моделювання її рівня. Використання альтернативних підходів виступає, на нашу думку, додатковим інструментом в проведенні моделювання боргової стійкості України та буде здійснене у підрозділі 2.3.

Детальний аналіз сукупності ендогенних факторів, пов'язаних із структурою державного боргу України, строками його погашення та рефінансування, впливу валютних та процентних ризиків здійснений у численних аналітичних оглядах [89, 119, 4, 42].

Разом з тим, відзначаючи концентрацію зазначених підходів науковців на факторах, що обумовлені функціонування самої системи управління державним боргом – його обсягами, структурою, співвідношенням з окремими економічними індикаторами, необхідно зауважити, що вони не повною мірою враховують вплив макроекономічних та фінансових змінних, які ілюструють дію ризиків втрати боргової стійкості через канали зовнішньої торгівлі, реального сектору, фінансового сектору тощо.

З метою усунення вказаних недоліків, недопущення дублювання та встановлення напряму впливу найбільш вагомих факторів зовнішнього

(екзогенного) характеру у відношенні до системи управління державним боргом запропонуємо авторську методику їх визначення та моделювання, яка передбачає розгляд фундаментальних екзогенних макроекономічних та фінансових факторів, що визначають рівень боргової стійкості України.

Перш ніж перейти до їх безпосереднього оцінювання, необхідно відмітити унікальність ситуації, що склалася в системі управління її державним боргом: вперше за історію свого незалежного існування Україна зіткнулася з «замкненим колом» факторів та подвійними дефіцитами, які мають вкрай загрозливі наслідки і відіграють ключову роль у поглибленні дестабілізації державних фінансів та економічної рецесії.

Так, рівень боргової стійкості України у 2014-2015 р. опинився під негативним інтегральним впливом збігу ряду ендогенних та екзогенних факторів, що демонструють самопідсилюючі тенденції та безпосередньо обумовлюють розкручування «боргової спіралі» – збільшення бюджетного дефіциту призводить до зростання боргу, який своєю чергою потребує нарощування державних видатків на його обслуговування. Серед таких факторів варто назвати:

- існування подвійного дефіциту платіжного балансу – як за рахунком поточних операцій, так і за рахунком руху капіталу та фінансів;

- падіння рівня міжнародних резервів, спрямованих на покриття дефіциту платіжного балансу, безпосередньо породжує додатковий девальваційний та інфляційний тиск та деструктивно впливає на грошово-кредитний ринок;

- наявність подвійного дефіциту не лише платіжного балансу, але й дефіциту державного бюджету;

- формування девальваційно-інфляційної спіралі: зростання рівня інфляції стає основою для зростання девальваційних очікувань населення та подальшого тиску на валютний курс;

- взаємообумовлене поєднання інфляції з падінням промислового виробництва.

Окрему увагу також необхідно приділити екзогенним факторам якісного характеру, загострили вплив кількісних екзогенних та ендогенних факторів. Серед факторів якісного характеру, що визначають боргову стійкість держави, крім політичної нестабільності, непрозорості державного управління в цілому та системи управління державним боргом зокрема, рівня розвитку внутрішніх ринків запозичень необхідно, відзначити якість їх політики та інституцій. Детально сутність вказаного фактору у контексті його впливу на розмір державного боргу аналізується у праці [194], а його вплив на Україну буде розглянуто у підрозділі 2.2. Найбільш важливим висновком, який випливає з проведеного аналізу, є застереження щодо зростання ймовірності виникнення боргових криз у країнах з низьким рівнем інституційної та інституціональної спроможності, до яких можна віднести і Україну.

Важливими факторами якісного впливу на боргову стійкість України можна назвати погіршення доступу на міжнародні ринки капіталу, посилення відтоку капіталу з країни внаслідок закриття її для іноземних інвесторів та зниження кредитних суверенних рейтингів до переддефолтного рівня, що обумовили зростання вартості зовнішніх запозичень та звуження простору для здійснення фіскальної консолідації. Так, у грудні 2014 року рейтингове агентство Standard&Poor's Ratings Services присвоїло оцінку довгострокового суверенного рейтингу України в іноземній валюті на рівні «ССС-». У лютому-березні 2015 р. Fitch Ratings та Moody's Investors Service знизили кредитні рейтинги України в іноземній валюті до рівнів «СС» та «Са» зі збереженням негативного прогнозу [89].

Окрему увагу необхідно приділити такому якісному фактору, що спричинив виникнення критичних дисбалансів у системі управління державним боргом України, як вплив глобальної фінансової кризи у 2008-2010 рр., що посилювався в умовах відсутності виваженої стратегії здійснення запозичень та реалізації інноваційно-інвестиційної мети їх використання.

Так, в умовах зростання рівня бюджетного дефіциту України у 2008-2010 рр., пов'язаного з розгортанням антикризових заходів, рекапіталізацією проблемних банків, за відсутності чіткої стратегії ефективного використання залучених ресурсів у модернізації економіки, консолідований державний борг збільшився удвічі: з 20% ВВП (станом на кінець 2008р.) до 40% ВВП (на кінець 2010р.) [119]. На відміну від європейських країн, що розвиваються, спрямування зовнішніх запозичень на поточне покриття дефіциту та споживання замість структурного реформування економіки, що поєдналося зі слабкою фіскальною дисципліною, неоднозначною монетарною політикою, призвело до невиправданого нарощування державного боргу та витрат на його обслуговування.

Результативною ознакою, яка ілюструє рівень боргової стійкості, в межах нашого дослідження пропонуємо вважати традиційний її індикатор відношення суми державного боргу до ВВП. У контексті застосування цього індикатора необхідно навести певні застереження і аргументи на його користь. Так, зазначений індикатор ілюструє співвідношення показника запасу (stock) – накопиченого на певний момент часу обсягу державного боргу, а також показника потоку (flow) – створюваної протягом певних періодів доданої вартості усіх секторів економіки (ВВП), що може бути інтерпретоване як методичне порушення. Крім того, однакові значення показника для різних країн можуть свідчити про різний стан боргової стійкості з огляду на вплив значної кількості інших факторів (валютної, часової, процентної структури боргу наприклад). Втім, зазначене співвідношення є традиційним для макроекономічного аналізу державних фінансів як на рівні окремих суверенних держав, так і за підходами МФО.

На користь його використання як індикатора боргової стійкості у цьому дослідженні вважаємо за потрібне навести таку аргументацію:

– показник ілюструє співвідношення між накопиченим боргом та результатами функціонування реального сектору економіки, де виробляються джерела для погашення цього боргу;

- характеризує рівень боргового навантаження (тиску) на поточний та перспективний стан економіки країни;
- інтегрує вплив таких макроекономічних змінних як інфляція та реальна процента ставка, що дозволяє враховувати поточну ситуацію в системі управління державними фінансами та розміри реальних видатків з бюджету на фінансування боргу;
- виступає мірилом здатності держави виконувати свої боргові зобов'язання за рахунок існуючого і потенційного потенціалу економіки до зростання;
- має просту та однозначну інтерпретацію та усталений підхід до розрахунку та дозволяє співставляти країни з різним рівнем економічного розвитку.

Виходячи з того, що боргова стійкість є динамічним показником, її рівень можна охарактеризувати з допомогою факторів, що конкретизуються в певній множині індикаторів, які є власне кількісною оцінкою механізму їх впливу. Пріоритетність співставності цих показників та єдності методології при формуванні бази даних для дослідження боргової стійкості України зумовили вибір індикаторів з-поміж індикаторів Світового економічного огляду МВФ (World economy outlook) та Індикаторів світового розвитку СБ (World Development Indicators). Відібрана інформаційна база наведена у додатку Д. Серед процедур первинної обробки зазначених даних можемо відмітити такі: нормалізація даних на основі обчислених описових статистик (середніх, дисперсій, середніх квадратичних відхилень); перевірка факторів мультиколеніарність на основі побудови кореляційних матриць та виключення з рівнянь регресії тих змінних, коефіцієнт кореляції між якими був більше 0,8. На основі відібраних факторів були побудовані багатофакторні регресійні моделі (табл. 2.2) виду :

$$\hat{y} = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_kx_k \quad (2.1)$$

де $a_0 - a_k$ – параметри рівняння;

$x_1 - x_k$ — незалежні змінні.

Таблиця 2.2 – Вплив макроекономічних та фінансових факторів на боргову стійкість України за період 1997-2015 рр.

Група	Підгрупа	Фактор	Ум. позн.	Модель	Коефіцієнт детермінації, R^2	F-статистика
Макроекономічні фактори	Демографія та ринок праці	Чисельність населення, млн. осіб	P	$Y = 8,02P - 11,24U$	0,87	7,40
		Рівень безробіття, %	U			
	Реальний сектор	Загальні інвестиції, % ВВП	TI	$Y = 4,57TI + 0,69GNS - 0,24I$	0,88	5,12
		Валові національні заощадження % ВВП	GNS			
		Рівень інфляції, %	I			
	Платіжний баланс	Реальний ефективний обмінний курс (2010 = 100)	Rec	$Y = -0,39Rec + 1,01 CAB + 8,3e -10 TR$	0,63	2,61
		Сальдо платіжного балансу, % ВВП	CAB			
Загальні резерви (включаючи золото), дол. США		TR				
Фінансовий сектор	Потоки капіталу	Прямі іноземні інвестиції на нетто-основі, дол. США	FDI	$Y = 5,16e-09 FDI + 6,29e -10 PI$	0,70	8,29
		Портфельні іноземні інвестиції на нетто-основі, дол. США	PI			
	Банківська система та доступ до фінансування	Частка проблемних кредитів у загальному обсязі, %	BnL	$Y = -0,32BnL - 9,82e-10CbL + 0,02M2/GDP$	0,86	16,7
		Кредитування банківських установ на нетто основі, дол. США	CbL			
		Глибина фінансового сектору, %	M2/GDP			

Статистична значимість та адекватність побудованих моделей і їх параметрів перевірялися за допомогою стандартних статистичних процедур F-тесту та t-тесту з прийнятим рівнем ймовірності 95 % та є задовільними.

Інтерпретація параметрів моделей передбачає аналіз знаків при змінних та коефіцієнтів детермінації. Відповідно, знак «+» коефіцієнтів при змінних свідчить про прямий вплив аналізованих факторів на боргову стійкість, а знак «-» – про зворотній (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Напрямок впливу макроекономічних та фінансових факторів на рівень боргової стійкості України

Група	Фактор	Напрямок зв'язку
Макроекономічні фактори	Чисельність населення, млн. осіб	прямий
	Рівень безробіття, %	обернений
	Загальні інвестиції, % ВВП	прямий
	Валові національні заощадження % ВВП	прямий
	Рівень інфляції, %	обернений
	Реальний ефективний обмінний курс (2010 = 100)	обернений
	Сальдо платіжного балансу, % ВВП	прямий
	Загальні резерви (включаючи золото), дол. США	прямий
Фінансовий сектор	Прямі іноземні інвестиції на нетто основі, дол. США	прямий
	Портфельні іноземні інвестиції на нетто основі, дол. США	прямий
	Частка проблемних кредитів у загальному обсязі, %	обернений
	Кредитування банківських установ на нетто основі, дол. США	обернений
	Глибина фінансового сектору, %	прямий

Використовуючи шкалу Чедока для інтерпретації розрахункових значень коефіцієнтів детермінації R^2 за кожною із моделей, можемо констатувати наявність щільного та дуже щільного зв'язку ($0,6 \leq R^2 \leq 0,9$) між досліджуваними факторами та борговою стійкістю України.

Прокоментуємо отримані результати моделювання. Зберігаючи загальний поділ усієї сукупності досліджуваних екзогенних у відношенні до

системи управління державним боргом факторів на макроекономічні та фінансові, аналіз побудованих моделей проведемо за їх підгрупами.

З урахуванням постійного скорочення чисельності населення України, зростання рівня смертності, пенсійного віку та скорочення загальної економічної активності громадян в умовах підвищення рівня безробіття, обумовленого як загальними негативними тенденціями в економіці України (падіння промислового виробництва), так і втратою економічного потенціалу окупованих східних областей, зростає дефіцит зведеного державного бюджету за рахунок квазіфіскальних операцій. Такі операції спрямовані передусім на поповнення дефіциту Пенсійного фонду (19,0 млрд грн у 2015 р.), забезпечення матеріальної допомоги вимушеним переселенцям з Донбасу, що втратили роботу, зростання виплат за субсидіями та ін. соціальними допомогам в умовах зубожіння населення та зростання цін на комунальні послуги. Значною мірою т. зв. квазіфіскальний дефіцит був профінансований через ОВДП – всього у 2014р. розміщено облігацій обсягом понад 205 млрд. грн. (погашено – на 95 млрд. грн.) [4].

На рівні побудованої моделі зазначені тенденції відбиваються у такий спосіб – прямий зв'язок між чисельністю населення та рівнем боргової стійкості говорить про її зниження із збереженням тенденцій до скорочення чисельності працездатних українців (знак «+» біля незалежної змінної P) та обернений зв'язок між зростанням рівня безробіття та зниженням рівня боргової стійкості (знак «-» біля незалежної змінної U).

Група факторів «Реальний сектор» характеризується різнонаправленим впливом на рівень боргової стійкості України. Позитивний прямий зв'язок між заощадженнями, інвестиціями та рівнем боргової стійкості в українських реаліях за аналізований період 1997-2015 рр. реалізований на практиці, на жаль, не був. Пануюча економічна модель в Україні є зорієнтованою на споживання, а не на нарощування інноваційно-інвестиційного потенціалу за рахунок балансу національних заощаджень-інвестицій, про що свідчить криза 2008-2010, яка почалася саме з сегменту споживчого банківського

кредитування та перегріву економіки за рахунок відносно дешевих зовнішніх запозичень банківського та корпоративного секторів.

Зазначені фактори, наведені на рис. 2.1, мають безпосередній вплив на боргову стійкість й останніми роками: частка інвестицій у структурі ВВП у 2015 р. досягла критичного рівня – 11,6%, що свідчить про руйнування бази до потенційного відновлення економіки за рахунок власних джерел та поглиблення залежності від зовнішніх позикових ресурсів.

Усі наявні у розпорядженні домогосподарств та державного сектору ресурси спрямовуються не на заощадження (9,9% ВВП у 2015 р.), трансформуючись потім в інвестиції, а на поточне споживання, рівень якого у 2014 р. досяг понад 90% від ВВП.

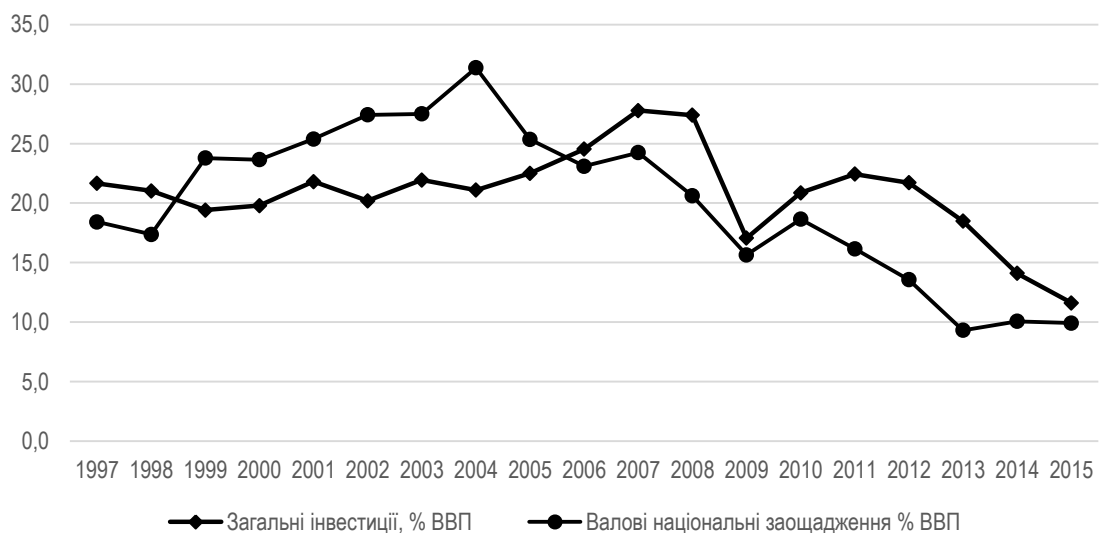


Рисунок 2.1 – Динаміка загальних інвестицій та валових національних заощаджень в Україні у 1997-2015 рр., %, складено за [232].

Обернений зв'язок між рівнем інфляції (офіційний індекс інфляції у 2014 р. зріс на 24,9%) та рівнем боргової стійкості держави посилюється останніми роками через трикратну девальвацію гривні та значне здорожчання вартості послуг ЖКГ на 34,3%. Загрозовою тенденцією є формування не лише девальваційно-інфляційної спіралі, про яку йшлося

вище, але й взаємне підсилення інфляції і падіння виробництва (14%), що у сукупності призвело до падіння ВВП на 7% у 2014 р. (рис. 2.2).

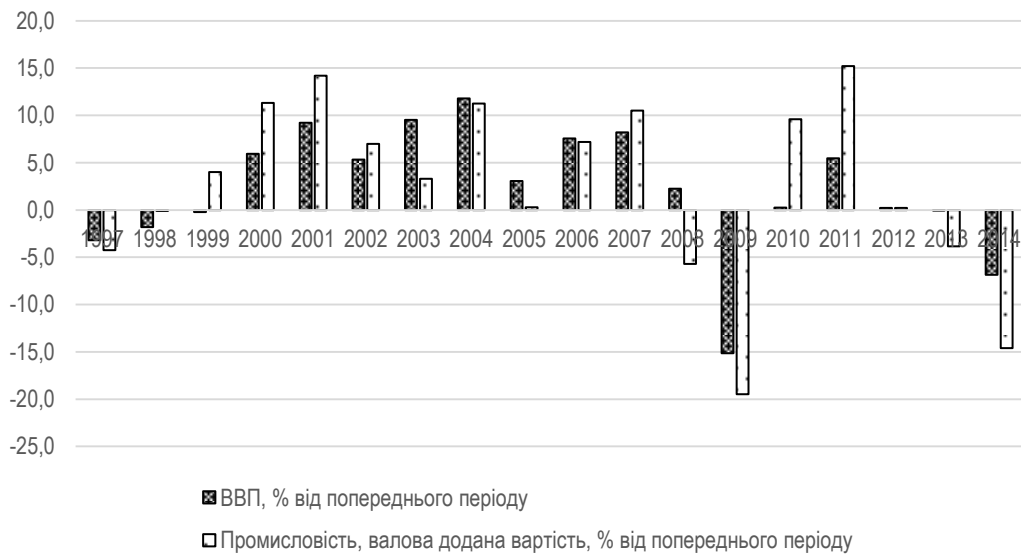


Рисунок 2.2 – Динаміка ВВП та валової доданої вартості у промисловості України у 1997-2014 рр., %, складено автором за [232]

Аналізуючи показник ВВП як основу для визначення рівня боргової стійкості, варто підкреслити негативні тенденції, що сформувались в Україні ВВП за ПКС на душу населення в Україні протягом 2008-2013 рр. коливався в межах 8,3-8,6 тис. дол. США, проте уже у 2014 рр. він знизився до 8,2 тис. дол. США, або до рівня 2007 року [3].

Зазначені фактори є ілюстрацією глибокої економічної кризи, викликаній втратою частини промислового потенціалу східних областей, що знаходяться в зоні конфлікту, та економічних зв'язків з РФ внаслідок введення санкцій, що втілюється у скорочення ВВП, податкових надходжень до дохідної частини бюджету зокрема (податку на прибуток, ПДВ, ПДФО) через зростання збитковості підприємств (44% підприємств від загальної кількості у 2014 р.), падіння рівня доходів населення, зниження боргової стійкості скорочення можливостей для подальшого зростання.

Ще одна подвійна боргова спіраль характеризує взаємозв'язок між платіжним балансом та рівнем боргової стійкості держави. Не зважаючи на

формальне покращення сальдо платіжного балансу (дефіцит у 2014 р. склав 5 млрд. дол. США або 4,7% ВВП) за рахунок девальвації гривні та економічної кризи, подвійний дефіцит за рахунком поточних операцій та капіталів (через погіршення умов зовнішніх запозичень) посилює свій негативний вплив на боргову стійкість через хронічний дефіцит державного бюджету. Поглиблення дефіциту державного бюджету обумовлене необхідністю фінансування не лише зростаючих соціальних виплат в умовах кризи, нарощуванням видатків на оборону в умовах складної військово-політичної ситуації (на 84,4 % у 2014 р.), але й фінансуванням з державного бюджету дефіциту НАК «Нафтогаз України» (5,7 % від ВВП в 2014 р. та його рекапіталізації у 2015 р. на 29,7 млрд грн.) [89].

Серед факторів групи «Платіжний баланс» за своїм деструктивним оберненим впливом на рівень боргової стійкості варто назвати трикратну девальвацію національної валюти з 8 до 23-24 грн за долар США), падіння експортної виручки, посилення негативних очікувань домогосподарств та зростання попиту на іноземну валюту. Така значна девальвація в умовах неефективної монетарної політики НБУ зумовила зростання державного боргу (до 61,7% від його загального обсягу станом на кінець 2014 р.) та витрат на його обслуговування, номінованих в іноземній валюті (на 51,5 % у 2014 р., досягши третини витрат зведеного державного бюджету), призвела до галопуючої інфляції, падіння добробуту та купівельної спроможності населення та до формування загрозливої девальваційно-інфляційної спіралі.

Негативне сальдо платіжного балансу, девальвація національної та стан золотовалютних резервів країни, пов'язані самопідсилювальним ефектом боргової спіралі, прямо впливають на рівень боргової стійкості держави

До 2008 р. обсяг золотовалютних резервів був достатнім для покриття державного боргу України, що свідчило про належний рівень боргової стійкості. Однак, останнім часом розгортається зворотна ситуація (рівень міжнародних резервів у 2014 р. скоротився до 7,5 млн. дол. США), що загострює перебіг банківської та валютної криз у 2014-2015 рр. Детальний

аналіз ризиків ліквідності, що загрожують борговій стійкості України проведемо у підрозділі 2.2. Відзначимо, лише, що рівень покриття загального обсягу прямого державного та гарантованого державою зовнішнього боргу золотовалютними резервами у десять разів нижчий, ніж під час кризи 2008–2010 рр., і становив на початок 2015 р. лише 19,4%, що в умовах дефіциту поточного рахунку (рис. 2.3). Це може стати причиною неплатоспроможності держави [89] та є підставою для оголошення технічного дефолту у 2015 р.

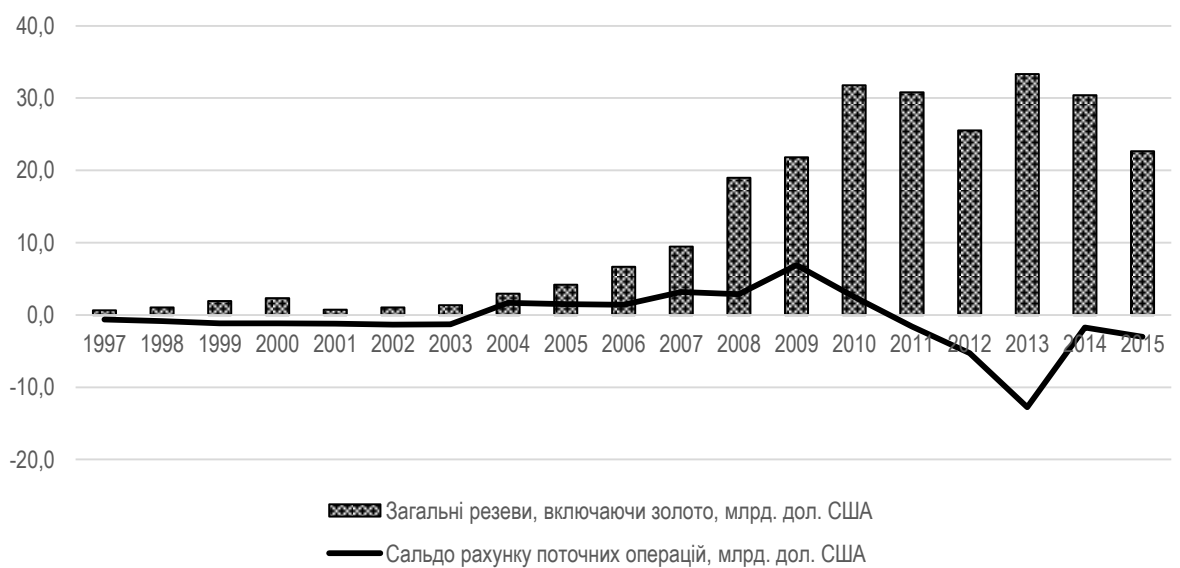


Рисунок 2.3– Динаміка сальдо рахунку поточних операцій та загальних резервів України у 1997-2015 рр., млрд. дол. США, складено автором за [232]

Аналізуючи групу фінансових факторів, необхідно відмітити їх тісний, взаємообумовлений зв'язок не лише з рівнем боргової стійкості держави, але й з вищерозглянутими макроекономічними факторами.

Прямі і тісні зв'язки з рівнем боргової стійкості України чистих потоків прямих та портфельних інвестицій мають безпосереднє відношення і до дефіциту платіжного балансу – його подвійний характер зумовлює нарощування зовнішніх боргів, не скомпенсованих ні зовнішніми інвестиціями, ні внутрішніми джерелами.

Негативна динаміка потоків інвестицій, обумовлена погіршенням іміджу України, не зважаючи на проведену у серпні 2015 р.

реструктуризацію державного боргу означає потребу у здійсненні нових запозичень за вищих ставок і гірших умов що негативно впливає на боргову стійкість України в майбутньому, що пояснюється дією «ефекту кривої Лафера».

В умовах банкоцентричності фінансової системи України, фактори підгрупи «Банківська система та доступ до фінансування» демонструють високу значимість оберненого (фактори частка проблемних кредитів у загальному обсязі, кредитування банківських установ на нетто основі) та прямого (глибина фінансового сектору) впливу на рівень її боргової стійкості. Зростання проблемної заборгованості клієнтів, відплив коштів з банківської системи (протягом 2014 р. залишки клієнтів зменшилися в національній валюті на 13,4% (на 56 млрд грн), а в іноземній (у доларовому еквіваленті) – на 36,8% (на 11 млрд дол. США) [89], непрозора політика НБУ щодо рефінансування та визнання неплатоспроможними окремих банків призвели до додаткового тиску на державний бюджет у частині кредитування як самих банківських установ, так і Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Так, у 2015 р. суми такого фінансування становили відповідно: для банківських установ – 36,5 млрд грн, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб – 20 млрд грн. Разом зі зменшенням глибини фінансового сектору (погіршення показників розвитку внутрішнього фінансового ринку в цілому і сегменту державних цінних паперів зокрема) та необхідністю залучення дорожчих зовнішніх ресурсів ці фактори обумовили зниження боргової стійкості України через фінансові канали.

Таким чином, негативний вплив традиційних факторів, пов'язаних з доходами, видатками та дефіциту державного бюджету, валютною, часовою структурою державного боргу у поєднанні з проаналізованими та змодельованими макроекономічними і фінансовими факторами зумовили низький рівень боргової стійкості України. Зазначені фактори з урахуванням складної геополітичної ситуації та глибокої економічної рецесії за відсутності системних і структурних реформ та виваженої стратегії

управління державним боргом посилюють дисбаланси державних фінансів та ймовірність дефолту України.

З урахуванням важливості аналізу впливу цих екзогенних факторів, удосконалено методичний інструментарій аналізу впливу екзогенних факторів на боргову стійкість держави, що, на відміну від існуючих, базується на системі багатофакторних регресійних моделей залежності співвідношення обсягу державного боргу до ВВП від сукупності макроекономічних (демографія та ринок праці, реальний сектор, платіжний баланс) та фінансових груп факторів (потоки капіталу, грошово-кредитний ринок, банківська система і доступ до фінансів). Це дозволило комплексно оцінити перехресний вплив факторів в межах боргових спіралей: «подвійний дефіцит платіжного балансу – дефіцит державного бюджету», «міжнародні резерви – девальваційно-інфляційна спіраль», «інфляція – падіння промислового виробництва і ВВП».

2.2 Ризик-орієнтований підхід до оцінювання боргової стійкості держави

Проблема розрахунку індикаторів граничного рівня державного боргу та забезпечення його стійкості є предметом численних досліджень науковців та центральним об'єктом боргової політики. З урахуванням Маастрихтських критеріїв конвергенції країн ЄС, Бюджетний кодекс України встановлює порогове співвідношення між основним державним боргом на рівні 60% фактичного річного обсягу ВВП та розмір річного дефіциту бюджету, спрямованого на інвестиційні капіталовкладення, на рівні 3% ВВП. Країни ЄС підлягають поглибленому дослідженню боргової стійкості з-поміж інших критеріїв у разі досягнення поточного чи прогнозованого державного боргу рівня в 90% ВВП [176].

У світлі означених порогових значень двох ключових індикаторів в Україні у 2014 році дефіцит державного бюджету склав 78,1 млрд грн або 4,95 % ВВП [3], а співвідношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП країни склало 96 % [4]. При цьому за дослідженнями науковців за останні 30 років 35% дефолтів було оголошено країнами, рівень державного боргу яких не перевищував 40% ВВП, 55% дефолтів мали місце у країнах з рівнем державного боргу до 60% ВВП. Окремі автори обґрунтовують безпечний рівень державного і гарантованого державного боргу в Україні у розмірі 35% від ВВП [38].

Окреслена ситуація вимагає рішучих дій щодо оптимізації боргового навантаження, своєчасного оцінювання боргової стійкості, корегування боргової політики та недопущення повного дефолту України, оскільки за усталеною світовою практикою укладання угоди між Міністерством фінансів та комітетом зовнішніх приватних кредиторів з приводу реструктуризації частини зовнішнього державного боргу України 27.08.2015 р. може вважатися технічним дефолтом. З цією метою першочергова увага повинна бути приділена розробці системи показників, що описують рівень боргової стійкості, їх оперативному аналізу та використанню у прогнозуванні боргових тенденцій.

Розробка систем моніторингу та оцінювання боргової стійкості держави є предметом значної кількості наукових праць. Основними завданнями, що вирішуються в них у однотипний спосіб є визначення переліку індикаторів боргової стійкості, боргового навантаження (тягаря), їх граничних значень, зведення їх у групи, розрахунку та аналізу фактичних значень цих показників для країн світу та України і співставлення їх з еталонними, визначеними провідними міжнародними фінансовими організаціями. Ці праці різняться лише кількістю та порядком групування індикаторів (додаток А).

Так, Є. В. Крайчак на основі системи відносних показників пропонує сформувати систему моніторингу державного зовнішнього боргового навантаження [68].

І. М. Федорович підкреслює, що для аналізу поняття боргова стійкість, на відміну від боргової безпеки, крім оптимального співвідношення між зовнішніми та внутрішніми позиками, достатніми для вирішення нагальних соціально-економічних необхідно здійснювати аналіз платоспроможності, ліквідності, заборгованості державного, фінансового та приватних секторів [129]. Однак у своїй праці автор наводить вичерпний огляд лише перших трьох груп показників.

На думку В. Калитчука, основою оцінки боргової стійкості є вибір індикаторів та порівняння їх фактичних значень з граничними, не перевищення яких означитиме збереження боргової стійкості. При цьому до системи індикаторів боргової стійкості автор пропонує включати показники рівня чи ступеня дії факторів боргової стійкості, зокрема рівня боргу і платежів за ним, структури боргу, а також достатності джерел для виконання зобов'язань за боргом [53].

О. Сергієнко пропонує для аналізу боргової стійкості використовувати загальні показники стану державного боргу та специфічні – щодо облігацій внутрішньої державної позики та зовнішнього боргу [118].

О. В. Царук доповнює систему статистичних індикаторів боргового навантаження МВФ групами соціального навантаження та інвестиційно-інноваційного розвитку та пропонує розрахунок інтегрального індикатора боргової безпеки держави на основі багатовимірної середньої [139, 140]

Як і О. В.Царук, С. В. Омельчук також наголошує на необхідності формування системи індикаторів для інтегральної оцінки боргової стійкості країни [91].

На необхідності виконання системою управління державним боргом завдання щодо моніторингу та контролю показників структури та розмірів

державного боргу, недопущення досягнення ними критичних меж та виникнення кризових ситуацій наполягає у своїй роботі Г. В. Кучер [73]

Окремі індикатори боргової безпеки: відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index, відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, та їх граничні значення наводяться у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджених Міністерством економічного розвитку і торгівлі [103], і пропагуються для використання такими вченими як В. Лось, В. Усик [81], О. Присяжнюк [102].

Чільне місце серед підходів до визначення стійкості державного боргу посідають методики міжнародних фінансово-кредитних установ та контрольних організацій, що є орієнтирами для розробки національних систем індикаторів боргової стійкості (додаток Б).

Індикативну систему МВФ, запропоновану у Керівництві зі статистики зовнішнього боргу, використовують у своїх працях, присвячених оцінюванню боргової стійкості такі автори, як І.Жук [49], О. Царук [139], О. Карапетян [58] та ін.

У регіональному розрізі та у розрізі країн за рівнем доходу вибудовані індикатори Міжнародного банку реконструкції та розвитку.

Міжнародна організація вищих органів фінансового контролю (INTOSAI) з метою аудиту стану державного боргу рекомендує використовувати такі групи індикаторів, визначені Керівництвом ISSAI 5411 «Боргові індикатори (Debt Indicators)»:

– індикатори вразливості що характеризують спроможність держави протистояти непередбачуваним обставинам та ризикам у сфері управління боргом, тобто її здатність своєчасно виконувати зобов'язання (загальні боргові індикатори, індикатори зовнішнього та внутрішнього боргу);

– індикатори боргової стійкості, що характеризують таку фіскальну політику держави, яка може бути збережена без значного нарощування державного боргу (набір макроекономічних змінних, що застосовуються у сценарному аналізі, аналіз чутливості та стрес-тестуванні у зв'язку з показниками державного боргу, такими як первинний дефіцит, міжчасове бюджетне обмеження) [189].

Подібний поділ індикаторів на групи аналізується і в праці А. В. Мамишева, з урахуванням виділення третьої групи показників – індикаторів гнучкості в управлінні державним боргом як здатності держави управляти фінансовими ресурсами з певною маневреністю (витрати на обслуговування державного боргу та похідні показники) [85].

Обґрунтування порогових (граничних) значень окреслених показників, що має на меті виявлення критичного рівня боргової стійкості традиційно пов'язане з формуванням означеної системи індикаторів також характеризується плюралізмом підходів.

Напрацювання науковців щодо визначення критичного рівня індикаторів, що описують боргову стійкість держави, досить часто спираються на граничні значення таких індикаторів встановлені ключовими міжнародними фінансовими організаціями – МВФ, МБРР, СБ, Міжнародною групою з фінансового розвитку(МФГР) та ін. (табл. 2.4). Чітка система порогових обмежень для індикаторів боргової стійкості має на меті визначення кредитоспроможності держав для надання їм фінансової допомоги.

Таблиця 2.4 – Система індикаторів стійкості державного боргу (міжнародний підхід) [191, 228]

Індикатори	МГФР	МВФ
Витрати з обслуговування боргу/Доходи	28-63%	25-35%
Поточна вартість державного боргу/Доходи	88-127%	200-300%
Відсотки/Доходи	4,6-6,8%	7-10%
Державний борг/ВВП	20-25%	25-30%

Державний борг/Доходи	92-167%	90-150%
-----------------------	---------	---------

Крім зазначених граничних індикаторів, МВФ концентрує свою увагу на індикаторах зовнішнього та внутрішнього боргу, адекватності резервів, стійкості фінансового та корпоративного секторів.

Особливу увагу необхідно звернути на можливості досягнення порогових значень індикаторів боргової стійкості у країнах з низьким рівнем доходу на душу населення. Не зважаючи на той факт, що за класифікацією СБ Україна відноситься до країн з доходом нижче середнього, фактичні значення показника з урахуванням впливу девальвації національної валюти та рівня інфляції свідчать про необхідність перегляду цієї класифікації.

Через складні військово-політичні події та критичний стан економіки, Україна опиняється серед країн з низьким рівнем доходу, а отже розглянуті еталонні значення індикаторів мають бути враховані при аналізі стану стійкості її державного боргу

Станом на вересень 2015 р. МВФ та СБ оприлюднили Спільну основу для оцінки стійкості державного боргу у країнах з низьким рівнем доходу, які своєю чергою класифіковані за рівнем індексу СРІА (World Bank's Country Policy and Institutional Assessment, що дозволяє оцінити якість обраної політики та інституційну спроможність держав, та вказує на пряму відповідність між обсягом державного боргу і здатністю його обслуговувати й якістю політичних інституцій (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Граничне боргове навантаження країн з низьким рівнем доходу відповідно до якості політичних інституцій [210]

	Поточна вартість державного боргу у % від			Витрати на обслуговування державного боргу у % від	
	Експорту	ВВП	Доходу	Експорту	Доходу
Низька якість	100	30	200	15	18
Середня якість	150	40	250	20	20

Висока якість	200	50	300	25	22
---------------	-----	----	-----	----	----

Цією ж основою послуговується і авторитетна неприбуткова міжнародна організація у сфері дослідження державного боргу, до якої входять понад 50 державних і міжнародних інститутів, – МГФР.

Необхідно підкреслити, що дослідження індексу СРІА щодо України не проводилися, проте існуючі реалії функціонування політичної системи не дають можливості говорити про високу якість та прозорість політичних інституцій, та вказують на необхідність поліпшення якості регуляторного управління з метою удосконалення розвитку фінансового ринку (Леонов С. В. Ісаєва О. В. [74]).

Окремі еталонні значення таких індикаторів напрацьовані в ЄС – обсяг дефіциту державного бюджету на рівні 3% від ВВП та відношення боргу до ВВП на рівні 60% є ключовими критеріями бюджетної конвергенції та стійкості, визначеними в Маастрихтській угоді та у Пакті стабільності і росту (Stability and Growth Pact) орієнтирами для членів ЄС. У 2010 р. за даними Євростату зазначені критерії були перевищені 90% країн ЄС: відношення державного боргу до ВВП перевищило 80%, а дефіцит державного бюджету – 6%. У результаті «Договором стабільності, координації і управління» (Treaty on Stability, Coordination and Governance) були встановлені більш жорсткі вимоги до управління державним боргом країнами-членами ЄС – штраф до 0,1% ВВП при порушенні вказаних критеріїв стійкості [226].

Не зважаючи на той факт, що в Україні законодавчо визначений у Бюджетному кодексі рівень державного боргу до ВВП має дорівнювати 60% [33], а в одному з Меморандумів про співробітництво з МВФ було закладено невиконану мету зниження до 2015 р. загального обсягу державного боргу до рівня 35% від ВВП [54], вчені оцінюють зазначений основний індикатор боргової стійкості як дещо завищений. Н. В. Чуба у своєму дослідженні доводить, що безпечний рівень боргу для країн, що розвиваються, та країн з

перехідною економікою, перебуває на значно нижчому рівні, ніж для розвинутих країн [147].

Зокрема, С. В. Омельчук вважає, що в Україні порогове значення лише корпоративного боргу нерезидентам має складати 50% порогового значення внутрішнього корпоративного боргу, тобто перебувати у межах 20–25% ВВП [91].

Узагальнення порогових значень основних показників боргової стійкості держави з урахуванням національних нормативів та світового досвіду здійснено у таблиці 2.6.

Таблиця 2.6 – Оцінювання боргової стійкості України у контексті існуючої системи індикаторів економічної безпеки, розрахунки автора

Показник	Нормативне значення	Порогове значення	Розраховане значення	
			2012	2013
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	15-40%	<60%	36,6	40,5
Відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП, %	7-20%	<25%	21,9	20,6
Рівень зовнішньої заборгованості на 1 особу, дол. США	150-200 дол. США	<250 дол. США	847,8	823,9
Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	30-50%	<70%	33,7	34,1
Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	5-7%	<12%	1,0	1,5
Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходу державного бюджету, %	10-15%	<20%	2,0	2,9
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	8-20%	<35%	14,7	19,5
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	10-15%	<25%	5,0	6,4
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	15-20%	<30%	17,0	26,3

Л. Брагінська для аналізу боргової стійкості пропонує використовувати усталені коефіцієнти, що характеризують відношення обсягу боргу та

відсотків за ним до макроекономічних змінних, однак пропонує використовувати 85% зріз прийнятих у світовій практиці значень цих показників.

Альтернативними підходами щодо оцінювання боргової стійкості держави без встановлення чіткого рівня боргового навантаження можна назвати підходи О. Бланкарта, В. Бюітера, Н. Будіна, С. Вайнбергена та ін., які характеризують боргову позицію держави як стійку, коли коефіцієнт «державний борг до ВВП» демонструє незмінну або нисхідну тенденцію, та Л. Славенти, Д. Хамільтона, М. Флавіна, які вказують на необхідність обмеження темпів зростання цього показника [111].

К. Рейнхарт и К. Рогофф вважають критичним для боргової стійкості держави перевищення значення боргу в 90% от ВВП. Однак, якщо для України у нинішній час досягнення цього співвідношення створює значне навантаження на бюджет та ряд інших фіскальних проблем в сфері обслуговування боргу, то для розвинених країн – США, окремих країн ЄС, Японії, де обсяг державного боргу перевищує обсяг ВВП, загрози борговій стійкості не є критичними.

Зазначений факт може бути пояснений більшою диверсифікованістю економік розвинених країн, вищим рівнем національних заощаджень та розвитку фінансової системи, рівнем опору «ефектам зараження» та стабільністю міжнародних потоків капіталу розвинених країн на відміну від країн, що розвиваються [109].

Так, критичною межею для боргової стійкості країн з низьким і середнім рівнем доходів МВФ та СБ вважають співвідношення «державний борг до ВВП» на рівні 43% [188].

Втім, існують і інші авторитетні дослідження, де доводиться, що чутливість різних країн до втрати боргової стійкості різна: розмір боргу, який практично відразу призвів би до кризи в одних країнах, може без особливих складнощів обслуговуватися іншими країнами. «...75% проаналізованих нами країни за показниками їх політики та інституцій, можуть мати показник

поточного розміру боргу до експорту втричі вищий, ніж у країн, що складають решту 25% нашої вибірки, без підвищення вірогідності виникнення суттєвих проблем з обслуговуванням ними державного боргу»[194, с. 2.] На умовному характері «граничних» боргових коефіцієнтів як індикаторів безпечного рівня боргових зобов'язань держави наполягає і О. О. Присяжнюк [102].

Таким чином, в умовах значного розкиду оцінок авторів та міжнародних фінансових організацій щодо кількості, виду, граничних значень та порядку розрахунку індикаторів боргової стійкості та в умовах відсутності чіткої залежності їх значень з потенційними ризиками втрати боргової стійкості держави, існує нагальна необхідність у пошуку альтернативних підходів до її оцінювання.

Так, аналізовані підходи до визначення рівня боргової стійкості, як слушно зазначає Ф.Рогач, можна назвати статичними (якісними), так як фактичні їх значення порівнюються з еталонними критеріями на певну дату. Поряд з ними існують динамічні (кількісні) індикатори, які за умови дотримання еталонних критеріїв дозволяють виявити небезпечне накопичення боргу чи зростання ризиків, пов'язаних з ним, спрогнозувати негативні тенденції в майбутньому. Серед них орієнтирами боргової стійкості виступають ставки дохідності за державними облігаціями (чим вище ставка, тим вище ризик суверенного дефолту – еталон 7%) [198] та котирування суверенних кредитно-дефолтних свопів (Credit Default Swap – CDS) як вартості страховки на випадок дефолту – еталон 7% чи 700 пунктів і вище, що аналогічне рейтингу ВВ агенції S&P [112].

Актуальні значення названих показників відносно України свідчать про критичні рівень боргової стійкості нашої держави. За даними щоквартального дослідження S&P Capital IQ Україна займає 2 місце за ймовірністю невиконання в строк зобов'язань за борговими облігаціями (таблиця 2.7) , а спред за CDS України зріз на 90% у 2014 р.

Реструктуризація державного боргу України у серпні 2015 р., що за світовою практикою може вважатися технічним дефолтом, та є ознакою незадовільної роботи системи управління державним боргом, оскільки боргова стійкість держави набула загрозово критичних значень, свідчать про поглиблення негативних тенденцій та зростання ризикованості суверенного боргу України. У цьому контексті моніторинг загроз та вразливості боргової стійкості набуває першочергового значення.

Таблиця 2.7 – Топ-10 країн за рівнем вразливості до ризиків суверенного дефолту, [216].

№	Країна	5 річна кумулятивна ймовірність дефолту, %	5 річні котирування CDS, в.п.
1	Венесуела	89,0	4505
2	Україна	74,7	2578
3	Греція	62,9	1281
4	Пакистан	36,5	632
5	Кіпр	34,0	493
6	Росія	28,4	476
7	Сальвадор	26,5	425
8	Лівія	25,3	398
9	Ірак	22,9	368
10	Нігерія	21,8	345

З метою врахування розглянутих обмежень систем граничних індикаторів боргової стійкості, більшої концентрації на показниках ризику її втрати, що узгоджується з її трактуванням як якісної характеристики обсягу та структури державної заборгованості, при якій забезпечується здатність держави виконувати боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності й платоспроможності та виключаючи необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості [58, с. 42], перейдемо до побудови авторської методики оцінювання боргової стійкості держави.

Проведений аналіз наукових джерел засвідчує необхідність врахування певних вимог до таких методик. На думку аналітиків МФВ, індикатори стану державного боргу мають відображати борговий стан держави чи окремих

суб'єктів господарювання, що створює загрозу для державних фінансів; бути гнучкими і мінливими, що дало б змогу використовувати їх для оцінки змін боргової ситуації, внаслідок впливу ендогенних чи екзогенних факторів; характеризуватися високою мірою взаємодії, в результаті чого оперативно відображати непередбачені події в майбутньому; забезпечувати основу для здійснення постійного моніторингу динаміки валового зовнішнього боргу [58, 179].

Доповнення вказаних вимог дозволили сформувати власну систему обмежень до індикативної системи оцінювання боргової стійкості держави, засновану на ризик-орієнтованому підході.

Отже, система індикаторів, щоб мати практичну цінність та достатнє теоретичне обґрунтування з метою ефективного управління державним боргом, має:

- бути придатною для прогнозування стану та динаміки державного боргу, ризиків пов'язаних з державними запозиченнями та вразливостей системи управління державного боргу до них;

- поєднувати як статичний, так і динамічний підходи до аналізу рівня боргової стійкості, тобто бути зорієнтованими на завчасне виявлення загроз борговій стійкості;

- сигналізувати про можливі ризики втрати боргової стійкості та вразливості системи управління державним боргом.

- носити узагальнюючий характер, щоб всебічно охарактеризувати складові боргової стійкості та здатність системи управління державним боргом враховувати їх з метою корекції обраних боргових стратегій і політики та процедур ризик-менеджменту;

- співвідноситись з загальноприйнятою у наукових джерелах та світовій практиці методикою розрахунку боргових індикаторів;

- характеризуватись простою та однозначною інтерпретацією отриманих результатів з метою чіткого визначення перевищення критичного рівня стійкості за окремими показниками.

Авторську методику пропонуємо побудувати за такою послідовністю:

- 1) визначити масштаб дослідження, період, джерело даних, конкретні показники, сформувавши їх вибірку та методику їх розрахунку;
- 2) провести узагальнений аналіз індикаторів боргової стійкості за окремими групами країн світу за рівнем доходу (світовий досвід);
- 3) провести аналіз індикаторів боргової стійкості для України (національний досвід).

На першому етапі запропонованої методики визначення масштабу дослідження полягає у відборі країн (групи країн) для аналізу індикаторів. У цьому контексті пропонуємо використовувати показники усіх країн світу, розподілених на загальноприйнятні групи за рівнем доходу.

Зазначена класифікація здійснюється Світовим банком на основі Атласного методу: до групи країн з низьким доходом відносяться країни з доходом на душу населення 1035 дол. США чи менше; до країн з доходом нижче середнього (куди, до речі, потрапляє і Україна) – країни з середнім рівнем доходу 1036 – 4085 дол. США; до країн з доходом вище середнього 4086 – 12615 дол. США.

Щодо періоду дослідження, необхідно відмітити, що визначення часового проміжку аналізу тісно поєднується з вибором джерела даних та показників для аналізу. З урахуванням того, що найбільш повною і детальною є статистична база Індикаторів бази міжнародної боргової статистики СБ, а єдність статистичної методології відбору та підходів до розрахунку показників є для нас значимою, її було покладено в основу дослідження. При цьому необхідно зауважити той факт, що більшість показників за різними країнами доступні, починаючи з 1982 р. і до 2014 р. Однак для України більшість даних доступні з 1994 р., тому саме цей часовий проміжок було обрано за період дослідження.

Інформаційну базу дослідження узагальнено у додатку В.

Відбір окремих індикаторів тісно пов'язаний з методикою розрахунку – для використання індикаторів боргової стійкості потрібні показники, що

сигналізували про толерантність системи управління нею до певних загроз – ризиків її втрати. У зв'язку з цим необхідно вирішити два важливі завдання: 1) встановити перелік показників, що найбільш повно відображають ризики і загрози втрати боргової стійкості з урахуванням сучасних підходів до ризик-менеджменту борговими ризиками; 2) визначити адекватний статистичний підхід до її розрахунку.

Для вирішення першого завдання було проаналізовано широкий спектр досліджень у сфері управління борговими ризиками, які виступають об'єктом нашого аналізу лише в частині негативного впливу на рівень боргової стійкості держави. Підґрунтя до вивчення ризиків боргової стійкості були закладені в працях В. В. Лісовенко, Л. Я. Бенч [75], Б. А. Хейфеця [138], О. А. Колот [67], О. М. Грубляк [46] В. Г. Михайлова [88], С. І Юрія. [32], Т. П. Богдан [25], В. Висоцького, В. Калитчука, Ю. Драчука, Т. Котовича [43], С. Л. Лондара [79].

В. Висоцький, В. Калитчук, Ю. Драчук і Т. Котович визначають ризик державного боргу як можливість настання події ймовірнісного характеру, що призведе до збільшення витрат бюджету внаслідок збільшення сум погашення і обслуговування державного боргу, вступу в силу гарантійних зобов'язань, визнання деякої суми державним боргом, або ж до зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень [43, с. 43].

Ряд науковців класифікують боргові ризики залежно від фактора (джерела) ризику, можливістю їх кількісної оцінки, рівня ризику, суб'єкта ризику, суб'єкта управління ризиком та ознакою вияву дії ризику [79].

Базовою є класифікація ризиків управління державним боргом відповідно до ознаки фактора (джерела) ризику, за якою виділяють ринковий ризик (відсотковий і валютний); ризик рефінансування; ризик ліквідності; кредитний, крайній та операційний ризики.

На глобальному рівні у відповідь а подолання фінансової кризи 2007-2009 рр. у 2010 р. було прийнято «Керівні принципи управління суверенними

ризиками і високим рівнем державного боргу» – так звані Стокгольмські принципи» [201]. Згідно з цими принципами ризики боргового портфеля держави мають утримуватися на розумному рівні, а витрати на обслуговування державного боргу повинні бути мінімізовані у середньо- та довгостроковому періодах. На відміну від традиційних підходів до управління державним боргом, більший акцент пропонується зробити на пом'якшенні впливу макроекономічних і фінансових ризиків, з огляду на високий ступінь вразливості боргових позицій до таких ризиків у сучасному світі. При цьому головні джерела ризиків, на які наражаються суверенні баланси, повинні бути чітко визначені й підлягати пильному моніторингу, а моделі аналізу ризиків у доповнення до традиційного аналізу витрат– ризиків (англ.: CAR – cost-at-risk analysis), необхідно доповнювати інструментарієм стрес-тестування до широкого кола непередбачуваних, але можливих ризиків [26].

Подібні моделі є на озброєнні в МВФ – система з 12 індикаторів фіскальних ризиків, які розділено на 3 кластери (базові фінансові змінні, довгострокові фінансові тренди, показники управління активами та зобов'язаннями [203, 153].

Довгострокові та короткострокові фіскальні ризики та виклики борговій стійкості враховані у методиці оцінювання стійкості країн ЄС за допомогою таких індикаторів:

- S0 – композитний індикатор, призначений для раннього виявлення та прогнозування боргових криз на основі агрегації фіскальних та макрофінансових змінних

- S1 – модифікований середньостроковий індикатор стійкості боргових ризиків;

- S2 – довгостроковий індикатор, що враховує фіскальні ризики, ризики, обумовлені старінням націй. [176]

В основі методики оцінювання боргової безпеки, подібної до методики МВФ і запропонованої Богдан Т. П., лежить положення про те, що боргова

безпека є функцією 11 критеріїв, які характеризують рівень ризикованості за відповідним параметром або масштаб загроз борговій безпеці за обраним вектором [25]. В цілому відзначаючи доцільність розробки подібної методики та слушність висунутої автором гіпотези (про те, що її рівень не може оцінюватися за єдиним показником, а всі загрози і дестабілізуючі чинники, які вимірюються окремими індикаторами боргової безпеки, заслуговують окремого розгляду. Недоліком запропонованої методики, на нашу думку, є відсутність розмежування показників за видами ризиків, що знижує його аналітичну цінність. Крім того, недостатньо обґрунтованою, на наш погляд, є система присвоєння балів оцінки ризиків.

Систематизація доробку науковців та нормативних джерел дозволила зробити висновок, що показники ризику традиційно розраховуються за такими його видами, за якими здійснюється управління ризиками боргової стійкості на національному рівні, та, які визначені Порядком здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом, зокрема: відсоткового, валютного, бюджетного ризиків, а також ризиків рефінансування та ліквідності. Їх характеристика наведена в таблиці 2.8 [104].

Таблиця 2.8 – Види ризиків боргової стійкості держави [104]

Ризик	Сутність
бюджетний ризик	ризик значного недовиконання дохідної частини державного (місцевого) бюджету, що може призвести до збільшення обсягу державних (місцевих) запозичень та/або невиконання зобов'язань з обслуговування боргу;
валютний ризик	ризик зміни офіційного курсу національної валюти до іноземної валюти, в якій номіновані або індексуються зобов'язання за боргом;
відсотковий ризик	ризик зростання плаваючих відсоткових ставок, передбачених умовами діючих зобов'язань за боргом;
ризик ліквідності	ризик тимчасової нестачі коштів державного (місцевого) бюджету на виконання зобов'язань за боргом внаслідок можливого швидкого зменшення обсягу ліквідних активів у результаті виникнення непередбачених поточних грошових зобов'язань та/або труднощів з оперативним залученням коштів шляхом запозичень;
ризик рефінансування	ризик зменшення ємності ринків капіталу, що унеможливорює запозичення в обсязі, необхідному для рефінансування боргу за прийнятною ціною, та призводить до збільшення вартості запозичень;

ризик, пов'язаний з управлінням боргом	ризик настання події (обставини), що призведе до збільшення витрат державного (місцевого) бюджету, пов'язаних з погашенням і обслуговуванням боргу, та зменшення обсягу державних (місцевих) запозичень.
--	--

Якщо окремі види ризику, такі як бюджетний, валютний ризику чи ризику ліквідності і рефінансування піддаються чіткій формалізації за допомогою конкретних показників, то ризику управління боргом, моральний, крайній чи політичний ризику піддаються в більшості своїй якісній оцінці.

Тож за основу виокремлення індикаторів вразливості боргової стійкості України було покладено загальноприйняту класифікацію ризиків, доповнену автором такими ризиками як ризик непрямих (умовних зобов'язань) корпоративного сектору, що особливо актуально для України в умовах гострої кризи в банківському секторі та державної підтримки НАК «Нафтогазу».

Щодо вирішення другого завдання, то мірилом ризику в економіці традиційно вважають середньоквадратичне відхилення показника, а характеристикою мінливості ознаки у сукупності показників за певний період часу є коефіцієнт варіації, що розраховуються за формулами (2.2 та 2.3) відповідно.

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}} \quad (2.2)$$

$$V = \frac{\sigma_x}{\bar{o}} \cdot 100\% \quad (2.3)$$

де σ_x – середньоквадратичне відхилення;

x_i – рівень ряду (інтервалу згладжування);

\bar{x} – середнє значення з рівнів ряду (рівнів інтервалу згладжування);

n – число рівнів ряду;

v – коефіцієнт варіації.

Для обчислення індикаторів боргової стійкості пропонуємо скористатися похідним від нього показником – індексом (коефіцієнтом) стійкості виражається за допомогою формули 2.4.

$$S = 100 - V \quad (2.4)$$

Розрахунок індексу стійкості за такою методикою надає перевагу в простоті інтерпретації отриманих результатів. Відомо, що критичне значення коефіцієнту варіації становить 33%, що вказує на неоднорідність розподілу досліджуваної сукупності. Таким чином, значення коефіцієнту стійкості, що перевищують 67% вказують на наближення до стійкого стану досліджуваного показника та динаміки його зміни.

Індекс (коефіцієнт стійкості) має суттєву перевагу щодо можливості співставлення різних груп індикаторів, що всебічно характеризую боргову стійкість, зокрема платоспроможність, ліквідність. В абсолютному вираженні таке співставлення недоцільне виходячи з різної економічної сутності та одиниць вимірювання показників.

Варто зауважити, що індекси стійкості в основному розраховують в цілому за весь період, проте це не дає змогу відслідковувати динаміку змін самої боргової стійкості як окремого об'єкту аналізу, так як кількісно вона характеризується одним числом.

Для усунення цього недоліку використовують ковзні показники, які розраховуються в межах обраного інтервалу згладжування за методом ковзної середньої. При цьому ковзні показники стійкості для кожного ковзного періоду (у нашому випадку він дорівнює 3 рокам, що співпадає з середньостроковим циклом бюджетного планування та програмування) розраховуються аналогічно наведеним вище показникам варіації.

На відміну від існуючих, авторська методика у частині методології розрахунку індикаторів передбачає аналіз не абсолютних та відносних індикаторів різних аспектів боргової стійкості держави (платоспроможності, ліквідності) чи впливу на неї окремих секторів (корпоративного,

фінансового, державного), а їх середньоквадратичних відхилень як мірил того чи іншого ризику її вразливості. На другому етапі реалізації запропонованої методики розрахуємо окремі індекси боргової стійкості для країн світу з різним ступенем чистого національного доходу. Для обчислення рівня стійкості та порівняння названих груп країн в межах обраної фактологічної бази дослідження використаємо індикатори «Зовнішній борг у відношенні до національного доходу» та «Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг» (табл. 2.9).

Таблиця 2.9 – Індекси боргової стійкості країн за рівнем доходу, 1982-2014 рр., за трирічними ковзними, %

Рік	З рівнем доходу на душу населення вище середнього		З середнім рівнем доходом на душу населення		З рівнем доходу на душу населення нижче середнього		З низьким рівнем доходу на душу населення	
	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг, %	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг, %	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг, %	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг, %	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу
1982	95,1	96,9	95,7	93,6	91,8	89,7	91,6	88,1
1983	98,4	94,3	93,4	97,5	91,7	92,6	87,8	88,2
1984	95,9	83,7	82	93,7	79,5	90	87,9	92,1
1985	90,8	90	88,7	90,7	85,3	91	91,6	92,6
1986	93,4	89,1	92	94,5	96,6	96,7	92,3	93,5
1987	86,5	87,7	91,4	92,6	96,1	95,7	99,2	97,3
1988	90,8	93,3	95	96,3	94,2	94,9	99,6	95,9
1989	96,3	98,9	97,2	95,9	93,8	94	97,5	95,6
1990	97,6	96,6	96,2	97	96,5	94,9	97	92,7
1991	99,2	96,6	96,6	99,1	96	98,9	93,3	91,4
1992	99	95,5	96,4	99,3	98,2	98,9	90,2	91
1993	99	92,8	92,3	98,1	92,1	96,4	92,1	93,9
1994	96,9	94,3	92	95,2	88,5	92,5	92	86
1995	95,7	94,3	93	94,8	91	93,9	91,8	87,7
1996	97,5	95,5	94,7	96	92,5	90,6	94,9	97,6
1997	94,7	95,5	94,7	94,5	92,1	91,4	95,7	98,1
1998	94,6	87,3	87,3	94,7	87,7	92,6	92,7	91
1999	94,4	89,3	88,6	94	87,7	93,7	90,9	91,8
2000	98,6	97,4	97,7	98,9	98	96,2	93,7	98,6
2001	97,1	91,2	92,1	96,4	94,8	94,1	98	99
2002	93,6	85,8	85,8	92,8	86,4	91,3	91,7	95,9
2003	89,1	85,6	83,4	87,6	79,1	85,3	83,5	88,6

2004	90,4	89,3	87	88	82,4	83,2	73,5	77,9
------	------	------	----	----	------	------	------	------

Продовження таблиці 2.9

Рік	З рівнем доходу на душу населення вище середнього		З середнім рівнем доходом на душу населення		З рівнем доходу на душу населення нижче середнього		З низьким рівнем доходу на душу населення	
	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу	Валовий зовнішній борг, експорту товарів і послуг	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу
2005	96	94	93,1	94,3	91,9	90,3	75,6	79,4
2006	92,3	93,2	93,2	93,6	93,0	96,5	88,9	90
2007	93,9	86,2	85,6	95,0	84,1	95,5	92	92,8
2008	95,9	86,5	86	95,5	84,8	94	87,3	94,3
2009	95	93,1	92	94,6	89	93,1	81,2	92,7
2010	96,8	96,7	96,2	97	94,6	96,3	93,6	96,4
2011	95	93,4	93,5	95	93,2	94,6	98,6	96,3
2012	96,7	94,2	94,5	97	94,7	97,3	-	-*
2013	95,1	96,9	95,7	93,6	91,8	89,7	-	-
2014	98,4	94,3	93,4	97,5	91,7	92,6	-	-

* – дані доступні лише до 2013 р.

Джерело: розрахунки автора

Відбір цих показників є не випадковим, оскільки, відношення зовнішнього боргу до національного доходу відповідає обраному критерію класифікації країн за обраною базою порівняння – національним доходом та свідчить про достатність накопиченої валової доданої вартості в усіх секторах економіки для покриття зовнішнього боргу, а співвідношення зовнішнього боргу до експорту характеризує запас міцності щодо виплат зовнішнім кредиторам за рахунок експортних надходжень.

Якщо припустити, що максимально можливий рівень стійкості дорівнює 1, тобто відповідний індикатор має досягати 100%, то аналіз наведених даних свідчить про наявність відхилень і відповідно ризиків втрати боргової стійкості у всіх аналізованих групах країн у певні періоди. Критичною межею зниження індексів боргової стійкості як впливає з розрахунку показників є 33%, що відповідає критичному значенню коефіцієнта варіації – агрегованого за 3 річними лагами індикатора вразливості для аналізованих показників.

Найбільші відхилення прогнозовано спостерігаються у групі країн з низьким рівнем доходу – розмахи варіації індексів стійкості за названими показниками становлять 26,2% та 21,1%, що свідчить про досить значну вразливість економік цих країн до боргового навантаження. До прикладу, розмахи варіації за показником «Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг» мають тенденцію до зростання залежно від зменшення рівня доходу країни: для країн з доходом вище середнього цей показник становить 12,6%, для країн з середнім рівнем доходу – 15,6%, для країн з доходом нижче середнього – 19,1%.

Звідси випливає, що на основі наших розрахунків підтверджено, що нарощування рівня зовнішнього боргу в умовах погіршення експортних умов та коливання цін на сировинні товари, які є предметом експорту у країнах з порівняно нижчими рівнями доходу, призводять до зниження абсолютного рівня боргової стійкості.

Визначальними моментами у проведених розрахунках можна назвати і такі: за аналізований період у всіх групах країн можна чітко ідентифікувати періоди найбільшої вразливості до втрати боргової стійкості – виникнення боргових криз: чорний понеділок 1987 р., що у більшій мірі зачепив країни з порівняно високими рівнями і доходів і не стосувався менш розвинутих країн; 1994-95 – Мексиканська боргова криза (група країн з низькими та нижче середнього рівнями доходів); 1997-98 – азіатська та російська боргові кризи (усі групи країн, крім країн з низьким рівнем доходу); початок 2000 – криза «dot.com» та корпоративного управління в країнах високими рівнями доходів та лавиноподібні кризові явища у інших групах країн; 2007-2008 – наслідки глобальної фінансової кризи та породжених нею рецесії та боргових криз у ЄС та США.

Отримані результати доводять адекватність розробленої методики та дозволяють провести її розрахунок на національних даних.

Прикладна реалізація розробленої методики на третьому етапі методики – вивчення національного досвіду також здійснена стосовно показників зовнішнього боргу, що обґрунтоване двома чинниками: по-перше, в умовах відкритості економіки України, високої частки зовнішніх запозичень та зростання ризиків девальвації національної валюти управління стійкістю потребує посиленої уваги; по-друге, у такий спосіб можна продемонструвати універсальність розробленої методики.

Важливість розрахунку індексів боргової стійкості відносно зовнішнього боргу підтверджується висхідною динамікою таких індикаторів як частка зовнішнього боргу до загальної суми державного боргу та відношення зовнішнього боргу до ВВП (рис 2.4).

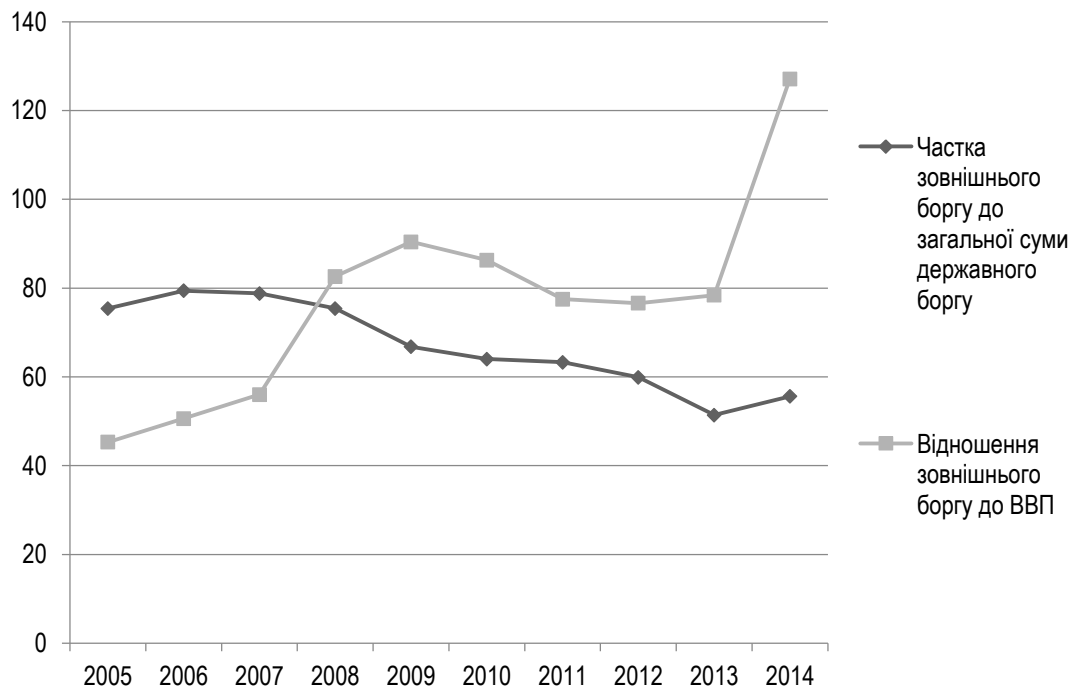


Рисунок 2.4 – Динаміка показників, що характеризують зовнішній борг України, 2005-2014 рр. %, складено автором за [231].

Як бачимо, порівняння наведених на рисунку значень показників красномовно свідчить про посилення залежності України від зовнішніх запозичень: при нормативному значенні частки зовнішнього боргу в 40%, останніми роками спостерігається її перевищення на 11,4-15,6%; відношення боргу до експорту у 2014 р. майже у 2 рази перевищує нормативне.

В основу розвинутої індикативної системи (табл. 2.10), що описує рівень боргової стійкості України, було покладене розуміння боргової стійкості як здатності країни не лише виконувати свої зобов'язання за валовою сумою боргу та витрат на його обслуговування за певних умов (строки, ставки) (платоспроможність), достатність ресурсів для погашення зобов'язань та можливість їх використання (ліквідність) та вразливість системи управління державним боргом до ключових видів ризиків (авторське розуміння з підрозділу 1.1).

Таблиця 2.10 – Запропонована індикативна система для визначення рівня боргової стійкості

Група індикаторів	Підгрупа	Індикатори	Ум. позн.
Індикатори платоспроможності	Боргове навантаження у частині валового боргу	Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	I_{EdEx}
		Зовнішній борг у відношенні до національного доходу, %	I_{EdNr}
		Валова сума зовнішнього боргу, у поточних цінах дол. США	I_{EdG}
	Боргове навантаження у частині витрат на сплату %	Загальні витрати на обслуговування боргу % до експорту товарів, робіт послуг та непрямих податків	I_{Geex}
Індикатори вразливості боргової стійкості	Відсотковий ризик	Частка заборгованості з плаваючою відсотковою ставкою	I_{Qfr}
		Середньозважена процентна ставка на зовнішні запозичення, %	$I_{A\%ed}$
	Валютний ризик	Частка гарантованого державного боргу у іноземній валюті (доларах США), %	I_{Qpp}
	Ризик рефінансування	Середній період погашення боргових зобов'язань, роки	I_{Apm}
	Ризик умовних зобов'язань	Частка довгострокового боргу приватного сектору у загальній сумі боргу, %	I_{Qltp}
Індикатори ліквідності	Індикатор А. Грінспена	Короткостороковий борг до міжнародних резервів	I_{Gr}
	Індикатор П. Гвідотті	Загальні резерви (у % до загального зовнішнього боргу)	I_{Gv}
	Індикатор Я. Реді	Загальні резерви в місяцях імпорту	I_{re}

Джерело: розробка автора

Підтримуючи думку Т. П. Богдан [25], до складу індикаторів рівня боргового навантаження і витрат на обслуговування боргу, на нашу думку, слід включити показники, що дають змогу співставити зовнішній борг за ключовими макроекономічними змінними – чистий національний дохід, експорт товарів, робіт, послуг.

Їх розрахунок та аналіз за допомогою запропонованої методики (табл. 2.11) дає змогу зробити висновки про незадовільний стан системи управління борговою стійкістю з огляду на наявність критичних періодів втрати боргової стійкості в Україні.

Таблиця 2.11 – Індекси боргової стійкості за показниками платоспроможності 1994-2014 р., розраховано автором за 3 річними ковзними середніми

Рік	Валовий зовнішній борг, експорту товарів послуг, % і	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу, %	Валова сума зовнішнього боргу, у поточних цінах дол. США	Загальні витрати на обслуговування боргу % до експорту товарів, робіт послуг та первинного доходу
1994	-	-	-	-
1995	81,2	67,1	74,4	48,1
1996	92,1	87,8	86,0	96,1
1997	80,4	82,3	88,0	64,1
1998	76,4	59,7	84,5	58,1
1999	86,4	75,1	89,6	76,4
2000	80,7	86,0	73,5	77,4
2001	80,1	86,8	73,9	77,2
2002	91,4	93,3	92,4	87,0
2003	85,1	92,1	86,1	82,4
2004	90,6	86,4	86,6	87,2
2005	79,7	88,3	69,7	71,2
2006	78,2	82,8	58,7	82,6
2007	93,0	93,3	70,0	94,0
2008	71,8	69,7	85,9	53,4
2009	74,7	73,2	87,1	66,3
2010	90,1	95,3	87,0	89,8
2011	87,6	89,7	96,0	89,3
2012	91,9	94,1	93,9	83,7
2013	86,3	85,3	93,1	74,0
2014	-	-	-	-

Зокрема, за індикатором боргового навантаження у частині витрат на сплату % можна виділити 2 такі періоди – 1997-1998 рр., та 2008-2009 рр., коли значення індексу стійкості були нижче 67% (мінімальне 53,4% за рік до кризи 1998 р.), що співпадає з основними кризовими періодами, та свідчить про прогнозу спрямованість запропонованих індикаторів. Так, у 2013 р. за

кумулятивними даними 2012-2014 рр. його значення становило 74,0% з тенденцією до зниження, що ілюструє боргові проблеми України, пов'язані з негативною військово-політичною ситуацією та глибокою економічною кризою з початком у 2014 р. При цьому розрахункове значення базового показника частки відсотків до сплати у експорті, починаючи з 2009 р., перевищує нормативний показник міжнародних фінансових організацій у 20% з досягненням максимуму у 42,3% у 2013 р.

Подібну динаміку демонструють і показники «Зовнішній борг у відношенні до національного доходу,%» та «Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг» з виокремленням аналогічних кризових періодів та з подібною тенденцією до погіршення боргової стійкості – значення цих індикаторів у 2013 р. за кумулятивними даними 2012-2014 рр. становили 86,3% і 85,3% відповідно, що свідчить про погіршення платоспроможності України за зовнішніми виплатами як за рахунок експортних надходжень, так і за рахунок національного доходу.

Щодо показників, якими характеризується ліквідність в управлінні державним боргом, яка характеризує здатність своєчасно погашати взяті на себе зобов'язання, на відміну від діючих підходів учених, зокрема І. М. Федорович [129], О. Карапетян [58], пропонуємо розраховувати не лише показники А. Грінспена (міжнародні резерви до короткострокового боргу), відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг та відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу, але й розширені критерії стійкості до ризиків ліквідності. Серед них у міжнародній практиці відносять критерії Я. Реді, правило П. Гвідотті.

Отже, за індикаторами боргової стійкості в частині достатності міжнародних резервів для здійснення боргових виплат (табл. 2.12) можна зробити загальний висновок про критично низький ліквідності, що не забезпечує потребу держави ні у погашенні короткострокового боргу (6 періодів втрати стійкості з 19 аналізованих), ні тим більше загального

зовнішнього боргу на певний момент виплат (5 періодів з 19), ні в покритті потреб імпорту (8 періодів з 19).

Таблиця 2.12 – Індекси стійкості за індикаторами ліквідності, 1994-2014 р., розраховано за 3 річними ковзними середніми

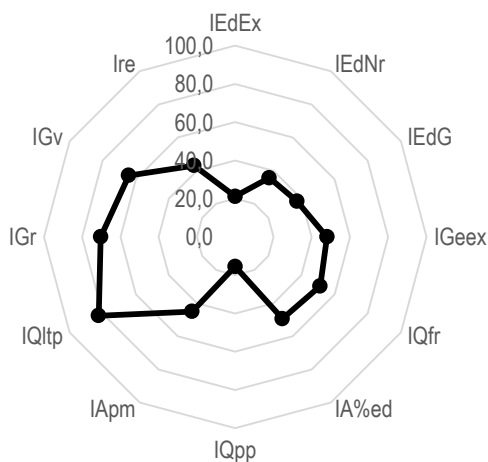
Рік	Індикатор А. Грінспена	Індикатор П. Гвідотті	Індикатор Я. Реді
1994	-	-	-
1995	33,6	67,4	55,8
1996	52,8	73,3	70,3
1997	53,8	47,4	55,7
1998	64,7	27,2	52,6
1999	56,8	76,1	70,2
2000	26,7	68,3	55,1
2001	26,0	69,9	55,5
2002	63,4	66,5	74,4
2003	65,8	73,8	85,2
2004	64,8	56,8	64,2
2005	69,1	70,3	73,6
2006	93,4	80,7	95,7
2007	96,3	85,2	81,3
2008	92,6	75,3	80,6
2009	89,9	87,3	80,2
2010	81,8	91,5	79,9
2011	68,3	78,9	62,5
2012	73,7	72,3	71,9
2013	56,1	47,2	60,0
2014	-	-	-

Динаміка індексів стійкості, розрахованих за вказаними індикаторами ліквідності повторює динаміку вже проаналізованих показників платоспроможності та вразливості у частині чіткого визначення кризових періодів 1997-98 рр., 2008-09 рр. та початку кризи 2013 р. Крім того зазначені показники демонструють суттєве перевищення 67% порогу стійкості (мінімальне значення індикатора Реді – 52,6%, що відповідає 2 тижням імпорту у 1998 р.) та порушення нормативів, встановлених міжнародними організаціями (правило Грінспена не було виконане у 8 періодах, а у 2014 нормативне значення у 100% було перевищене у 3,3 рази).

До індикаторів вразливості боргової стійкості включено ряд індикаторів за основними видами ризиків, включаючи ризики умовних

зобов'язань, що в цілому узгоджуються з підходами до розрахунку інтегрального бюджетного ризику Керівництва з використання показників ризику і формування стратегії запозичень [60].

Отримані результати розрахунків індексів боргової стійкості за групами ліквідності, платоспроможності та боргової вразливості узагальнено на рисунку 2.5 за допомогою показника розмаху варіації, що дозволяє робити висновки про значну вразливість системи управління борговою стійкістю до умовного (квазіфіскальних) ризику, ризику ліквідності), відсоткового ризику, ризику рефінансування, та суттєве зниження платоспроможності держави і запасу боргової стійкості д щодо виплат зовнішнім кредиторам за рахунок експорту.



Індикатор	Розмах варіації, %	Індикатор	Розмах варіації, %
IQltp	82,5	IApm	45,09
IGr	70,3	Ire	43,1
IGv	64,3	IEdG	37,3
IQfr	51,3	IEdNr	35,6
IA%ed	49,4	IEdEx	21,2
IGeex	48,0	IQpp	15,5

Примітка: значення індикаторів наведені в порядку зменшення розмаху варіації

Рисунок 2.5 – Розмахи варіації індексів стійкості за ризик-орієнтованими індикаторами оцінювання боргової стійкості держави України за 1994-2014 рр., складено за розрахунками автора

Особливе занепокоєння викликає нагромадження приватного боргу у структурі зовнішніх запозичень – розмах варіації становить 82,5% за увесь період, а окремі індекси боргової стійкості становили від 14,5% до 65,2%, що свідчить про критичне значення умовного ризику для України. При цьому варто зазначити, що у 5 періодах з 19 аналізованих значення індексів

боргової стійкості за цим показником були нижче нормативних – 67%, що вказує на хронічну залежність українського корпоративного сектору від зовнішніх позик та значний обсяг прихованих зобов'язань для держави.

Відносно низький індикатор валютного ризику за доларовими зовнішніми запозиченнями, індекси стійкості за яким коливаються в межах 15,5% можна інтерпретувати у такий спосіб: доларові запозичення є стабільною базою фінансування як державного, так і приватного сектору України за аналізований період, відтак, незначні коливання частки зобов'язань, номінованих у цій валюті, не спричиняють помітного тиску на їх ризикованість (рис. 2.6). З іншого боку, девальваційні ризики, що мають суттєвий вплив є предметом розгляду в підрозділі 2.1

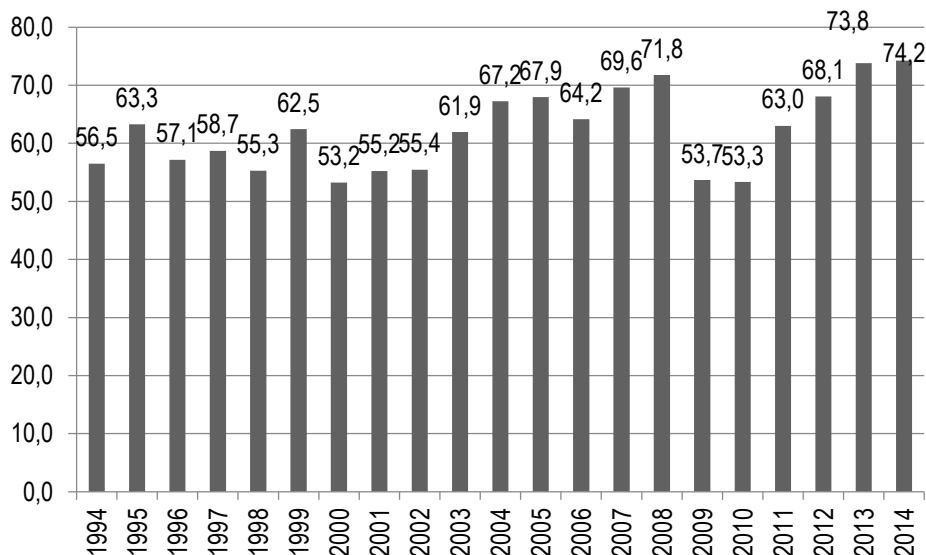


Рисунок 2.6– Частка приватного і публічного державного боргу України у іноземній валюті (доларах США), % [231]

Очевидним є той факт, що розраховані індекси сталості не вичерпують усі можливі ризики та загрози втрати боргової стійкості держави, проте універсальний характер запропонованої методики та простота її інтерпретації та застосування, яка не обмежує її аналітичної цінності дозволяють доповнювати перелік індикаторів залежно від потреб аналізу.

Підсумовуючи вищенаведене, з метою розробки універсальної, узагальнюючої та однозначної індикативної системи боргової стійкості

удосконалено науково-методичні засади оцінювання боргової стійкості держави, які, на відміну від існуючих, передбачають розробку системи ризик-орієнтованих індикаторів, згрупованих відповідно до основних цільових таргетів підтримання боргової стійкості держави (ліквідність, платоспроможність та вразливість до ризиків), періодичне та інтегральне визначення їх стійкості через статистичні параметри варіації з лагами, що відповідають бюджетним циклам.

Таким чином, розуміння стійкості державного боргу як комплексного поняття у складних умовах реалізації політики управління державним боргом України потребує удосконалення системи індикаторів такої стійкості з урахуванням ряду факторів політичного характеру, якості інституційного управління, прозорості здійснення зовнішніх і внутрішніх запозичень. Розглянуті підходи науковців, авторитетних міжнародних організацій (МВФ, СБ, МГФР) дозволяють виділити ключові напрями аналізу стійкості державного боргу України, які будуть покладені в основу авторської системи індикаторів, а саме: платоспроможності, ліквідності та вразливості до ризиків. Критичний стан системи управління державного боргу в Україні, підтверджений фактичними значеннями ключових індикаторів та індексів їх боргової стійкості за авторською методикою засвідчує необхідність застосування такої системи для моніторингу та прогнозування його стійкості.

2.3 Прогнозування рівня боргової стійкості держави та ідентифікація боргових криз

Полярною ситуацією, що характеризує країну з позиції забезпечення її боргової стійкості є виникнення боргових (фіскальних криз). Світовий досвід їх розгортання переконливо свідчить: виникнення кризових явищ у зовнішньому секторі дуже швидко транслюється на внутрішні сектори

економіки, породжує та взаємопідсилює (загострює) кризові явища у фінансовій, банківській, валютній системі, що засвідчують відомі приклади з досвіду різних країн та регіонів світу, зокрема країн Південної Америки у 1980-1990-х рр. [208, 119] та інших країн світу за результатами оцінювання в підрозділі 2.2. Подібне можна констатувати і відносно системи управління державним боргом України у трьох періодах 1998-1999 рр., 2008-2011 рр. та 2014-2015 рр., коли мало місце посилення загроз різних ступенів впливу на рівень її боргової стійкості як здатності виконувати свої зобов'язання перед кредиторами своєчасно і в повному обсязі без задіяння механізмів зниження боргового навантаження.

Звідси випливає, що своєчасна ідентифікація, оцінювання можливості виникнення, прогнозування боргових криз як ознак втрати боргової стійкості, є важливим науково-прикладним завданням, вирішення якого дозволить забезпечити стабільність державних фінансів та сприятиме підтриманню темпів економічного розвитку країни.

На думку фахівців МВФ боргова криза визначається як одна з таких подій, що може проявлятися ізольовано чи у поєднанні з іншими подіями:

- реструктуризація державного боргу чи дефолт за державними зобов'язаннями;
- фінансування платіжного балансу країни чи бюджету МВФ у розмірі, що перевищує 100% квоти країни;
- неочевидний дефолт за внутрішніми зобов'язаннями у формі гіперінфляції (що перевищує 500% на рік для країн із ринками, що формуються, і 35% на рік для економічно розвинутих країн);
- стрімке зростання вартості державних запозичень (підвищення спредів за суверенними зобов'язаннями до 1000 б. п. і вище) [153] Навіть попередній аналіз, проведений у підрозділах 2.1 та 2.2 свідчить, що зазначені ознаки досить повно і точно описують ситуацію, що склалася в Україні останнім часом.

На нашу думку, межа боргової стійкості держави визначається як такий критичний рівень накопиченої заборгованості (виплат основної суми боргу та відсотків за нею як зовнішнього, так і внутрішнього походження), який не відповідає спроможності держави й економіки в цілому згенерувати достатній обсяг ресурсів для її погашення без особливих умов такого погашення (реструктуризації, пролонгації, рефінансування). Наближення до такої межі (непродуктивне нарощування заборгованості, спрямоване на споживання, яке не враховує критерії інноваційно-інвестиційного розвитку) спостерігається в останнє десятиліття в Україні та врешті-решт призводить до наростання системних дисбалансів в управлінні державним боргом і реалізації кризи.

Розуміння фіскальної (боргової) кризи як результату негативного впливу на систему управління сукупним державним боргом багатьох факторів дозволяє констатувати, що загроза її виникнення існує завжди з урахуванням механізму функціонування світової економіки, проте головною умовою їх попередження є своєчасна діагностика. У цьому контексті для України особливо актуальним є ідентифікація та попередження криз зовнішнього сектора в умовах критично високих зовнішніх запозичень.

Методичні підходи до прогнозування боргових криз характеризуються своїм плюралізмом, проте в цілому можуть бути приведені до двох основних напрямів: сигнального та економетричного підходів, відмінність між якими полягає у методиці здійснення тестів боргових індикаторів та встановлення їх граничних значень.

Такі підходи реалізовані як на рівні міжнародних інститутів (Методологія оцінювання фінансової вразливості МВФ за «Керівництвом з фіскальної прозорості» [202], системи завчасного попередження МВФ та СБ [183], системи макропруденційного нагляду країн світу), так і окремими науковцями та використовуються для прогнозування валютної, боргової та банківської криз.

Серед досягнень науковців можна назвати моделі Г. Камінські [190], А. Берга, К. Патілло [162], підхід до визначення «вартості за вирахуванням ризиків М. Барнхіла та Г. Копіца [160], методику розрахунку умовних зобов'язань А. Шика [218], методику циклічно скоригованого балансу Казначейства Великобританії, підхід до дизагрегованого аналізу фіскальної політики Дж. Кремера [196], оцінювання вразливості фіскальної системи до шоків Р. Хаммінга та М. Петрі [182], розрахунок індикаторів міжгенераційної справедливості А. Ауербаха та Б. Хілла [156] та ін.

Необхідно відмітити, що в Україні дослідження випереджаючих індикаторів боргових криз є недостатнім. Окрема спроба оцінювання фіскальної стійкості здійснена Д. Боярчуком та ін. у 2008 р. [30], а прикладна реалізація методики індикаторів фіскальної стійкості МВФ частково реалізується Національним банком України у частині розрахунку індикаторів фінансової стійкості.

Не ставлячи на меті детального опису робіт названих науковців, варто зауважити, що навіть при побудові складних інтегральних індикаторів, що сигналізують про виникнення боргових криз, вони можуть бути розкритиковані через нездатність до цілісного охоплення факторів, що призводять до виникнення кризи, складність у реалізації та інтерпретації.

З метою ідентифікації та прогнозування боргових криз та виявлення границь боргової стійкості України пропонуємо трирівневу методику, яка передбачає:

1. Етап – оцінювання боргової стійкості України на рівні інтегрального індикатора – співвідношення валового державного боргу до ВВП, % за допомогою карт Шухарта з використанням річного часового діапазону.

2. Етап – поелементне оцінювання боргової стійкості за секторами за допомогою карт Шухарта зі звуженням часового діапазону («вікна дослідження») до квартального;

3. Етап – перевірка динамічних рядів, що характеризують досліджувані індикатори на стаціонарність (стійкість) з виявленням аномальних (кризових) значень за методом Ірвіна та тестування побудованих карт на достовірність.

Перший етап на підставі даних Світового економічного огляду Міжнародного валютного фонду дає змогу зафіксувати виникнення боргової кризи на агрегованому масиві даних, що включає як сектор загального державного управління, сектор центрального банку, інших депозитних корпорацій та інші сектори (зокрема корпоративний) за методологією МВФ [174].

Другий етап, базуючись на квартальних показниках бази даних зовнішнього боргу Світового банку дозволяє встановити по-перше, джерела появи боргової кризи за секторами виникнення зовнішнього боргу, і, по-друге, продемонструвати певну прогнозу спрямованість карт через звуження розмірності часового періоду.

На третьому етапі проводиться перевірка результатів побудованих карт Шухарта і визначення окремих аномальних часових діапазонів, де встановлено втрату боргової стійкості. Детально розглянемо кожен з етапів. Підтвердженням виникнення боргової кризи як випадку втрати боргової стійкості держави може стати оцінювання окремих індикаторів, що її характеризують, за допомогою такого аналітичного інструменту як карти Шухарта. Ці карти були запропоновані В. Шухартом (W. A. Shewhart) у 1924 р. з метою забезпечення контролю якості продукції [123]. У подальшому ці карти набули широкого використання у межах відомих підходів «6 сигма» та «контролю стабільності процесів» (Statistical Process Control). Зазначені карти дають змогу оцінити чи знаходиться досліджуваний об'єкт – у нашому випадку – боргова стійкість у керованому стані. Тому на першому етапі аналізу, спираючись на обґрунтування доцільності використання індикатору «валовий державний борг до ВВП» ($GGGD/GDP, \%$), проведене у попередньому підрозділі, побудуємо для нього карту Шухарта (рис. 2.7).

На рис. 2. 7 наведено коливання фактичного значення аналізованого показника навколо середнього значення його динамічного ряду і чотири контрольних межі його зміни протягом 1997-2015 рр.

Варто зауважити, що верхня контрольна межа (штрих-пунктир) на побудованій карті дорівнює середньому значенню GGGD/GDP,%, плюс (мінус) 3 середні квадратичні відхилення (σ). Якщо значення досліджуваного процесу не виходять за рамки встановлених контрольних меж ($\pm 3 \sigma$), то з ймовірністю 99,73 % можна вважати цей процес стійким і керованим.

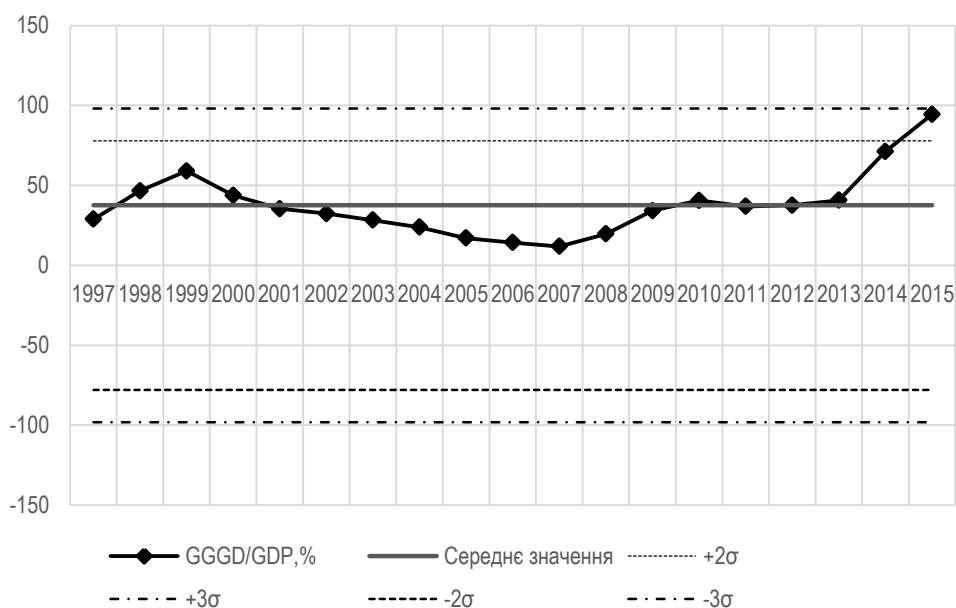


Рисунок 2.7 – Контрольна карта співвідношення валового державного боргу до ВВП України за 1997-2015 рр.,%.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Нижня контрольна межа (пунктир) на побудованій карті дорівнює середньому значенню GGGD/GDP,%, плюс (мінус) 2 середні квадратичні відхилення (σ), Якщо значення досліджуваного процесу не виходять за рамки встановлених контрольних меж ($\pm 2 \sigma$), то з ймовірністю 95,46 % можна вважати динамічний ряд GGGD/GDP,%, стійким і керованим.

Нижня контрольна межа ($\pm 2 \sigma$), може бути інтерпретована як попереджувальна та носити певну прогностичну спрямованість щодо

виникнення точок втрати боргової стійкості у майбутньому. Так, потрапляння розташованих підряд значень аналізованого індикатора GGGD/GDP в зону відхилень 2-3 σ (точки за період 2013-2014 рр.) чи вихід за цю межу можна сприймати як раннє попередження про майбутні кризові явища у сфері управління державним боргом. При цьому ймовірність помилки за цим критерієм (він виконується, але динамічний ряд не виходить за межі стійкого стану) становить 2 %.

Спираючись на наведений опис статистичної методології побудови карт Шухарта, власними розрахунками значень верхніх і нижніх граничних меж та графічним аналізом карт можемо говорити із ймовірністю 99,73 % про втрату боргової стійкості України у 2014-2015 рр. Саме на цей період припадає максимальне значення індикатору GGGD/GDP як рівня боргового навантаження на економіку (71,2% та 94,4% відповідно). Навіть на межі дефолту у 1998-1999 р. рівень аналізованого індикатора був набагато нижчим – 59,0%).

Про ймовірне виникнення боргової кризи в Україні за наведеними критеріями побудована карта почала сигналізувати у 2013 – відхилення від середнього значення, коли негативні явища в системі управління державним боргом почали наростати швидшими темпами. Варто зауважити, що авторські розрахунки та графічний аналіз цілком узгоджуються з реальною ситуацією в системі управління державним боргом України – проведена восени 2015 р. реструктуризація боргових зобов'язань перед зовнішніми кредиторами за міжнародними підходами може бути розцінена як випадок технічного дефолту. Не зважаючи на те, що формально його вдалося уникнути, стан боргової кризи та втрати боргової стійкості за існуючих на той час параметрів строкової, валютної структури зовнішнього боргу, його обсягу та процентних виплат був відображений за допомогою карт. На другому етапі запропонованої методики побудуємо карти Шухарта за секторами, що виокремлюються у статистиці зовнішнього боргу МВФ та СБ: загального державного управління, центрального банку, інших депозитних

корпорацій та інші сектори (зокрема корпоративний) у розрізі часової структури. Інформаційна база для аналізу наведена у додатку Е.

Методологія побудови карт за секторами залишається подібною до карти для інтегрального індикатора, проте з метою спрощення візуалізації даних були опущені контрольні межі з від'ємними відхиленнями, що обумовлено характером рядів динаміки та їх економічною сутністю. Варто також зауважити, що у базі даних СБ за зовнішнім боргом України для сектору загального державного управління та центрального банку зовнішні боргові зобов'язання носять переважно довгостроковий характер, у той час як борги корпоративного та фінансового секторів (крім центробанку) диференціюються за короткостроковими та довгостроковими часовими горизонтами. Представлена на рис. 2.8 контрольна карта для довгострокового зовнішнього боргу сектору загального державного управління України за 2006-2015 рр. (включаючи 1 квартал 2015 р.) свідчить про наростання кризових явищ в системі управління державним боргом, породжених запозиченнями державних органів влади.

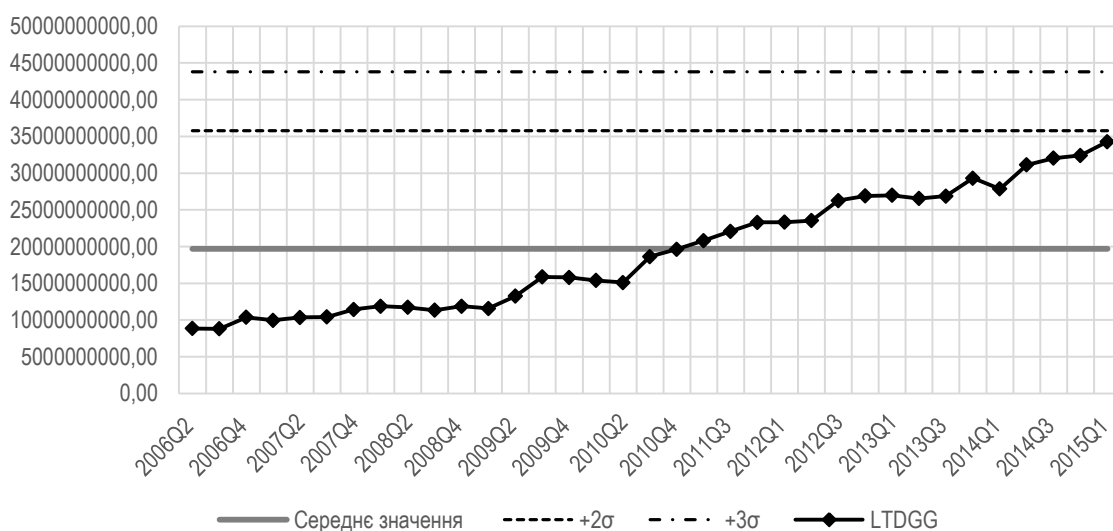


Рисунок 2.8 – Контрольна карта довгострокового зовнішнього боргу сектору загального державного управління України за 2006- I квартал 2015 рр., дол. США, побудовано за розрахунками автора.

Інтерпретація цієї карти дає змогу зробити висновок про зростання загроз для боргової стійкості України з 2 кварталу 2014 р., а в 1 кварталі 2015 р. довгостроковий зовнішній борг впритул наблизився до критичної межі у 2σ , що сигналізує про можливість виникнення кризи у найближчі квартали за збереження статус-кво.

Пікове боргове навантаження за довгостроковими зовнішніми зобов'язаннями Національного банку України, наведене на контрольній карті (рис. 2.9) за період 2006-2015 рр., припадає на діапазон 2 квартал 2009 – 4 квартал 2011 рр.

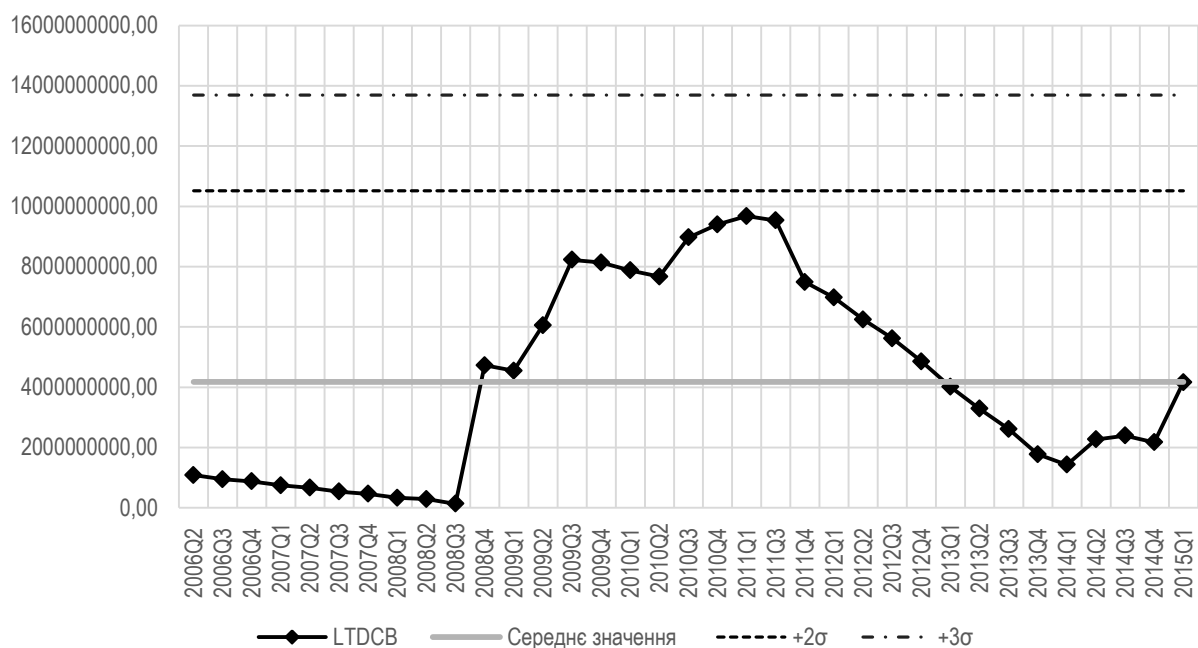


Рисунок 2.9 – Контрольна карта довгострокового зовнішнього боргу центрального банку України за 2006- I квартал 2015 рр., дол. США.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Очевидним є те, що з метою реалізації антикризової підтримки уряду та банківської системи (рекапіталізації проблемних банків) у відповідь на подолання наслідків фінансової кризи 2008-2011 рр. Національний банк був змушений вдаватись до зовнішніх запозичень. Проте на рівень боргової стійкості держави це не мало критичного впливу за аналізований період.

Аналізуючи рисунки 2.10 та 2.11, що ілюструють динаміку зовнішнього боргу сектору депозитних корпорацій (крім центрального банку), можна зробити висновок, що кризові явища у системі управління державним боргом зокрема та фінансова криза у 2008-2010 рр. в Україні обумовлені більшою мірою нарощуванням короткострокового боргу банківського сектору, аніж довгострокового.



Рисунок 2.10 – Контрольна карта короткострокового зовнішнього боргу депозитних корпорацій (крім центрального банку) України за 2006- I квартал 2015 рр., дол. США.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

З ймовірністю 95,46% за контрольною картою для короткострокового зовнішнього боргу депозитних корпорацій (індикатор STDDC) можна зробити висновок про виникнення боргової кризи – втрати боргової стійкості у діапазон 1-3 квартали 2008 р., що має прогностичний характер у відношенні до реального розвитку подій. Оскільки відлік фінансової кризи в Україні загальноприйнято починають восени 2008 року. Пікових значень проблеми у фінансовому секторі досягли у 2009 році та на початку 2010-го. У цей період спостерігалися від’ємні показники темпів росту ВВП України, максимальний з яких -20.2% (порівняно з аналогічним показником

01.01.2009 р.) та було націоналізовано три проблемні банки: Укргазбанк, Родовід-банк та банк «Київ».

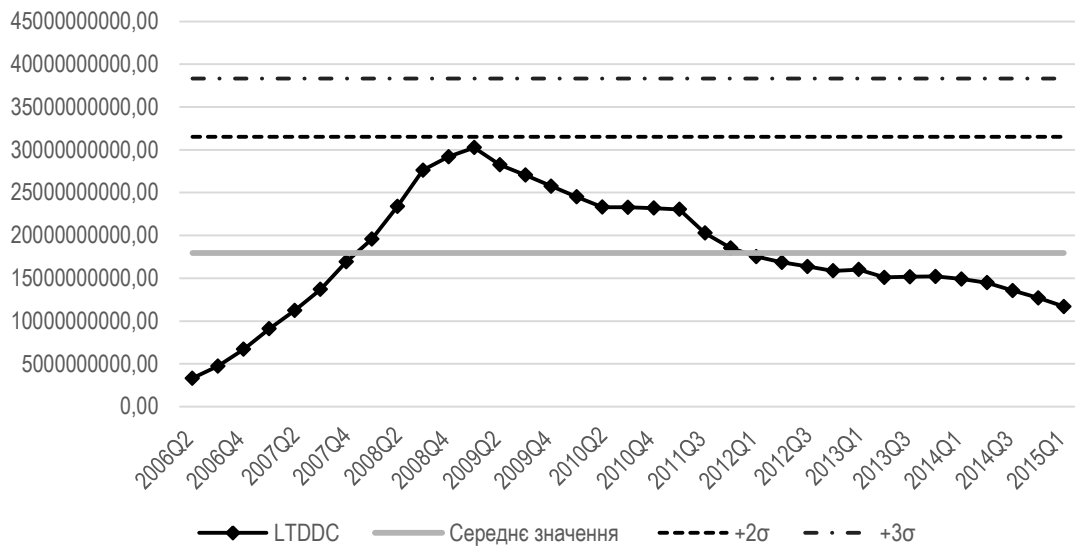


Рисунок 2.11 – Контрольна карта довгострокового зовнішнього боргу депозитних корпорацій (крім центрального банку) України за 2006-2015 рр., дол. США.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Подібну динаміку демонструє і контрольна карта для довгострокового зовнішнього боргу депозитних корпорацій (крім центрального банку) – індикатор LTDDC (рис. 2.11). Проте, на відміну від 2008 р. банківський (фінансовий) сектор у 2014-2015 рр. не був джерелом поширення дестабілізуючих чинників для боргової стійкості України. На нашу думку, в умовах погіршення кредитних суверенних рейтингів України та впливу капіталу, нестабільністю у банківській системі доступ до зовнішніх позикових ресурсів для банківських установ у цей період був утрудненим.

Як свідчать контрольні карти (рис. 2.12, 2.13), побудовані для індикаторів короткострокового і довгострокового зовнішнього боргу інших секторів економіки (STDOS, LTDOS відповідно), вони не виступають джерелом кризових явищ в системі управління державним боргом самі по собі.

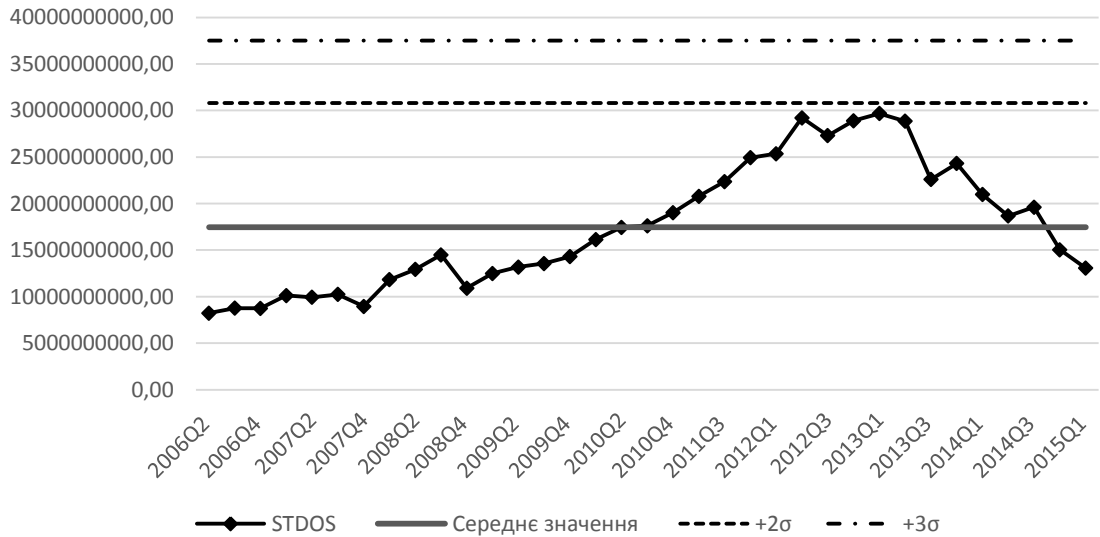


Рисунок 2.12 – Контрольна карта короткострокового зовнішнього боргу інших секторів економіки України за 2006- I квартал 2015 рр., дол. США.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Фактичні значення аналізованих індикаторів знаходяться в межах допустимих контрольних меж, що свідчить про відносну контрольованість процесу. Проте у ході якісного аналізу карт необхідно відмітити близькість індикатору STDOS до критичної межі у діапазоні 2 квартал 2012 р. – 2 квартал 2013 р. та LTDOS у діапазоні 3 квартал 2013 – 3 квартал 2014 р.

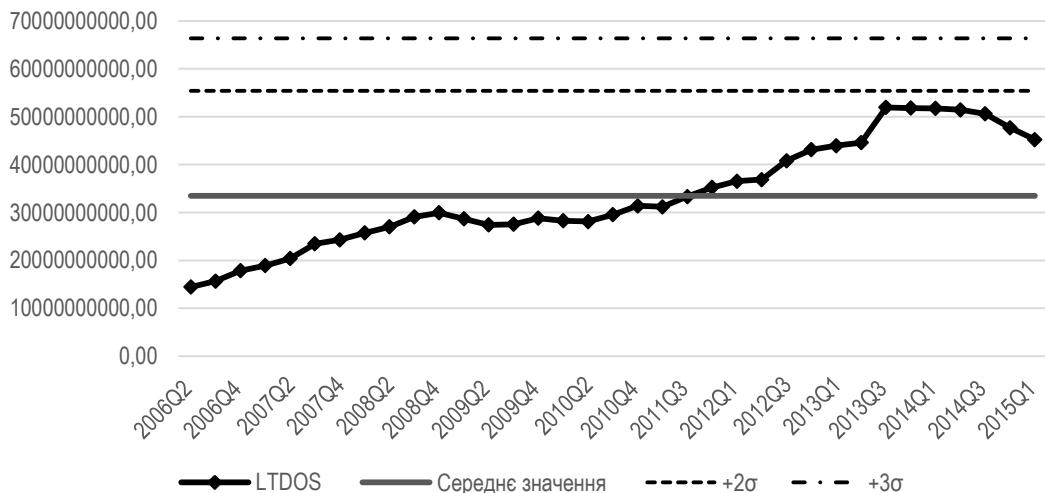


Рисунок 2.13 – Контрольна карта довгострокового зовнішнього боргу інших секторів економіки України за 2006- I квартал 2015 рр., дол. США, побудовано за розрахунками автора.

На третьому етапі запропонованої методики використовується метод Ірвіна як метод статистичної перевірки однорідності динамічних рядів, що дозволяє виявити й усунути аномальних значень рівнів ряду, а також перевірити аналізовані динамічні ряди на предмет повноти даних, можливості їх співставлення і дотримання ними такої ознаки як стійкості (стаціонарності).

У частині ідентифікації боргових криз як критичної втрати державою своєї боргової стійкості метод Ірвіна є додатковим методом до запропонованих карт Шухарта, який дає змогу підтвердити достовірність їх результатів.

Перевірка рівнів динамічного ряду на стаціонарність за методом Ірвіна проводиться за такою формулою:

$$\lambda = \frac{|y_t - y_{t-1}|}{\sigma_y}, t = 2, 3, \dots, n \quad (2.5)$$

де y_t – рівень ряду динаміки;

σ_y – середнє квадратичне відхилення ряду динаміки.

1. Розрахункові значення $\lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_{n-1}$ порівнюються з критичним значенням критерію Ірвіна $\lambda_{\alpha, i}$, за умови перевищення критичного значення, відповідний рівень ряду слід вважати аномальним. Рівень значущості α , як правило, береться $\alpha = 0,05$, якому відповідає рівень довірчої ймовірності у 95% [90, с. 408].

Критичні значення за методом Ірвіна можна отримати зі статистичних таблиць або за формулою залежно від встановленого рівня довірчої ймовірності (табл. 2.13).

Таблиця 2.13 – Розрахунок табличного критерію Ірвіна

Рівень довірчої ймовірності	Кількість рівнів ряду, n
0,9	$2n^{-0,5}+0,6$

0,95	$2,5n^{-0,5}+0,75$
0,99	$3n^{-0,5}+1,15$

Згідно з порядком застосування методу Ірвіна тестування рівнів динамічного ряду проводять за умов підпорядкування його нормальному закону розподілу, покроково перевіряючи кожен рівень та відкидаючи аномальні до тих пір, доки розрахунковий критерій λ не буде меншим за критичний – λ_α .

З урахуванням достовірності та якості досліджуваних даних за індикатором GGGD/GDP ймовірність виникнення помилок першого роду за методом Ірвіна було виключено. У результаті застосування цього методу, з прийнятим рівнем значущості $\alpha = 0,05$, кількістю спостережень $t = 19$ та $\lambda_\alpha = 1,3$ для 2013 р. значення аналізованого динамічного ряду виявилось аномальним – 1,52, а значення 2014 р. – близьким до аномального – 1,45 і за методологією також потребує виключення. Зазначене цілком підтверджує достовірність побудованої на рис. 2.7 карти Шухарта та її прогнозу спрямованість щодо виявлення боргових криз.

Фіксація кризових явищ за контрольною картою короткострокового зовнішнього боргу сектору депозитних корпорацій також узгоджується з появою аномальних викидів у аналізованому діапазоні 1-3 кварталів 2008 р. Зокрема за критичного значення $\lambda_\alpha = 1,17$ для 3 кварталу 2008 р. з кількістю спостережень $t = 35$ та рівнем значущості $\alpha = 0,05$, значення критерію Ірвіна, розраховане для цієї дати (1,48) є аномальним.

І в цьому випадку зберігається прогностична якість використовуваних методик (карт Шухарта та методу Ірвіна), оскільки масштабна криза у банківській системі, яка призвела до нарощування зовнішнього боргу розгорнулася наприкінці 2008 – початку 2009 р.

Отже, за результатами застосування методики варто підкреслити, якщо у 2008-2010 рр. тригером боргової кризи виступив банківський сектор (депозитні корпорації) з нераціональною політикою залучення відносно дешевих зовнішніх ресурсів, спрямованих на споживче кредитування і

перегрів економіки (контрольні карти на рисунках 2.10, 2.11), то у 2014-2015 рр. джерелом втрати боргової стійкості є сектор загального державного управління з надмірним обсягом державного боргу (карти на рисунках 2.7, 2.8).

Відповідні часові діапазони втрати боргової стійкості – виникнення боргових криз характеризуються аномальними значеннями і критерію Ірвіна, що підтверджує отримані результати оцінювання боргових індикаторів за допомогою карт Шухарта.

Таким чином, можна зробити висновок, що питання фіксації виникнення та, щонайголовніше, прогнозування боргових криз як епізодів різної тривалості, за яких спостерігається втрата боргової стійкості держави, є досить актуальними і аналізуються вченими в межах економетричного та сигнального підходів. У зв'язку з цим розроблено науково-методичний підхід до раннього прогнозування втрати боргової стійкості держави, який передбачає діагностику за допомогою карт Шухарта періодів (в річному вимірі на агрегованому масиві даних по економіці в цілому) та потенційних тригерів (в квартальному вимірі за секторами походження зовнішнього боргу) можливого виникнення боргової кризи з подальшою верифікацією методом Ірвіна динамічних рядів на стаціонарність і на аномальність тих часових діапазонів, де встановлено втрату боргової стійкості держави.

Висновки за розділом 2

1. Необхідність розвитку науково-методичних підходів до оцінювання боргової стійкості держави обумовлена відсутністю дієвих підходів щодо моніторингу індикаторів боргової стійкості України, їх оперативного аналізу та використання у прогнозуванні боргових тенденцій, встановлення науково-обґрунтованих їх порогових значень та корегування боргової політики й оптимізації обсягів боргового навантаження з їх

урахуванням. Реструктуризація державного боргу восени 2015 р., яка може вважатися технічним дефолтом, свідчить про втрату боргової стійкості та потребує нагального вирішення окреслених завдань.

2. Аналіз боргової стійкості держави за допомогою факторних моделей з метою забезпечення своєчасного реагування на дію різномірних чинників, що формують стійкий або нестійкий стан системи управління боргом, та необхідність вивчення тісноти взаємозв'язку між ними є вмотивованим та науково обґрунтованим початковим етапом в її комплексному оцінюванні, не зважаючи на появу альтернативних підходів ймовірнісного та сценарного характеру.

3. У зв'язку з цим автором запропоновано підхід до визначення напряму та моделювання впливу на боргову стійкість України фундаментальних екзогенних макроекономічних (демографія та ринок праці, реальний сектор, платіжний баланс) та фінансових груп факторів (потіки капіталу, грошово-кредитний ринок, банківська система та доступ до фінансування) з використанням інструментарію кореляційно-регресійного аналізу за період 1997-2015 рр. На відміну від існуючих підходів, авторські методичні положення дозволяють виділяти ряд ефектів взаємного (перехресного) впливу означених факторів (так званих «боргових спіралей») на результативну ознаку – рівень боргової стійкості як співвідношення обсягу державного боргу до ВВП. Серед них варто відмітити подвійний дефіцит платіжного балансу та державного бюджету, падіння обсягів міжнародних резервів та девальваційно-інфляційну спіраль, поєднання інфляції та падіння промислового виробництва, які у сукупності мають негативний інтегральний вплив на боргову стійкість України за низької якості системних і структурних трансформації та відсутності виваженої стратегії управління державним боргом.

4. Сучасна практика оцінювання боргової стійкості як в академічних колах, так і з боку МФО напрацювала значну кількість підходів до визначення переліку її індикаторів як статичного (якісного) – обсяг боргу

до ВВП, ВНД, експорту, тощо, так і динамічного характеру – дохідність державних цінних паперів, спреди та котирування суверенних свопів на дефолт. Заразом, побудова системи показників оцінювання боргової стійкості має враховувати ряд обмежень: бути придатною для прогнозування та завчасного виявлення загроз і ризиків втрати боргової стійкості, мати комплексний (узагальнюючий характер), просту та однозначну інтерпретацію, враховувати кращу світову практику оцінювання боргової стійкості та поєднувати існуючі у ній підходи.

5. Розробка та апробація авторської методики поіндикаторного оцінювання боргової стійкості для країн з високим, середнім, низьким доходом на душу населення та доходом вище середнього за період 1982-2014 рр. та України (1994-2014 рр.) дозволила удосконалити науково-методичний підхід до побудови системи індикаторів боргової стійкості на основі розрахованих для кожного з них ризик-орієнтованих індексів стійкості, за трирічними лагами за напрямками ліквідності, платоспроможності та вразливості до певних видів загроз, який на відміну від існуючих поєднує як статичний, так і динамічний підходи до аналізу рівня боргової стійкості та дозволяє завчасно сигналізувати про ризики її втрати.

6. Серед ключових видів ризиків втрати боргової стійкості України, визначених за авторською методикою, можна назвати ризики умовних зобов'язань та ліквідності, ризики рефінансування та нагромадження приватного боргу у структурі зовнішніх запозичень, а також відсоткового ризику, що підтверджується критичними значеннями індексів стійкості та їх розмахів варіації за аналізований період.

7. У ході оцінювання боргової стійкості України доведено, що своєчасна ідентифікація, оцінювання можливості виникнення, прогнозування боргових криз як ознак втрати боргової стійкості є важливим науково-прикладним завданням, вирішення якого дозволить забезпечити стабільність державних фінансів та сприятиме підтриманню темпів економічного розвитку країни. При цьому автором межа боргової стійкості держави

визначається як такий критичний рівень накопиченої заборгованості (виплат основної суми боргу та відсотків за нею як зовнішнього, так і внутрішнього походження), який не відповідає спроможності держави й економіки в цілому згенерувати достатній обсяг ресурсів для її погашення без особливих умов такого погашення (реструктуризації, пролонгації, рефінансування).

8. Автором підкреслено, що методичні підходи до прогнозування боргових криз як ситуацій, протилежних борговій стійкості держави, характеризуються своїм плюралізмом, але в основному зводяться до сигнального та економетричного підходів. З метою подолання їх недоліків і обмежень розроблено методику оцінювання боргової стійкості України, зорієнтовану на раннє виявлення та прогнозування боргових криз, яку апробовано на історичних даних 1997-2015 рр. Вказана методика включає оцінювання боргової стійкості України на рівні інтегрального індикатора – співвідношення валового державного боргу до ВВП, % за допомогою карт Шухарта з використанням річного часового діапазону, поелементне оцінювання боргової стійкості за секторами економіки за допомогою карт Шухарта за квартальними часовими діапазонами та перевірку динамічних рядів, що характеризують досліджувані індикатори на стаціонарність (стійкість) з виявленням аномальних (кризових) значень за методом Ірівна та тестування побудованих карт на достовірність.

9. Результати застосування методики свідчать, що у 2008-2010 рр. тригером боргової кризи виступив банківський сектор (депозитні корпорації), а у 2014-2015 рр. джерелом втрати боргової стійкості є сектор загального державного управління з надмірним обсягом державного боргу. При цьому річні та квартальні вікна дослідження, простота інтерпретації та графічна візуалізація, прогностична цінність та можливість верифікації позитивно вирізняють авторську методику з-поміж існуючих і дають змогу своєчасно виявити ознаки боргових криз у різних секторах (сектору загального державного управління, центрального банку, депозитних корпорацій (крім центрального банку) та інших секторів (корпоративного)).

Результати розділу відображено у працях [12, 19, 13, 18, 17, 9]

РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ МОНІТОРИНГУ ТА КОНТРОЛЮ УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ ДЕРЖАВИ

3.1 Інституційне забезпечення управління борговою стійкістю в Україні

Фіскальні стреси останнього десятиліття та економічні рецесії у країнах світу свідчать про необхідність перегляду інституційної основи управління борговою стійкістю цих країн. Існуючі фіскальні обмеження та правила в умовах проциклічності фіскальної політики та суттєвого політичного впливу на систему управління державним боргом в цілому обумовлюють пошук нових інструментів та інститутів такого управління.

Важливим досягненням у розв'язанні кризи суверенних боргів стало делегування функцій управління державним боргом у 80-х рр. ХХ ст. незалежним фіскальним інститутам (НФІ – Independent fiscal institutions) або як їх ще називають «independent fiscal watchdogs» (незалежні фіскальні сторожові пси – неофіційна назва) чи (fiscal policy councils – ради з фіскальної політики – академічна офіційна назва). З 80-х рр. ХХ ст. створення інститутів управління фіскальною стійкістю певною мірою за зразком незалежних центробанків та їх системою управління грошово-кредитною політикою активізувалось після кризи 2007-2009 рр. (Швеція (2007), Канада (2008), Угорщина (2008), Словенія (2009) Сполучене Королівство (2010), Італія та ПАР (2014)). Хоча найстаріші з них (Бельгія (1936), Нідерланди (1945), Данія (1962), Австрія (1970), США (1974)) функціонують відносно давно. Узагальнення хронології появи НФІ у світі наведено у додатку Ж. На сьогодні НФІ розглядаються як одна з найбільш важливих інновацій в у світовій архітектоніці управління державними фінансами.

Як відзначають представники ОЕСР – створення НФІ у країнах-учасницях є ключовим трендом: понад половина з них здійснює управління борговою стійкістю з залученням таких інституцій та четверть з них створила НФІ протягом останніх 5 років [214]. Подібна тенденція (рис. 3.1) прослідковується і в країнах ЄС.

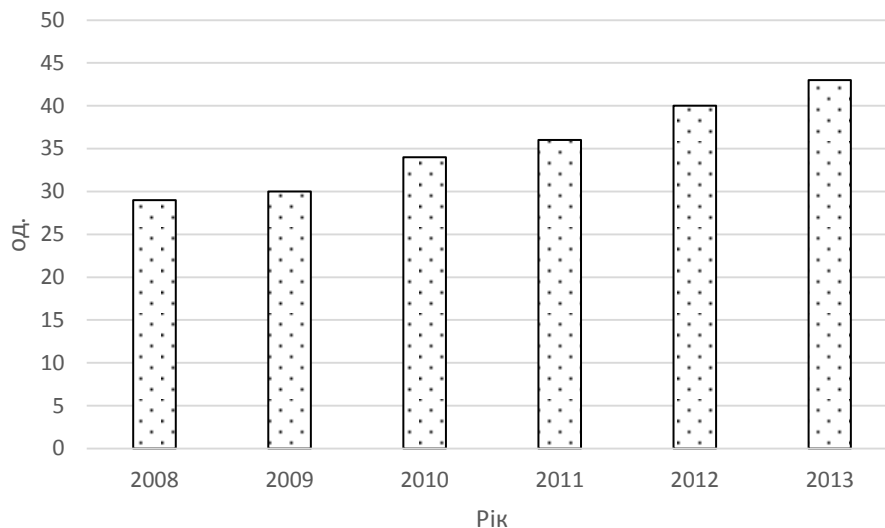


Рисунок 3.1 – Кількість НФІ у країнах ЄС у 2008-2013 рр., од, [185].

Питання інституційного забезпечення управління борговою стійкістю та фіскальної консолідації в Україні набувають особливої гостроти в умовах поглиблення дисбалансів системи державних фінансів у 2014-2015 рр. А факт реструктуризації зобов'язань за зовнішніми восени 2015 р. ставить під сумнів спроможність існуючої системи управління державним боргом та борговою стійкістю під головуванням Міністерства фінансів України здійснювати ефективну фіскальну політику.

Слід підкреслити, що особливості функціонування фіскальних інституцій більш детально розглядаються у працях зарубіжних вчених та міжнародних фінансових організацій, насамперед МВФ та ОЕСР.

Питаннями сутності, ролі, класифікації, організаційних аспектів та структури фіскальних інституцій у зарубіжній практиці займалися Л.

Calmfors [166], X. Debrun, T. Kinda L. Curristine, J. Harris, J. Seiwald та ін. [170].

В Україні окреслені питання є маловивченими. Окремі аспекти функціонування фіскальних інституцій в межах агентської моделі управління державним боргом розглядали у своїх працях Ю. Г. Козак, Д. Г. Лук'яненко [62], О. П. Макар [84], В. В. Лось, В. І. Усик [81], Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко [101], І. І. Уманський [128] та ін.

Розробка пропозицій щодо створення фіскальної інституції в Україні як спеціальної установи, покликаної здійснювати управління борговою стійкістю держави, потребує детального розгляду сутності, класифікації, функціоналу та особливостей діяльності таких установ і можливості імплементації в Україні. Питання функціонування фіскальних інституцій вказаними вченими розглядаються у контексті теоретичного обґрунтування моделі їх функціонування. У світовій практиці виділяють три моделі інституційного забезпечення управління державним боргом: банківську (управління боргом – прерогатива центрального банку), урядову (управління здійснюється урядовою установою (мінфін, казначейство, тощо)) та найбільш поширену (табл. 3.1) – агентську, за якою управління боргом здійснює спеціально створена установа.

Як свідчать дані таблиці 3.1, агентська модель застосовується переважною більшістю країн ЄС, хоча підпорядкування установи, що здійснює управління боргом різниться виходячи із існуючого інституційного середовища та особливостей фіскальної політики.

Таблиця 3.1 – Приклади моделей управління державним боргом у окремих країнах світу

Країна	Модель		
	Агентська	Урядова	Банківська
Австрія	+		
Бельгія	+		
Велика Британія	+		
Греція	+		

Продовження таблиці 3.1

Країна	Модель		
	Агентська	Урядова	Банківська
Данія			+
Естонія		+	
Індія			+
Ірландія	+		
Іспанія		+	
Італія		+	
Кіпр			+
Латвія	+		
Литва		+	
Люксембург		+	
Мальта			+
Нідерланди	+		
Німеччина	+		
Польща		+	
Португалія	+		
Словаччина	+		
Словенія		+	
США	+		
Угорщина	+		
Філіппіни			+
Фінляндія	+		
Франція	+		
Чехія		+	
Швеція	+		

Джерело: доповнено автором за [62, 84].

В цілому ж до повноважень таких установ відносять відбір оптимальних методів управління боргом у межах визначених напрямів боргової стратегії держави, здійснення за дорученням уряду випуску, обслуговування та погашення державних цінних паперів.

Заразом, принципи функціонування таких установ-агентів у різних країнах світу відрізняються – від принципів корпоративного управління (Швеція, Ірландія, Данія), до засад кращого державного врядування (США). Так, Б. І. Альохін [1] на основі досвіду функціонування фіскальних інституцій цих країн пропонує виділяти дві системи управління державним боргом – північноєвропейську та американську (табл. 3.2).

Таблиця 3.2 – Порівняльна характеристика систем управління державним боргом у межах агентської моделі у світовій практиці

Критерій	Американська	Північноєвропейська
Статус і місцезнаходження	Офіс (бюро) у складі Міністерства фінансів	Самостійне боргове агентство
Цілі управління державним боргом	Публічно-політичні	Стратегічні (виконавчі еталони)
Емісія державних цінних паперів	Механічна	Аукціони у поєднанні з опортуністичною емісією
Активна торгівля	Не здійснюється (викуп державних цінних паперів відбувається зрідка)	Здійснюється періодично
Ризик-менеджмент	Помірна диверсифікація за строками обігу цінних паперів та їх видами	Портфельний підхід до управління державним боргом
Особливості управління борговою стійкістю	Досягнення довгострокової стійкості державних фінансів за умови створення прогнозованого, стабільного та прозорого ринкового середовища для інвесторів	Досягнення довгострокової стійкості державних фінансів за умови отримання короткострокових вигід від торгівлі державними цінними паперами на ринку

Джерело: доповнено автором за [1].

Дихотомія вказаних систем управління державним боргом та визначення їх переваг і недоліків лежить у площині готовності органів влади до делегування повноважень управління боргом та мандату використання портфельного підходу до такого управління. Так, у північноєвропейській системі агентства є позапартійними органами з прерогативою використання активної торгівлі та широкого інструментарію ризик-менеджменту для досягнення стратегічних орієнтирів в управлінні державним боргом. У той час як Офіс казначейства США, працюючи над мінімізацією витрат на обслуговування державного боргу, здійснює свою діяльність у контексті публічно-правових відносин.

Що стосується національного досвіду, не зважаючи на той факт, що в Україні чітко сформована урядова модель управління державним боргом, у працях П. В. В. Лось, В. І. Усик [81], В.Г. Черепенко [146], Р. В. Цицика [145]

наведені певні пропозиції застосування на національному ґрунті агентської моделі та створення спеціальної фіскальної установи.

Зокрема у роботі В. Г. Черепенко обґрунтовано, що формування у нашій державі ефективної системи управління державним боргом потребує створення спеціальної державної установи, яка б відповідала за реалізацію державної боргової політики, причому найбільш доцільним було б створити Державний департамент з питань боргової політики як орган державного управління в рамках Мінфіну України, який у координації із іншими міністерствами економічного блоку та Національним банком України, визначатиме середньострокову стратегію управління боргом, що базується на встановлених цілях і пріоритетах держави з врахуванням макроекономічних і організаційних можливостей нашої країни та зовнішніх і внутрішніх ризиків. Основним завданням Державного департаменту з питань боргової політики повинно стати забезпечення стабільного позикового фінансування потреб держави за найнижчу ціну з урахуванням існуючих ризиків. При зазначеному Департаменті також доцільно створити Координаційну Раду [146].

Не заважаючи на наведене у роботі Р. В. Цицика обґрунтування щодо створення НФІ в Україні, для удосконалення інституційної складової фіскального управління автор пропонує в межах Міністерства фінансів, відділ оцінювання та моніторингу фіскальної стійкості [145].

Доцільність обох таких пропозицій, на наш погляд, є вельми сумнівною з урахуванням деякого дублювання їх функцій та зростання адміністративного навантаження.

Разом з тим, позитивно відзначаючи доробок науковців у цій царині, варто зауважити, що цілісної схеми створення та функціонування фіскальних інституцій в межах агентської моделі в Україні не запропоновано. Більше того, повною мірою не обговорюються можливості імплементації не лише систем управління державним боргом (американської, північноєвропейської), але концептуального перегляду та розбудови моделі такого управління.

Таким чином, з урахуванням накопиченого досвіду у цій сфері автор пропонує використовувати в управлінні державним боргом України та її борговою стійкістю принципи агентської моделі американського типу та створити в її межах фіскальну установу з особливим порядком підпорядкуванням Міністерству фінансів та парламенту.

Аргументи на користь створення такої установи в Україні за агентською моделлю передусім торкаються технічної ефективності, хеджування ризиків, професіоналізму, прозорості та підзвітності за умови забезпечення політичної незалежності інституції. У зв'язку з цим слушною є думка М. Кассара і Д. Фолкертс-Ландау: «Ефективна, прозора і підзвітна політика управління боргом створює необхідність у такій організаційній структурі, яка б не залежала від політичного впливу, мала чіткі цілі і критерії діяльності та управління нею кваліфікованим персоналом відповідно до принципів ризик-менеджменту ... Вироблення боргової політики ... – це політичне рішення, а фактичне управління суверенним боргом повинно бути вилучено з політичної сфери і доручено окремим і автономному офісу управління боргом ...» [167].

Конкретизація аргументів на користь створення фіскальної установи як інституції, що здійснює управління борговою стійкістю в Україні, може бути представлена у наступний спосіб:

- здійснення прозорої і підзвітної боргової політики за мінімізації інформаційної асиметрії. Відсутність підозр щодо маніпуляції уряду ринком державних цінних паперів призведе до зниження витрат на обслуговування боргу та сформує здорове ринкове середовище;

- гнучкість у реалізації поставлених цілей і завдань перед НФІ з огляду на якісний кадровий добір та забезпечення конкурентоздатних умов оплати праці;

- зниження ризик-премії країни за рахунок формування позитивних інвестиційних очікувань учасників ринку через розуміння професіоналізму НФІ та її політичної незалежності;

– формування більш виваженої зрозумілої інвесторам стратегії і тактики управління борговою стійкістю в межах довгострокової політики управління боргом за відсутності стимулів до опортуністичної емісії та отримання короткострокової вигоди від ринкових коливань;

– зменшення тиску на управляючих борговою стійкістю з метою нарощування боргу без економічного обґрунтування з політичними мотивами;

– чітке фокусування управління борговою стійкістю на виключно притаманних йому завданнях в умовах пріоритетності управління борговою стійкістю на рівні з управлінням стабільністю національної валюти;

– вивільнення ресурсів НБУ на стратегічно іманентні йому цілі (боротьбу з інфляцією, наприклад), а не на змішування завдань;

– використання професійними співробітниками НФІ кращої практики управління ризиками державних цінних паперів, можливостей хеджування валютного, строкового, відсоткового ризиків, ризику рефінансування з застосуванням технологій фінансового інжинірингу.

Від обґрунтування необхідності створення НФІ в Україні перейдемо до обґрунтування її сутності та особливостей функціонування.

Через незначну тривалість наукових пошуків у цьому напрямі питання визначення та мандату фіскальних установ у академічних колах лише почали розроблятися і їх визначення безпосередньо залежить від типу установи та виконуваних нею функцій (таблиця 3.3).

Таблиця 3.3 – Підходи до визначення НФІ та фіскальних рад

Автор	Визначення
Уманський І. [128]	Фіскальні ради є постійно діючими установами із законодавчо встановленим або виконавчим мандатом на публічну й незалежну оцінку бюджетно-податкової політики, планів і дій, які не суперечать макроекономічним цілям забезпечення довгострокової стійкості державних фінансів, коротко й середньостроковій макроекономічній стабільності. Крім того, фіскальна рада може сприяти використанню незалежних макроекономічних і бюджетних прогнозів

Продовження таблиці 3.3

Автор	Визначення
X. Debrun, T. Kinda IMF Fiscal Council Dataset База даних щодо фіскальних рад МВФ [169]	Фіскальна рада є постійнодіючим агенством з законодавчим чи виконавчим мандатом оцінювати публічно і незалежно від фіскальної політики та партійного впливу урядові плани, показники та політику відповідно до макроекономічних цілей, пов'язаних з довгостроковою стійкістю державних фінансів, короткостроковою середньостроковою макроекономічною стабільністю та іншими офіційними цілями. Крім того, фіскальна рада може виконати одну або кілька з наступних ключових функцій, згаданих вище: (I) сприяти використанню об'єктивних макроекономічних і бюджетних прогнозів в рамках підготовки бюджету, (II) сприяти дотриманню фіскальних правил, (III) здійснювати вартісний аналіз нових політичних ініціатив і (IV) визначити розумні варіанти бюджетної політики, і, можливо, формулювати рекомендації.
Лук'янюк М. [82]	НФІ – це непартійні державні органи за винятком Центрального банку, уряду чи парламенту, що готують макроекономічні прогнози бюджету, контролюють бюджетну ефективність та/або консультують уряд з питань фіскальної політики. Місією незалежних фіскальних інститутів є забезпечення проведення державою оптимальної для суспільства фіскальної політики або ж вплив на фіскальну політику з метою підвищення її оптимальності
Вимоги ЄС [185]	НФІ – це непартійні публічні органи, інші ніж центральний банк, уряд чи парламент, які готують макроекономічні прогнози для бюджету, займаються моніторингом фіскальної політики, і/або виконують дорадчі функції для уряду стосовно фіскальних питань. Ці інституції початково фінансуються публічними фондами і функціонально незалежні від фіскальних органів влади. (визначення походить з нових регулятивних вимог ЄС 2011 р.)
Принципи ОЕСР [214]	НФІ (загалом стосується як до незалежних парламентських бюджетних офісів, так і до фіскальних рад) – це незалежні, фінансовані державою органи відповідно до встановленої законом виконавчої або законодавчої влади, які здійснюють непартійний нагляд та аналіз чи в окремих випадках розробляють рекомендації щодо фіскальної політики та її виконання.

Найбільш поширені підходи до розуміння фіскальних установ та широко розповсюдженого його виду – фіскальних рад і майже невідомого виду незалежних фіскальних інституцій наведені у табл. 3.4. Варто відзначити, що існує певне непорозуміння у досліджуваній термінології, оскільки родове поняття – незалежні фіскальні інституції, використовуване у документах міжнародних організацій на позначення фіскальних установ усіх типів, вченими асоціюється виключно з установами, що займаються

фіскальною політикою за зразком центрального банку. Решта установ класифікуються як фіскальні ради.

Таблиця 3.4 – Особливості НФІ та фіскальних рад

Критерій	НФІ	Фіскальні ради
Завдання і функції	Встановлення довгострокових цілей (зокрема боргових таргетів) і взаємопов'язаних короткострокових орієнтирів, наприклад для фіскальних балансів	Забезпечення об'єктивного аналізу фіскальної політики
	Встановлення таргетів для фіскальних балансів у контексті фіскальних правил	Забезпечення незалежних бюджетних прогнозів
	Коригування заздалегідь визначених податків та програм витрат	Забезпечення нормативної оцінки і рекомендації
Статус	Незалежний від урядових чи парламентських органів	Спеціальний статус, що визначається органами законодавчої або виконавчої влади
Політичний вплив	Відсутній	Зведення впливу до мінімального рівня
Фінансування	Захищені статті бюджету, власне фінансування	Бюджетні асигнування

Джерело : доповнено автором на основі [170].

З урахуванням наведених підходів до сутності НФІ та детального розгляду їх класифікаційного різноманіття запропонуємо авторське визначення цих інституцій, яке, на відміну від існуючих, дозволяє чітко ідентифікувати їх як родові поняття та окреслити їх статус та роль в управлінні борговою стійкістю держави.

Незалежна фіскальна інституція – політично відокремлена установа публічного типу з нормативно визначеним статусом, місією і завданнями, фінансуванням у межах захищених статей бюджету, парламентською та громадською підзвітністю, паритетною участю з органами виконавчої і законодавчої влади у формуванні, реалізації, оцінюванні ефективності та оптимізації фіскальної політики й політики управління борговою стійкістю держави.

Центральним завданням НФІ у світі виступає аналіз довгострокової стійкості державних фінансів в цілому та оцінювання боргової стійкості зокрема. Розподіл завдань НФІ на стратегічні та тактичні з узгодженням з

борговою політикою, як і їх формулювання різняться залежно від обраної моделі та системи управління боргом і борговою стійкістю.

Так, для боргового офісу Великобританії (United Kingdom Debt Management Office) головною метою є здійснення довгострокової політики запозичень Уряду щодо мінімізації фінансових витрат у довгостроковій перспективі з урахуванням ризиків, також найбільш ефективно управління агрегованою грошовою масою відповідно до завдань монетарної політики [101]. Крім того, НФІ Великобританії, як і Нідерландів, наділена повноваженнями складати офіційні прогнози (додаток И). У США і Канаді НФІ складають альтернативні прогнози. В інших країнах НФІ надають свою думку про прогнози уряду (наприклад, у Франції, Ірландії і Швеції). Переважна більшість НФІ проводять аналіз довгострокової фіскальної стійкості державних фінансів. Крім того, НФІ Нідерландів та Австралії здійснюють кількісну оцінку пропозицій політичних партій під час виборчих кампаній. У ряді країн, наприклад, в Канаді, Кореї, Нідерландах і США НФІ готують кількісні оцінки ризиків, пов'язані з конкретними законодавчими пропозиціями, проводять аналіз бюджетних і економічних наслідків кожного запропонованого урядом податку або заходів, що вимагають витрат бюджету [114].

В цілому ж завдання НФІ можна розглядати як у вузькому значенні – аналіз довгострокової стійкості державних фінансів та фіскальний моніторинг, так і у широкому – оцінка відповідності політики розвитку держави наявним ресурсам в цілому шляхом здійснення позитивного і нормативного аналізу як *ex ante*, так і *ex post*.

З урахуванням світової практики до числа завдань стратегічного характеру для пропонованого НФІ України відносимо (табл. 3.5). традиційні для НФІ завдання з аналізу довгострокової фіскальної стійкості, забезпечення соціальної ефективності, міжгенераційної рівності капіталу, прозорості управління боргу та встановлення дієвих фіскальних таргетів.

Таблиця 3.5 – Цілі та завдання НФІ, авторська розробка

Завдання	Визначення	Сутність
Стратегічний рівень	Аналіз довгострокової фіскальної стійкості	Встановлення відповідності потреб уряду та міжчасового бюджетного обмеження – тобто можливості обслуговувати борг у довгостроковій перспективі
	Розробка заходів щодо забезпечення соціальної ефективності	Згладжування дії граничних податкових ставок для мінімізації вартості оподаткування для домогосподарств за оптимізації державних витрат і боргу
	Розробка заходів щодо забезпечення міжгенераційної рівності капіталу	Дотримання постулату, що кожне покоління має оплачувати власні витрати, цим самим скорочуючи боргове навантаження
	Створення резервів і заощаджень з попереджувальною метою	Створення стабілізаційних буферів у короткостроковому і довгостроковому плані для забезпечення рівня державного боргу за межами критичного
	Забезпечення прозорості системи державних фінансів	Безперешкодний доступ громадськості до інформації про стан виконання бюджету та погашення боргу є основою контролю та стабільної фіскальної політики
	Розробка та впровадження фіскальних таргетів	Необхідність перегляду методологічної основи фіскальної політики, впровадження з урахуванням потреб економіки та стану державних фінансів науково обґрунтованих фіскальних правил і таргетів для посилення фінансово-бюджетної дисципліни
Тактичний рівень	Оцінка урядових ініціатив та програм	Проведення незалежної і об'єктивної оцінки програм витрат уряду щодо їх відповідності цілям фіскальної політики та стабілізації
	Розробка прогнозів щодо фінансової та фіскальної політик	Розробка об'єктивних макроекономічних, соціальних, фінансових прогнозів на різних рівнях державного управління, на яких базуватиметься державний бюджет
	Аналіз, оцінка, розробка рекомендацій позитивного і нормативного характеру щодо фіскальної політики	Ряд заходів аналітичного спрямування щодо якості державної фіскальної політики, обґрунтованості формування та виконання державного бюджету та здійснення державних запозичень, забезпечення їх антициклічного характеру
	Оцінка впливу квазіфіскальних операцій на стійкість державних фінансів	Необхідність перегляду методології обліку умовних зобов'язань держави, оцінки їх впливу на економіку, зокрема посилення контролю за наданням урядових гарантій, обмеження їх обсягу, мінімізація дефіцитів державних підприємств – монополістів
	Забезпечення достовірного обліку державного бюджету і боргу	Впровадження методу нарахувань у систему обліку операцій з формування та виконання державного бюджету та державного боргу на рівні сектора загального державного управління з урахуванням

До числа пріоритетних завдань тактичного характеру для НФІ пропонуємо віднести ряд завдань, пов'язаних з врегулюванням умовних зобов'язань держави – квазіфіскальних операцій, ризики яких, як доведено у підрозділі 2.1, є досить суттєвими. Потребує також удосконалення методологія обліку операцій з формування державного бюджету та боргу.

Варто зауважити, що ефективне виконання завдань НФІ можливе за неухильного дотримання ними принципів їх функціонування, що уособлюють вимоги до регламентації їх діяльності.

У відповідь на швидке поширення НФІ у країнах-членах Рада з бюджетного управління ОЕСР у 2014 р. прийняла Рекомендацію про принципи для незалежних фіскальних інституцій, яка містить 22 принципи, згруповані за 9 напрямками: застосування локальної моделі, незалежність та відсутність політичного впливу, підзвітність законодавчій владі, наявність мандату та ресурсів, забезпечення, комунікації, доступу до інформації, зовнішньої оцінки та прозорості [214].

На особливу увагу у цьому зв'язку необхідно звернути на дотримання запропонованою НФІ в Україні принципу незалежності, який включає насамперед юридичну, операційну та управлінську незалежність, які є першочерговими у більшості країнах світу, де працюють НФІ (додаток К).

Крім названих принципів функціонування НФІ, пропонуємо виділяти принцип координації управління державним боргом (фіскальною стійкістю) з грошово-кредитною політикою та фінансовою політикою в цілому.

Для підтвердження необхідності дотримання принципу координації між фіскальною та монетарною політиками, крім історичних прикладів наслідків їх дивергенції та зближення, необхідно зауважити, що досягнення синергетичного ефекту макроекономічної стабілізації вбачається нами ключовим результатом такої координації.

У цьому контексті слушною є думка фахівців НБУ, які свідчать, що «координація грошово-кредитної та фіскальної політики повинна полягати у виробленні та реалізації їх таким чином, щоб вони не суперечили одна одній і разом сприяли досягненню загальних цілей економічної політики, якими, зазвичай, є стійке економічне зростання та низький рівень безробіття при довгостроковій ціновій стабільності та зовнішній стійкості [219].

Крім того, важливість координації з грошово-кредитною, податково-бюджетною та фінансовою політикою підкреслюють фахівці МВФ та СБ у переглянутих Керівних принципах управління державним боргом [100].

У контексті дотримання принципу координації актуальним питанням постає відокремлення ролей ключових державних установ в управлінні державним боргом та борговою стійкістю.

Розмежування функцій стратегічного управління державним боргом, покладених на Міністерство фінансів, та тактичного управління борговою стійкістю держави, покладених на НФІ, базується на «принципі Тінбергена» і положеннях теорії контролю: «один політичний інструмент для досягнення кожної цілі» та «виконання можна краще оцінити, якщо співвіднести його з певною ціллю» [200]

Непопулярність банківської моделі призводить до загострення протиріч між урядовими структурами та власне агентством з питань управління державним боргом і потребує чіткого розподілу ролей і функцій між цими утвореннями з метою ефективності такого управління. Ефективне виконання завдань новоствореною фіскальною інституцією можливе лише за чіткого розподілу ролей між ключовими фінансовими інституціями в Україні за одночасного налагодження ефективної співпраці між ними відповідно до принципу координації.

З урахуванням необхідності мінімізації адміністративного ресурсу та вимоги економічності розмежування функцій Міністерства фінансів (в особі Урядового уповноваженого з питань управління державним боргом та відповідних департаментів: Департаментів державного бюджету,

Департаменту боргової політики й Управління фіскальних ризиків), Національного банку України (Відділ депозитарного обліку державних цінних паперів, Департамент супроводження кредитів, Департамент фінансової стабільності) та НФІ лежить в площині чіткого їх закріплення за кожною з них з подальшою координацією їх роботи у межах Координаційної ради (табл. 3.6):

Таблиця 3.6 – Розподіл повноважень між ключовими фінансовими інституціями щодо управління борговою стійкістю держави

Критерій	Міністерство фінансів	НБУ	НФІ
Статус	Урядова установа	Незалежний орган, підзвітний парламенту	Незалежний орган, підзвітний уряду
Розробка політики та стратегій	Бюджетна та фіскальна політики, їх стратегічні орієнтири	Грошово-кредитна політика її основні засади	Надання рекомендацій щодо оптимізації фіскальної політики
Правила (таргети)	Узгоджені з парламентом фіскальні правила	Узгоджені з парламентом монетарні правила	Фіскальні правила, (аналіз їх виконання та ефективності)
Функції в управлінні боргом	Стратегічне управління державним боргом, визначення загальних засад адміністрування податків	Загальна координація з ключовими параметрами грошово-кредитної політики	Оперативне та тактичне управління державним боргом і борговою стійкістю держави
Мотивація	Традиційні для державних службовців методи і форми мотивації персоналу	Необхідність розробки ефективних критеріїв мотивації персоналу, заснованих на досягненні ринкових показників та еталонізації портфелів активів (кредитів, державних цінних паперів), що знаходяться в їх управлінні	
Цілі	Фіскальна стабільність, збалансований та сталий економічний розвиток	Підтримання стабільності цін	Підтримання боргової стійкості держави
Напрями досягнення цілей	Формування оптимальної державної політики у сфері надходжень до бюджету та забезпечення виконання його видатків	Формування оптимального обсягу грошової маси, достатньої для потреб економіки, сприяння встановленню економічно обґрунтованого валютного курсу	Мінімізація ризиків боргового портфелю, ризиків втрати боргової стійкості та витрати на обслуговування боргу

Моніторинг	Періодичний моніторинг досягнення цілей фінансової політики (бюджетної, фіскальної)	Перманентний моніторинг грошово-кредитної сфери та монетарної стійкості	Перманентний моніторинг фіскальної сфери та боргової стійкості
Контроль	Підзвітний парламенту та громадськості		
Прозорість	Оприлюднення річного звіту про діяльність	Публікація щорічного та щоквартального звіту про діяльність	

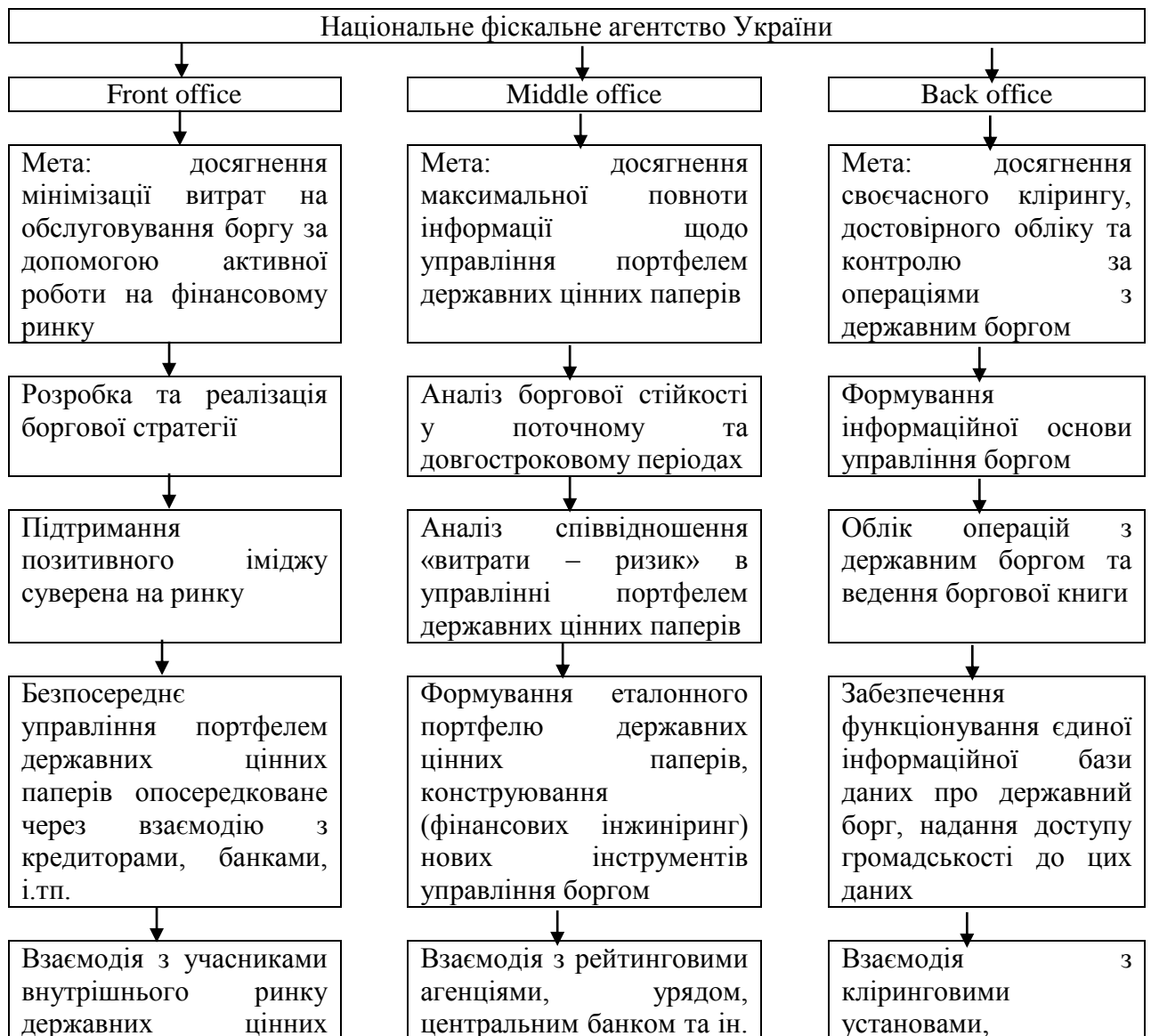
Джерело: складено автором

За такого запропонованого розмежування повноважень у сфері управління фінансовою політикою держави названі фінансові інституції утворюють своєрідний трикутник, де гарантом стабільності національної грошової одиниці виступає Національний банк України, гарантом фіскальної стійкості (боргової стійкості) – Національне фіскальне агентство України, гарантом довгострокової стійкості державних фінансів – Міністерство фінансів України. При цьому поєднання їх регулятивних зусиль здійснюється у межах Координаційної ради, до якої входять представники цих інституцій, і яка займається узгодженням фінансової, грошово-кредитної та фіскальної політик, їх стратегічних орієнтирів і тактичних засобів їх досягнення.

У частині виконання принципу координації фіскальної, грошово-кредитної політик у вузькому розумінні та фінансової і макроекономічної у широкому розумінні пропонуємо поєднати два основні механізми забезпечення такої координації: формального встановлення зв'язків між НФІ та органами НБУ та закріплення принципів формування фіскальної, грошово-кредитної політики у довгостроковій перспективі. Варто відзначити важливість існування скоординованої концепції управління боргом для фіскальних та грошово-кредитних регуляторів через взаємозв'язок інструментів підвідомчих їм видів політики.

При цьому, на початковому етапі функціонування на Національне фіскальне агентство України будуть покладені функції аналізу та розробки рекомендацій щодо оптимізації боргової стратегії, фіскальної політики та фіскальних таргетів (режим роботи у вигляді Фіскальної ради), а функції їх розробки залишатимуться за Міністерством фінансів. У подальшому, зі зміцненням авторитету запропонованої інституції планується розширення її

повноважень та досягнення справжньої інституційної незалежності (на зразок НБУ) з зосередженням усіх названих функцій серед повноважень агентства (режим роботи НФІ). Незалежно від діючого режиму роботи дизайн організаційної структури запропонованого агентства має підпорядковуватись цілям, особливостям її діяльності та принципам професійної етики. За формальним підходом, використовуючи методи портфельного управління до державних цінних паперів та взаємодіючи з інституційними інвесторами, агентство подібне до компанії з управління активами державного масштабу. Розподіл функцій в межах агентства запропоновано здійснювати за трьома напрямками: фронт, мідл та бек-офіс (front, middle и back office) з чітким розмежуванням повноважень, заснованим на кодексі етики, між front і back office з метою уникнення конфлікту інтересів (рис. 3.2).



паперів з метою диверсифікації його сегментів та розбудова та впровадження нових інструментів, що обертаються на ньому	сторонами щодо моніторингу та інформаційного обміну відносно досягнення цілей управління боргом та фіскальної стійкості	депозитаріями, кредиторами з питань урегулювання платіжних операцій за державним боргом
--	---	---

Рисунок 3.2 – Організаційна структура, мета і завдання підрозділів Національне фіскальне агентство України, авторська розробка

Необхідність такого розмежування закріплене у Керівництві з управління державним боргом МВФ [181]. Окремо слід відзначити важливість розробки контрольного механізму у діяльності агентства. Крім традиційних у світовій практиці контрольних елементів, таких як ініціативні доповіді міністру фінансів, оприлюднення щорічного звіту в Верховній раді, та власне боргової стратегії і результатів її досягнення для громадськості, пропонуємо проводити щорічний аудит (в т.ч. й аудит ефективності) роботи агентства Рахунковою палатою України як вищим органом контролю державних фінансів відповідно до стандартів INTOSAI. У такий спосіб досягається головний критерій контролю – його незалежність, на відміну від традиційної практики, коли функції нагляду за роботою агентства покладені на Міністерство фінансів (у кращому випадку) чи на підрозділи внутрішнього аудиту та директорати самого агентства (у гіршому випадку).

Таким чином, узагальнення ключових пропозицій щодо створення в Україні Національного фіскального агентства, підпорядкованого Міністерству фінансів України з подальшим його інституційним та операційним відособленням як НФІ, дозволило сформулювати структурно-логічну схему його діяльності. В умовах дестабілізації системи управління державним боргом та борговою стійкістю України й інших країн світу важливою новацією у посиленні інституційної спроможності цих систем виступає поява НФІ. Автором запропоновано створення НФІ в Україні, проведено розмежування функцій та завдань новоствореної інституції, Міністерства фінансів та НБУ виписано пріоритети у її діяльності, відповідні їм детермінанти боргової політики та принципи управління борговою стійкістю і в цілому удосконалено організаційні та методичні основи її

функціонування в Україні фіскальної інституції як установи управління борговою стійкістю держави.

3.2 Інструментальне забезпечення моніторингу в управлінні борговою стійкістю держави: впровадження боргових таргетів та правил

Поліпшення архітектури бюджетних (фіскальних) правил виступає ключовим трендом у реформуванні підходів до управління фіскальною стійкістю держав світу. Перехід до правил «другого покоління», які вирізняються гнучкість і контрциклічною спрямованістю у багатьох країнах, є складовою антикризових заходів. Особливого значення ці заходи у світлі необхідності фіскальної консолідації набувають у країнах з високим рівнем суверенних боргів в цілому та у країнах ЄС зокрема, які мають неоднорідні економічні та інституційні структури, але прагнуть до утворення фіскального союзу.

З запровадженням фіскальної реформи, яка ознаменувалася у березні 2012 р. прийняттям Фіскального пакту ЄС (Fiscal compact – Договір про стабільність, координацію та регулювання в Економічному та Монетарному союзі), ряд діючих фіскальних правил з 2014 р у співтоваристві було модифіковано.

Зокрема, для країн-учасниць встановлено такі оновлені фіскальні правила: обов'язкове таргетування циклічно скоригованого сальдо бюджету на рівні 0,5 % ВВП та 1% для країн із квотою державного боргу до 60 % (правило збалансованого бюджету, зобов'язання постійного зниження державного боргу до 60 % ВВП на величину не менше 5 % відхилення між фактичною та граничною величиною боргу через 3 роки після подолання надмірного бюджетного дефіциту до 3 % ВВП (боргове правило), таргетування темпів зростання державних витрат, які не повинні бути більшими за темпи довгострокового зростання ВВП (правило витрат).

Набуття Україною статусу асоційованого члена ЄС загострює увагу до виконання нею стандартів боргової стійкості, бюджетної дисципліни та фіскальної консолідації, що ставить нові виклики перед системою управління

державним боргом взагалі, та вимоги до запровадження дієвих фіскальних правил.

Базовими документами у цьому контексті виступають Розпорядження Кабінету Міністрів України «Стратегія управління державними фінансами на 2017-2021рр. (Розпорядження КМУ від 08.02.2017 № 142-р) [107] . яким закріплено ряд цільових параметрів системи управління борговою стійкістю, Постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 № 320 «Про затвердження середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013-2015 роки» [105], що орієнтує систему управління державним боргом на досягнення середньострокового бюджетної мети (medium-term objective) та Указу Президента України «Про Стратегію сталого розвитку «Україна – 2020» від 12.01.2015 № 5/2015 [108], який передбачає у числі 62-х реформ й реформу державного фінансового контролю та бюджетних відносин, та встановлює цільові показники максимального відношення загального дефіциту бюджету, включно з Нафтогазом, до ВВП (3%) і максимального відношення загального державного боргу до ВВП (60%).

Проте зусилля щодо фіскальної консолідації та досягнення боргової стійкості в Україні є недостатніми. Механізми розробки та імплементації фіскальних правил чітко не встановлені, а окреслена нормативна база потребує корегування з огляду на хибність обраної експансивної боргової політики.

На противагу, темпи поширення фіскальних правил як інструментів підвищення боргової та бюджетної дисципліни у світі є безпрецедентними. За даними МВФ станом на кінець березня 2014 р. вони у тій чи іншій формі використовувались у 89 країнах, світу у той час як у 1990 р. лише 5 країн заявили про їх прийняття [197]. Взагалі, появу фіскальних правил як інституціональних механізмів підвищення бюджетної дисципліни співвідносять з падінням Бретон-Вудської валютної системи та нафтовою кризою 1970-х рр., необхідністю подолання незбалансованості державних бюджетів і галопуючим нарощувань обсягу державного боргу країн світу.

Запровадження фіскальних правил, на думку Дж. Капітса та С. Шиманського, обумовлене їх функціоналом: «правила коригують орієнтацію короткозорого уряду у бік накопичення обсягу державного боргу через покладання витрат на майбутні покоління, а також забезпечують вирішення проблеми динамічних розривів, що реалізується у зростанні довіри до до фіскальної політики [197]. Крім зазначених фіскальних теоретиків, питання сутності, ролі у підтриманні боргової стійкості, механізму імплементації широко розглядалися у працях таких зарубіжних вчених як А. Schaechter, Т. Kinda, N. Budina, А. Weber [217], М. Kumar та ін. [197], С. Wyplosz [233] М. Strawczynski [220].

Доробок українських науковців у цій сфері є не настільки ґрунтовним. У працях Л. П. Гладченко [45], В. П. Кудряшова [69], В. Козюка [64], С. Л. Лондара [78], С. В. Онишко [92], Д. В. Осецької [96], Т. Г. Савченка [117], Р. В. Цицика [144, 143] окреслені загальні теоретичні аспекти визначення і класифікації фіскальних правил. Поряд з цим не набули детального висвітлення обґрунтування доцільності застосування окремих фіскальних (боргових) правил, не вироблено детального механізму їх відбору, імплементації, законодавчого закріплення, моніторингу виконання. У зв'язку з цим поглиблення потребують науково-методичні підходи до їх запровадження в Україні з метою підвищення ефективності управління борговою стійкістю та стійкістю державних фінансів, а також зменшення проциклічності фіскальної політики. Детально розглянемо сутність та види фіскальних правил з огляду на можливості їх використання в Україні.

Неоінституціональна фінансова теорія визначає фіскальні правила як конкретні правила і процедури, які відіграють роль обмежень для фінансової діяльності держави та певною мірою раціоналізують її. З процедурного боку фіскальні правила є невід'ємною частиною норм фінансового права, що створюють організаційно-правові засади формування та регулювання державної фінансової (бюджетно-податкової) політики у середньо- та довгостроковому періоді.

За визначенням фахівців МВФ фіскальні правила є довгостроковими (понад 3 роки) обмеженнями фіскальної політики у вигляді граничних значень бюджетних агрегатів [217].

Боргові правила є частковим випадком у системі фіскальних правил і обмежень і стосуються таргетування насамперед таких бюджетних агрегатів абсолютного обсягу та квоти державного боргу у ВВП та дефіциту бюджету до ВВП.

Класичне широке визначення бюджетного (фіскального) правила надано у роботі А. Алесіні та Р. Пертотті [151], за яким бюджетне правило – це набір правил та регуляторних практик з якими бюджет готується, приймається й виконується. Хоча в вузькому розумінні фіскальні правила є не чим іншим як офіційно встановлені обмеження на фіскальні індикатори.

Не зважаючи на існування широкого та вузького підходу до трактування фіскальних правил, їх архітектура має забезпечувати ефективне застосування цих обмежень і передбачає наявність типових характеристик у їх складі:

- довгострокова цільова спрямованість (адресність);
- зміст правила (формалізація дії відносно конкретного бюджетного агрегата);
- умови застосування;
- простота моніторингу і контролю його застосування;
- наявність санкцій та відповідальності за його порушення [45].

Не дивлячись на наявність аргументів «проти» застосування фіскальних правил, які стосуються складності дотримання і моніторингу комплексних обмежень, звуження фіскального простору та можливості дискреційного управління державним боргом, низький рівень маневреності застосування у відповідь на дію кризових явищ та макроекономічних шоків, фіскальні правила відіграють важливу роль в управлінні борговою стійкістю. Їх мета – утримання прийнятного з урахуванням темпів економічного зростання рівня державного боргу та боргової стійкості.

Ключові завдання, що дозволяють досягти вказаної мети можна згрупувати за їх відношенням до цілей фіскальної політики та макроекономічної політики загалом.

Так, реалізація фіскальної політики за допомогою фіскальних правил поєднується з підвищенням довіри до фіскальної політики уряду з огляду на її формалізованість та сприянню зменшенню рівня боргу, зменшенню хаотичності у прийнятті рішень щодо її виконання, зниження її проциклічної спрямованості та дискреційності, забезпечення фіскальної консолідації, виваженості і послідовності у фінансуванні довгострокових витрат інфраструктурного характеру, зменшення наслідків старіння нації, вичерпання корисних копалин.

Потенціал фіскальних правил у реалізації макроекономічної політики реалізується через сприяння загальній макроекономічній стабілізації через досягнення боргової стійкості та бюджетних таргетів, зближення рівнів бюджетних агрегатів різних країни в межах політичних, економічних (валютних) об'єднань з метою мінімізації впливу макроекономічних шоків, досягнення довгострокових орієнтирів при плануванні державної фінансової політики, коригування обсягів державних витрат та непродуктивного нарощування боргу у періоди спаду з метою підвищення фіскальної відповідальності та стійкості державних фінансів.

Виконання означених завдань необхідно розглядати у зв'язку з необхідністю забезпечення дієвості фіскальних правил протягом усіх стадій економічного циклу. Таким чином, фіскальні правила мають виконувати як рестриктивні функції на стадії економічного буму, так і експансивні – на стадіях економічного пригнічення за рахунок розширення фіскального простору та потенціалу. Такий підхід до фіскальних правил характерний Канаді, Новій Зеландії, Чилі, країнам ЄС [91].

У багатьох країнах світу напрацьовано широкий досвід розробки та застосування боргових (фіскальних) правил.

Проте підходи вчених до їх розмежування значно варіюються (табл. 3.7) Базовою роботою у класифікації фіскальних правил можна назвати роботу фахівців Міжнародного валютного фонду (А. Schaechter, Т. Kinda, N. Budina, А. Weber) [217], які виділяють власне боргові правила (Debt rule, DR), правила збалансування бюджету (обмеження дефіциту – Balanced budget rule (BBR)), обмеження витрат (Expenditure rule (ER)) та обмеження доходів (Revenue rule (RR)).

Таблиця 3.7 – Підходи вчених до класифікації фіскальних правил

Джерело	Вид правила							Правило циклічно збалансованого бюджету	Правила запозичень
	DR	BBR	ER	RR	«Золоте правило»	Правила звітності, прозорості, моніторингу			
А. Schaechter, Т. Kinda, N. Budina, А. Weber	+	+	+	+					
Скрипник Д.В.	+	+	+	+					
Руководство по управленню регіональними и муниципальными финансами	+	+	+		+	+			
Цицик Р. В.	+	+		+				+	
Сологуб І.	+	+	+	+			+		

Джерело: складено автором за [122, 120, 116].

Нетрадиційними підходом щодо класифікаційного впорядкування фіскальних правил вирізняється Керівництво з управління регіональними і муніципальними фінансами [116], виділяючи дві групи правил: правила-обмеження на дефіцит бюджету, рівень боргу та витрат (в т ч. й золоте правило), а також правила регламент для першої групи (вимоги щодо звітності та прозорості виконання бюджетів, принципи моніторингу, аудиту, контролю та системи санкцій за недотримання фіскальних правил).

Наголошуючи на важливості розробки механізму дотримання фіскальних правил, детально особливості забезпечення прозорості управління борговою стійкістю, її моніторинг та аудит ефективності розглянемо у підрозділі 3.3. Розгляд підходів до класифікації фіскальних

правил засвідчив їх подібність: крім чотирьох основних типів правил (боргу, дефіциту бюджету, доходів та видатків), решта правил є їх частковим випадком («золоте правило», правило запозичень) чи доповненням (правила звітності і моніторингу).

Специфіка використання того чи іншого виду фіскальних правил розкривається через їх переваги і недоліки (табл. 3.8).

Таблиця 3.8 – Особливості застосування фіскальних правил

Характеристика	Вид правила			
	DR	BBR, у т.ч. правило структурного та циклічного балансу	ER	RR
Переваги	Простий механізм встановлення та реалізації, зрозумілий економічним агентам, що сприяє передбачуваності бюджетної політики	Є основою для фіскальної консолідації з тісною прив'язкою до стадій бізнес-циклу	Тісний зв'язок з державним боргом при їх сумісному застосуванні	
	Легко піддається моніторингу, контролю та аудиту ефективності	Повною мірою враховує усі чинники, що впливають на динаміку ВВП та боргу з урахуванням їх циклічності	Легко піддається моніторингу, контролю та аудиту ефективності	
Недоліки	Є правилом-констатацією і не містить керівництва до дій	Складне правило для моніторингу, контролю та аудиту ефективності застосування	Встановлює обмеження для сектору загальнодержавного управління (уряду) та стимули для їх обходу	
	Може слугувати основою для маніпуляції зі здійсненням операцій з умовними державними зобов'язаннями	Має супроводжуватись якісною основою планування та прогнозування бюджетних агрегатів з метою ідентифікації	Ефективне застосування в управлінні борговою стійкістю тільки в комбінації з правилом	Ефективне застосування в управлінні борговою стійкістю тільки в комбінації з правилом видатків

		потенційних впливів циклічних шоків	доходів	
--	--	---	---------	--

Продовження таблиці 3.8

Характеристика	Вид правила			
	DR	BBR, у т.ч. правило структурного та циклічного балансу	ER	RR
	Часовий лаг у застосуванні правила, що не дає короткострокового ефекту	Необхідність високої кваліфікації фахівців з управління стійкістю та застосування правила		
Країни світу	66	52	26	5

Джерело: складено та доповнено автором за [122, 120, 145]

Так, в цілому, імплементація механізму фіскальних правил в систему управління борговою стійкістю держави спирається на ряд аргументів «за», які стосуються посилення урядової відповідальності та постійності та своєчасності у прийнятті рішень щодо здійснення державних запозичень, формалізованості реагування на ті чи інші фіскальні шоки, сприяння прозору та більш виваженому бюджетному процесу та фіскальній політиці. Заразом, застосування фіскальних правил наштовхується на ряд обмежень, які стосуються короткострокового горизонту дії правил, які не вирішують проблеми довгострокових боргів за експансивної політики їх нарощування; низької дієвості правил у разі низької якості інституційної основи управління державним боргом і борговою стійкістю.

Аналізуючи переваги і недоліки впровадження конкретних видів правил необхідно зауважити відсутність правила-панацеї від усіх проблем у сфері управління борговою стійкістю: враховуючи циклічність економіки, правила збалансованості бюджету (структурні, циклічні) є досить складними для реалізації, хоча й мають яскраво виражений антициклічний ефект. Правила доходів і витрат мають найкращий ефект у разі їх сумісного застосування. Не зважаючи на простоту імплементації та інтерпретації

боргових правил, їх виражена проциклічність не дає змоги використовувати їх з метою усунення проциклічності фіскальної політики.

Встановлення того чи іншого правила має відбуватись з урахуванням цілей фіскальної політики на усіх часових горизонтах, з урахуванням їх переваг та недоліків. У деяких країнах світу та їх об'єднаннях фіскальні правила як основа для фіскальної конвергенції є невід'ємною складовою критеріїв конвергенції, які спрямовані на найбільш тісну координацію не лише валютної чи економічної, але й фіскальної політик, з метою подолання гетерогенності країн об'єднання та їх макроекономічної стабілізації (табл. 3.9).

Таблиця 3.9 – Дотримання валютними союзами критеріїв (правил) фіскальної конвергенції

Союз	Вид правила	Таргети
Східно-Карибський валютний союз	Боргове	Рівень державного боргу має бути нижче 60% ВВП до 2020 р.
Європейський союз	Балансове	Рівень бюджетного дефіциту – не вище 3% ВВП
	Боргове	Рівень державного боргу має бути нижче 60% ВВП
Західно-Африканський економічний валютний союз	Боргове	Рівень державного боргу має бути нижче 70% ВВП
	Балансове	Підтримка збалансованого бюджету
Центрально-Африканський економічний валютний союз	Боргове	Рівень державного боргу має бути нижче 70% ВВП
	Балансове	Підтримка збалансованого бюджету за умови виключення надходжень від міжнародних грантів та допомоги

Джерело [63]

Найбільш відомими фіскальними правилами, які одночасно виступають як фіскальні критерії конвергенції, є правила ЄС (Маастрихтські критерії конвергенції (1992), Пакт стабільності та розвитку (1997), «Пакт шести» та Угода про стабільність, координацію і Управління (2012-2014).

Поза межами валютно-економічних союзів фіскальні правила набули також значного поширення: більшість країн світу, аналізованих у базі даних щодо фіскальних правил МВФ оперують 2 правилами – 49 країн.

Лише у чотирьох країнах використовуються усі типи розглянутих вище фіскальних правил (рис. 3.3): Австралія, Бельгія, Данія, Литва, Франція, Нідерланди.

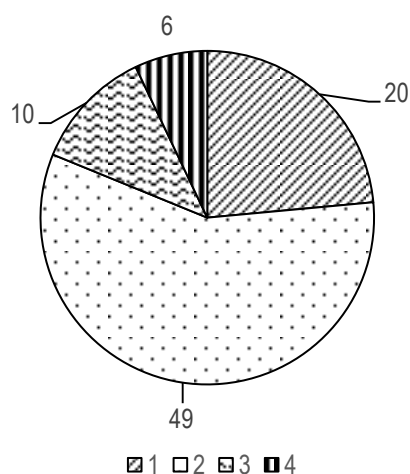


Рисунок 3.3 – Кількість фіскальних правил на 01.01.2015 р. у країнах світу, складено автором [217]

Регламентація впровадження вказаних правил досягається як на рівні національного законодавства, так і на рівні прийнятих країнами світу наднаціональних зобов'язань, зокрема й у межах об'єднань (рис. 3.4).

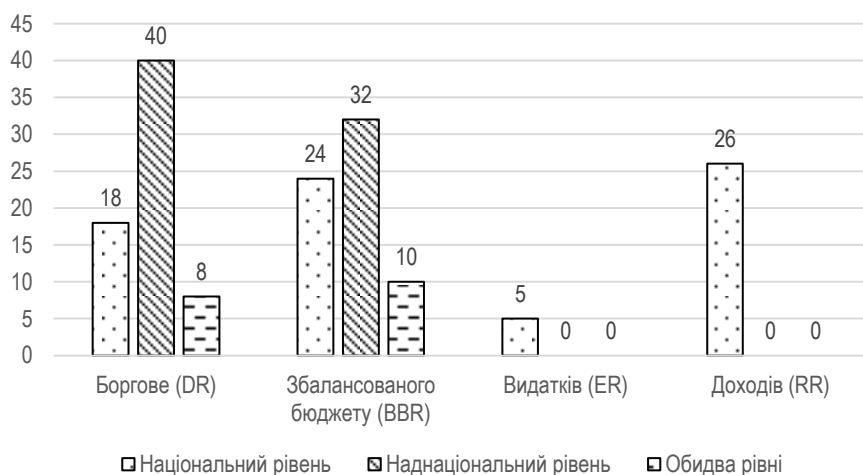


Рисунок 3.4 – Регламентація фіскальних правил на 01.01.2015 р. у країнах світу, складено автором [217]

У зв'язку з цим легальною основою функціонування фіскальних правил висипає як національне законодавства (у 37 країнах світу), так і міжнародні договори (27 країн), що проілюстровано на рис.3.5.

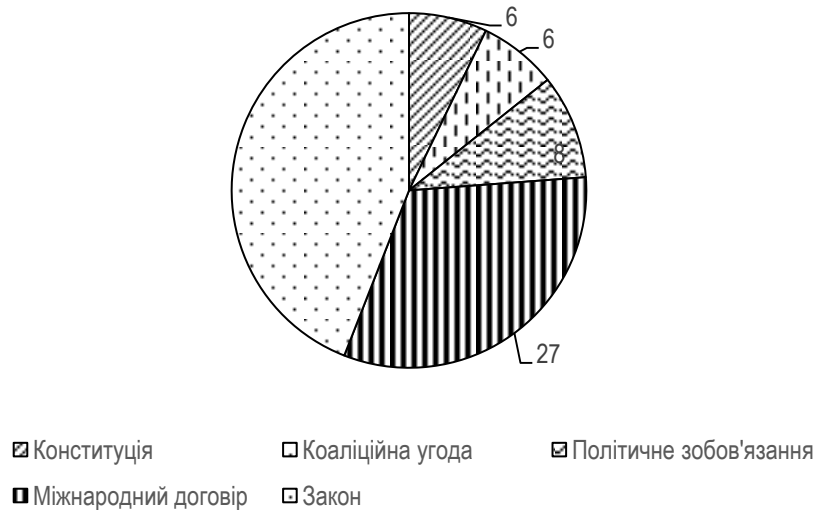


Рисунок 3.5– Країни за способом регламентації і встановлення фіскальних правил на 01.01.2015 р., складено автором [217]

Важливими аспектами, що характеризують світовий досвід впровадження фіскальних правил, крім їх видової різноманітності та регламентації є масштаб охоплення та механізми забезпечення їх виконання (відповідальності).

Ключовою тенденцією у поширенні фіскальних правил за рівнями державних фінансів країн світу є перехід до охоплення ними не лише рівня центральної влади – державного бюджету, але й усієї сфери державних фінансів, включно з місцевими бюджетами, державними цільовими фондами, фінансами державних компанії та банків. Співвідношення країн, що застосовують широкий та вузький підхід на сьогодні становить 50 на 50, а серед країн, що належать до більш широкого підходу можна назвати ЄС, Аргентину, Австрію, Бразилію, Грузію, Індонезію, Гонконг, Панаму, Росію та Великобританію. [91]

Механізми забезпечення виконання фіскальних правил є вельми важливими передусім для країн, які в історії мають факти порушення фіскальних правил. До їх числа належать країни з низькою фіскальною дисципліною. Понад 30 країн з фіскальними правилами уже запровадили подібні механізми примусу до виконання правил. Серед них можна назвати і

закони щодо фіскальної відповідальності, який встановлює відповідальність уряду перед парламентом за дотримання цих правил, і нагляд за дотриманням правил НФІ, розглянутими у підрозділі 3.1, і нагляд за дотриманням правил наднаціональними інституціями (ECOFIN).

Розгляд світового досвіду застосування фіскальних правил необхідно доповнити аналізом обмежень для фіскальної політики та їх роллю в управлінні борговою стійкістю в Україні. В умовах значної дискреційності, що характеризує систему управління державним боргом, борговою стійкістю та фіскальну політику України, низького рівня розвитку автоматичних стабілізаторів, архітектура фіскальних правил та стан їх дотримання є доволі дискусійними. На цей факт вказують Г. Дмитренко [47], Л. Гладченко [45], Т. Савченко [117], Р. Цицик [143].

Аналізуючи стан впровадження та виконання фіскальних правил в Україні, слід відмітити, що вони знаходяться на етапі свого становлення: існують окремі норми бюджетного законодавства, що мають обмежувальний вплив на обсяги державного боргу, проте стан їх виконання та механізми дотримання є недостатніми.

Національне законодавство містить початкові елементи архітеконіки таких фіскальних правил як правила боргу, правила збалансованості бюджету, правила доходів (резервів).

Так, ст. 16 та 18 Бюджетного кодексу України вказують на той факт, що державні запозичення здійснюються у межах, визначених законом про Державний бюджет України, з дотриманням граничного обсягу державного боргу (у т.ч. й гарантованого), який на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального обсягу ВВП України та 200 % для місцевого боргу (для м. Києва – 400 %) від середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку [33].

Варто зауважити, що запозичення 60% -го порогу квоти державного боргу у ВВП з європейської практики, несумісне ні з реаліями української економіки, межа боргової стійкості якої як країни, що розвивається за

методологією МВФ, знаходиться значно нижче, ні з повнотою врахування в цьому показнику боргів позабюджетних фондів, місцевих громад та державних компаній і банків.

Щодо правила збалансованості бюджету, його законодавче закріплення здійснено ст. 95 Конституції України, яка вказує на те, що держава прагне збалансованості бюджету України. Заразом, у тлумаченнях цієї норми та в окремих ЗУ «Про державний бюджет» на відповідний рік, якими встановлюються граничні розміри дефіциту до ВВП (зазвичай не більше 3%), зазначається лише державний бюджет, а сукупність дефіцитних цільових фондів (зокрема Пенсійного) та дотаційних компаній (НАК «Нафтогаз) і територіальних громад (бюджети окремих міст) залишається поза увагою, що має викривлений вплив на загальну суму державного боргу. Факт наближення 3%-го розміру дефіциту до Маастрихтських критеріїв ЄС повністю нівелюється веденням в Україні обліку надходжень, видатків та операцій з формування боргу за касовим методом, а не методом нарахувань, і, як уже зазначалось, розрахунком цього показника відносно державного бюджету, а не усього сектору загальнодержавного управління. Крім того не завжди дотримуються принципи, закладені як підвалини рівності доходів і видатків бюджету, зокрема pay-as-you-go (PAYGO), секвестру видатків бюджету, наявності обґрунтованих джерел фінансування бюджету для покриття його дефіциту та заборони емісійного фінансування дефіциту НБУ (з огляду на викуп державних цінних паперів НБУ чи державними банками).

Використання резервного фонду, створення якого передбачено ст. 24 Бюджетного кодексу України у розмірі 1% видатків загального фонду відповідного бюджету для здійснення непередбачених видатків, що не мають постійного характеру і не могли бути передбачені під час складання проекту бюджету, не має ознак фіскального правила. Спрямування додаткових сум доходів за умови профіцитного бюджету до резервного фонду в Україні не передбачено, а його роль у макроекономічній стабілізації та згладжуванні циклічних коливань не встановлена.

На окрему роль як квазіфіскальні правила претендують зобов'язання, взяті на себе Україною у ході виконання Меморандуму про економічну і фінансову політику, укладеного з МВФ у 2015. Серед загального курсу на забезпечення стійкості державного боргу, фіскальної консолідації у середньостроковій перспективі, ключовими проміжними таргетами на 2018-2020 рр. виступають скорочення квоти державного боргу у ВВП до 71 %, об'єднаного дефіциту сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогаз» до 2,6 %, зведення первинного сальдо балансу бюджету з профіцитом в 1,6 % [89]. Заразом, ці зобов'язання виступають лише підґрунтям для запровадження повноцінної системи фіскальних правил та моделі фіскальної політики на їх основі.

Зважаючи на низьку інституційну якість та дієвість розглянутих обмежень у борговій сфері України, необхідно звернути увагу на ще один важливий момент, що характеризує їх цільову спрямованість.

Одним з ключових завдань фіскальних правил, розглянутих на початку підрозділу є зменшення проциклічності фіскальної політики, її вирівнювання в межах економічного циклу. Кожне правило впливає на проциклічність фіскальної політики неоднаковою мірою (рис. 3.6).

Так, розглядаючи кожне правило окремо, найбільш ефективним з погляду проведення антициклічної фіскальної політики є застосування модифікованого правила збалансованого бюджету на основі структурного (скоригованого на циклічну компоненту, вираховану на основі «розриву випуску» між фактичним та потенційним ВВП) чи циклічного збалансування (виконання балансу протягом певної фази економічного циклу). Часто такі правила мають назву правил «другого покоління», які носять двобічний характер: демонструючи рестриктивний характер фіскальної політики на стадіях економічного підйому та експансивний – на стадіях економічного спаду.

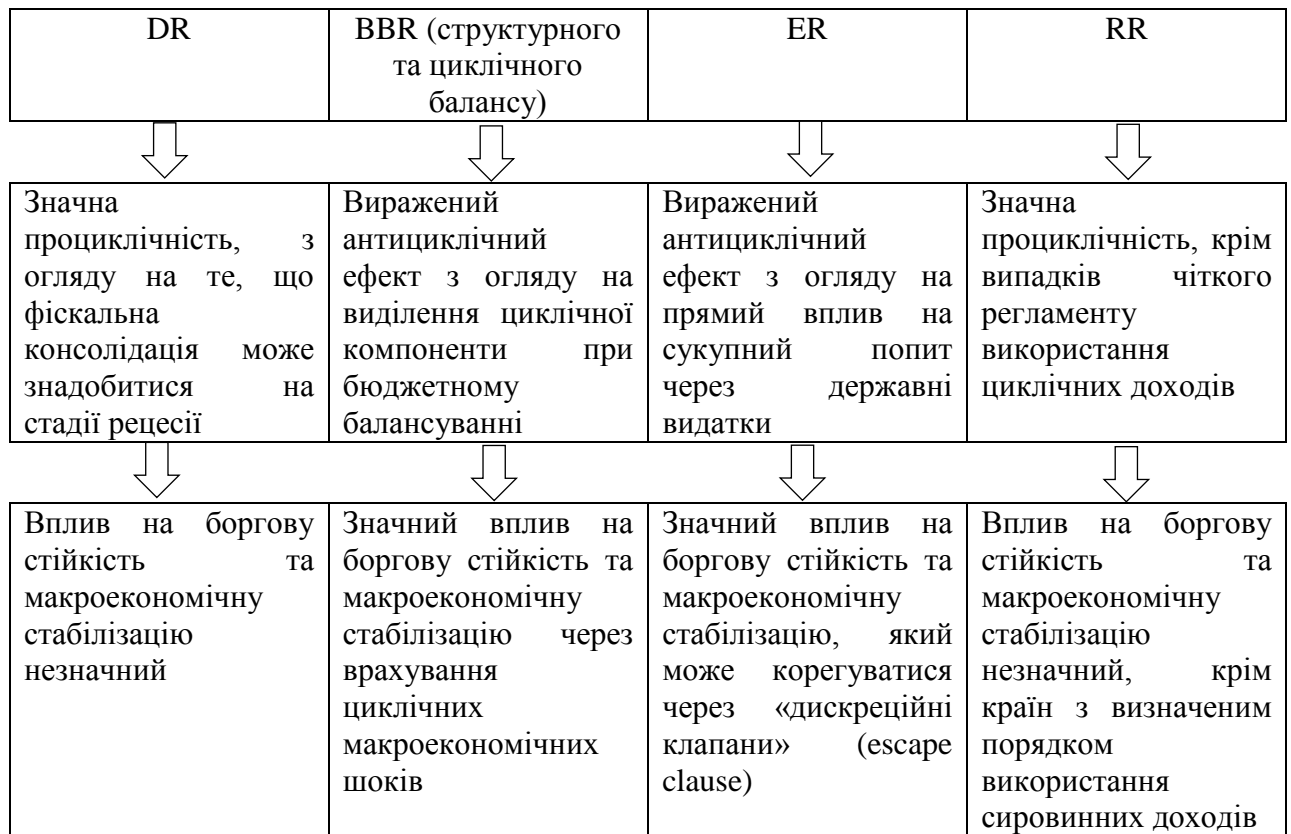


Рисунок 3.6– Вплив фіскальних правил на проциклічність фіскальної політики та боргову стійкість

Джерело: розробка автора

Встановлення структурних чи циклічних таргетів при збалансуванні бюджету доволі поширене у різних країнах світу, які реалізують виважену політику управління борговою стійкістю через мінімізацію розривів між надходженнями і видатками бюджету і нівелювання можливостей виникнення державного боргу. Згідно з базою даних фіскальних правил МВФ до країн, що здійснюють макроекономічну стабілізацію з урахуванням циклу, належать 22 країни: Австралія, Чилі, Колумбія, Хорватія, Данія, Естонія, Фінляндія, Німеччина, Італія, Латвія, Монголія, Нідерланди, Норвегія, Панама, Перу, Румунія, Сербія, Словаччина, Іспанія, Швеція, Швейцарія та Сполучене Королівство [217]. В цілому, ж пріоритетність застосування правила збалансування бюджету «крізь цикл» та його поєднання з борговим правилом і правилом витрат є вищою у розвинених країнах, зорієнтованих на комплексне використання потенціалу фіскального регулювання, аніж у

країнах, що розвиваються. У цих країнах впровадження правила витрат чи доходів нашоухується на низьку інституційну спроможність урядів та не виваженість їх політик, і ключовим правилом залишається боргове.

Світовий досвід свідчить, що позитивний ефект для боргової стійкості і контрциклічного потенціалу фіскальної політики держави має поєднання правила боргу та правила витрат, і більшою мірою – правила боргу та правила збалансування бюджету з урахуванням циклу.

Актуальність імплементації цих двох правил в Україні, формування бюджетних агрегатів якої вирізняється, на противагу іншим країнам, значною проциклічністю (рис. 3.7) є безсумнівною. Боргова та фіскальні політики в умовах бездіяльності автоматичних стабілізаторів та ручного управління посилювали циклічні коливання – як на етапі економічного пожвавлення – до 2008 р., так і у посткризовий період.

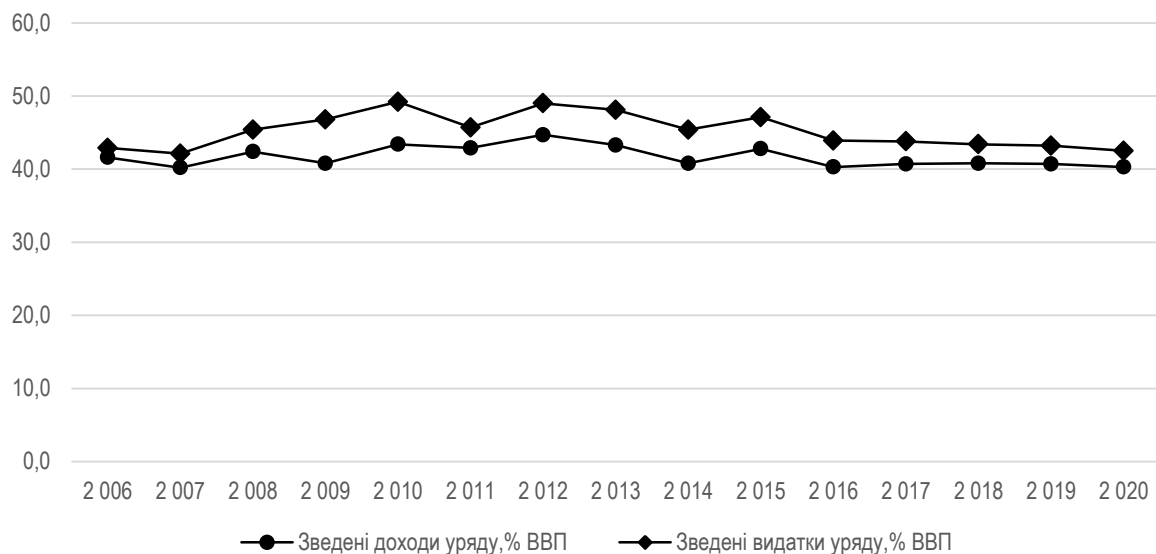
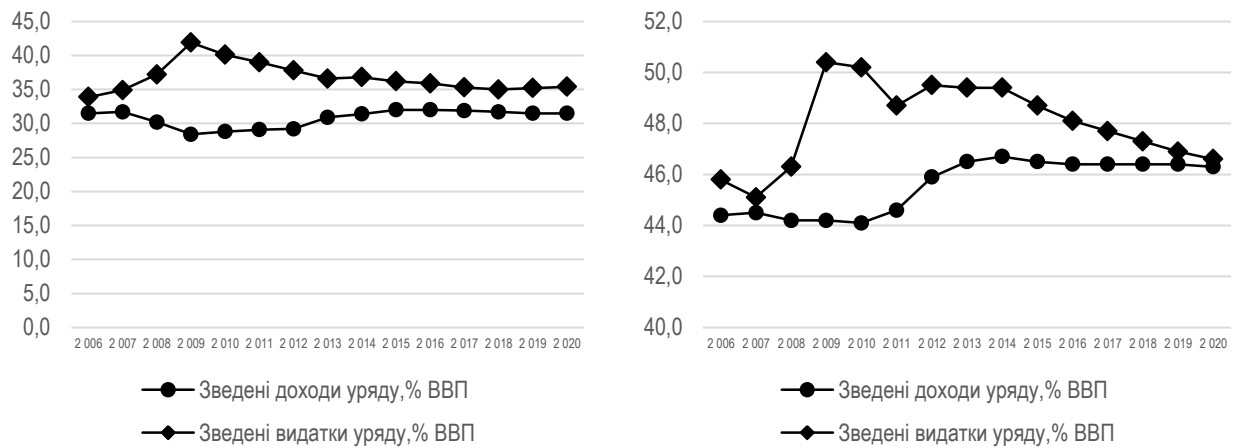


Рисунок 3.7 – Динаміка доходів та видатків уряду України у 2006-2020 рр., % до ВВП, складено автором за [175]

На фоні США, ЄС та інших розвинених країн світу (рис. 3.8), динаміка доходів і видатків яких узагальнена і прогнозована МВФ, Україна має високий ступінь проциклічності цих бюджетних агрегатів. На зазначених рисунках чітко прослідковується прагнення розвинених країн до

фіскальної консолідації у довгостроковому періоді з допущенням невисоких значень дефіциту.

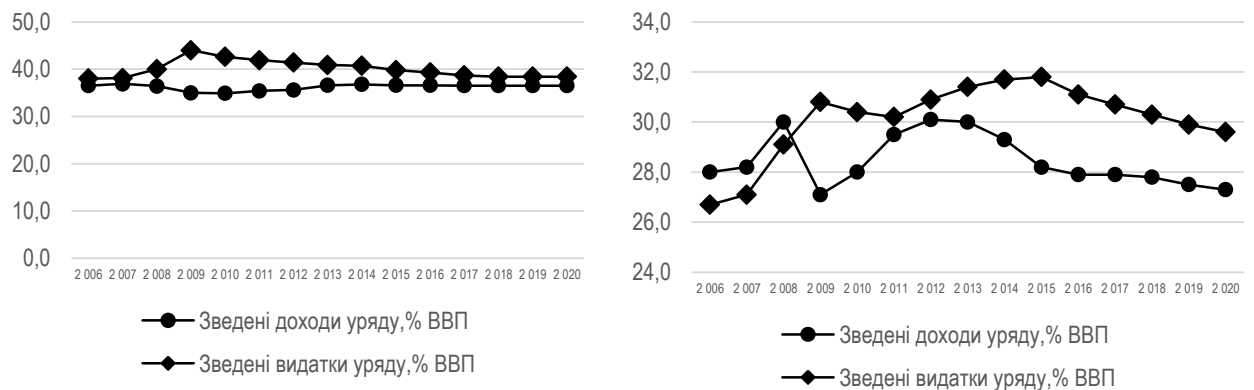


США

ЄС

Рисунок 3.8 – Динаміка доходів та видатків державного бюджету у США та ЄС у 2006-2020 рр., % до ВВП, складено автором за [175]

Заразом, навіть у кризові періоди 2008-2010 рр., що супроводжувалися значним перевищенням видатків над доходами, у цих країнах не спостерігалось ознак циклічності. Країни з середнім рівнем доходу та ринками, що формуються хоча й мають більший дефіцит (рис. 3.9), ніж розвинені країнами, проте вони не демонструють явно виражених ознак циклічності, притаманних Україні.



Розвинені країни

Країни з середнім рівнем доходу та ринками, що формуються

Рисунок 3.9 – Динаміка доходів та видатків державного бюджету країн світу у 2006-2020 рр., % до ВВП, усереднені показники, складено автором за [175]

На необхідність застосування спеціальних контрциклічних фіскальних правил вказує і Р. Цицик.[145]. Щоправда, автор не конкретизує та детально не обґрунтовує свої пропозиції. Опосередкованим доказом необхідності врахування впливу державного боргу на циклічність економічних процесів є напрацювання зарубіжних авторів. Так, у роботі М. Kumar [197] доведено, що збільшення суверенного боргу на 10% ВВП, веде до скороченню темпів росту потенційного ВВП на 0,2%, а якщо державний борг перевищує певну межу, темпи економічного росту суттєво уповільнюються. Подібних висновків дійшли також С. Reinhart, К. Rogoff [215].

Серед ключових вимог до механізму фіскальних правил як основи для управління борговою стійкістю України з огляду на проведений аналіз світового та вітчизняного досвіду його функціонування можна назвати:

- забезпечувати максимальну прозорість використання через здійснення контролю та аудиту ефективності;
- мати постійну основу для використання з огляду на необхідність довіри економічних агентів, суспільства;
- бути гнучкими з позиції фіскального регулювання протягом економічного циклу;
- бути придатними для використання не лише на рівні державного бюджету для регламентації боргу уряду, але й використовуватись на рівні місцевих бюджетів як основи фіскальної консолідації та регулювання муніципального боргу за принципом «знизу-вгору»;
- враховувати показники боргу (для боргових правил) у найбільш повний спосіб: включно з боргом державних цільових фондів, національних компаній-монополістів (НАК «Нафтогаз України», «Укрзалізниця») та муніципальних утворень;
- мати вбудований механізм відповідальності для їх дотримання, зокрема окремі штрафні санкції та попереджувальні заходи для уряду (заморожування заробітної плати, висловлення недовіри, прийняття бездефіцитного бюджету, детальний план заходів щодо зниження боргу);

– підлягати моніторингу з боку НФІ – Національного фіскального агентства України з метою своєчасності виявлення відхилень від цільових бюджетних та боргових таргетів;

– відповідати вимогам фіскальних правил, встановлених у ЄС (Маастрихтські критеріями конвергенції, Пактом стабільності та розвитку, «Пактом шести» та Угодою про стабільність, координацію і Управління) з огляду на зобов'язання з євроінтеграції.

Зокрема, найбільш вдалими на даному етапі розвитку системи державних фінансів до застосування в Україні з урахуванням необхідності комплексного вирішення проблем системи управління борговою стійкістю нами вбачається поєднання ряду фіскальних правил: «золотого» правила з борговим правилом обмеження рівня квоти боргу у ВВП та структурного дефіциту до ВВП (табл. 3.10).

Таблиця 3.10 – Запропоновані середньострокові і довгострокові орієнтири у впровадженні механізму фіскальних правил в Україні

Орієнтири	Вид заходів	Сутність	Правила	Таргети
Середньострокові	Впровадження фіскальних правил	Запровадження на усіх рівнях сектору загальнодержавного управління	Правила боргу (боргового гальма)	Суворе обмеження квоти боргу на рівні 60% ВВП з поступовим її зниженням до 45% від ВВП
		включно з державними позабюджетними фондами, державними компаніями і банками	Правила збалансованого бюджету на основі структурного сальдо	Досягнення середньострокової бюджетної мети на рівні дефіциту 1% від ВВП з поступовим її зниженням до 0,5% від ВВП

Продовження таблиці 3.10

Орієнтири	Вид заходів	Сутність	Правила	Таргети
			«Золоте» правило фінансування видатків бюджету	Спрямування залучених ресурсів на фінансування виключно інвестиційно-інноваційних витрат, інфраструктурних проектів, а не поточних витрат бюджету
	Заходи з формування забезпечення дотримання фіскальних правил	Розробка та впровадження системи індикативного та процесного моніторингу за дотриманням боргових таргетів фіскальних правил		
		Розробка та впровадження системи прогнозування і моніторингу стадій бізнес-циклу, завчасної ідентифікації та попередження шоків та макроекономічних уразливостей для точного визначення меж балансування бюджету та виділення циклічної компоненти бюджетних таргетів		
		Створення комплексної системи нормативно-правового, організаційного та комунікаційного забезпечення впровадження моделі фіскальної політики на основі фіскальних правил та оновлення системи управління борговою стійкістю на принципово нових засадах		
		Обмеження випадків та ситуацій порушення правил (залучення боргового фінансування для усунення наслідків стихійних лих та катастроф національного масштабу) та передбачення чіткої підзвітності та прозорості урядових структур, відповідальних за реалізацію фіскальної політики, управління борговою стійкістю (Міністерство фінансів України)		
		Впровадження всеохоплюючого нагляду, контролю та аудиту ефективності реалізації фіскальної політики та управління борговою стійкістю на основі фіскальних правил		
Довгострокові	Впровадження фіскальних правил	Запровадження на усіх рівнях сектору загальнодержавного управління включно з державними позабюджетними фондами, державними компаніями і банками	Правила витрат	Обмеження витрат бюджетів усіх рівнів та розпорядників бюджетних коштів з огляду на стан макроекономічної кон'юнктури та стадії бізнес-циклу з застосуванням дискреційних клапанів
			Правила доходів	Спрямування частини надлишкових циклічних доходів, надзвичайних доходів отриманих від реалізації невідновлювальних корисних копалин до спеціального

				державного стабілізаційного фонду з суворою регламентацією напрямів їх витрачання
	Заходи з формування забезпечення дотримання фіскальних правил	Підвищення ролі вбудованих автоматичних стабілізаторів (скорочення податкових пільг, впровадження прогресивних систем оподаткування, прозорості формування та використання дохідної частини бюджету з метою скорочення «ручного» впливу на виконання бюджету на дефіцитній основі		
		Підвищення ефективності системи управління борговою стійкістю на основі лонгації боргових зобов'язань, орієнтації на внутрішні ресурси, поліпшення інституційної якості управління		

Правила витрат та правила доходів можуть виявитися передчасним з огляду на низький рівень бюджетної та боргової дисципліни в Україні. На нашу думку, їх впровадження слід відкласти до повноцінної реалізації уже названих правил і у табл. 3.10 вони диференційовані за часовими орієнтирами їх упровадження. Так, першочерговими для імплементації у середньостроковій перспективі (1-3 роки) є боргове правило, правило структурного збалансування бюджету та «золоте» правило. У довгостроковому періоді (3-5 років) доцільними для застосування вбачаються більш складні з позиції виконання і дотримання правила доходів та витрат.

Запропоновані правила супроводжуються окремими супутніми заходами щодо їх впровадження, які по суті є напрямами розробки організаційно-економічного забезпечення моделі фіскальної політики на основі фіскальних правил.

Запровадження цілісної системи фіскальних правил та супутніх заходів у різних часових горизонтах дозволить комплексно та гнучко регулювати систему управління борговою стійкістю України, розробити детальний сценарій дій щодо регламентації фіскальної політики, нівелювати вплив макроекономічних шоків та циклічних коливань на боргову сферу.

Таким чином, з урахуванням світової практики врегулювання суверенних боргових криз, зміни існуючих фіскальних моделей у бік впровадження фіскальних правил набувають значного поширення у різних країнах світу. Диференціюючи фіскальні правила на правила боргу,

збалансування бюджету, доходів і витрат, необхідно відмітити тенденцію до комплексного їх застосування для досягнення середньострокових бюджетних таргетів та підкреслити виключну важливість правил збалансування бюджету на циклічній основі чи на основі структурного сальдо. Означені правила мають вагомий проциклічний ефект, чим і обумовлюється доцільність їх імплементації в Україні поряд з борговим правилом у середньостроковій перспективі. Підґрунтям до розробки механізму застосування фіскальних правил виступає авторський науково-методичний підхід, що дозволяє нівелювати проциклічність фіскальної політики, підтримати на заданому рівні значення боргових таргетів та забезпечити виконання орієнтирів середньострокової та довгострокової боргової стійкості.

3.3 Підвищення ефективності та прозорості системи управління борговою стійкістю: роль аудиту ефективності як її контрольного механізму

В умовах впровадження принципів бюджетування, орієнтованого на результат, зростання необхідності у забезпеченні прозорості бюджетного процесу та боргової стійкості аудит ефективності на сьогодні є одним з найбільш пріоритетних методів зовнішнього незалежного контролю, який відповідно до національного законодавства, покладено на Рахункову палату України.

Основою для управління борговою стійкістю держави в цілому та аудиту ефективності державного боргу зокрема, виступають дані про фіскальну прозорість, транспарентність складання та виконання бюджету і відповідно формування та погашення державного боргу. У цьому зв'язку, аналізуючи дані Міжнародного бюджетного співтовариства (ІБР), що здійснює оцінку відкритості бюджету понад 100 країн світу, необхідно відзначити суттєве погіршення інтегральної позиції України у 2015 р. у

порівнянні з 2008 р. до 46 балів із 100 можливих (рис. 3.9). При цьому за критерієм аудиторського нагляду за бюджетом оцінка становила 57 балів 100 можливих, що означає обмежену якість аудиту та публікацію аудиторського звіту з мінімальними даними про бюджет. Серед ключових рекомендацій щодо посилення прозорості фінансової сфери фахівцями ІВР було названо необхідність удосконалення інституційних механізмів аудиторського контролю та участі громадськості у ньому.

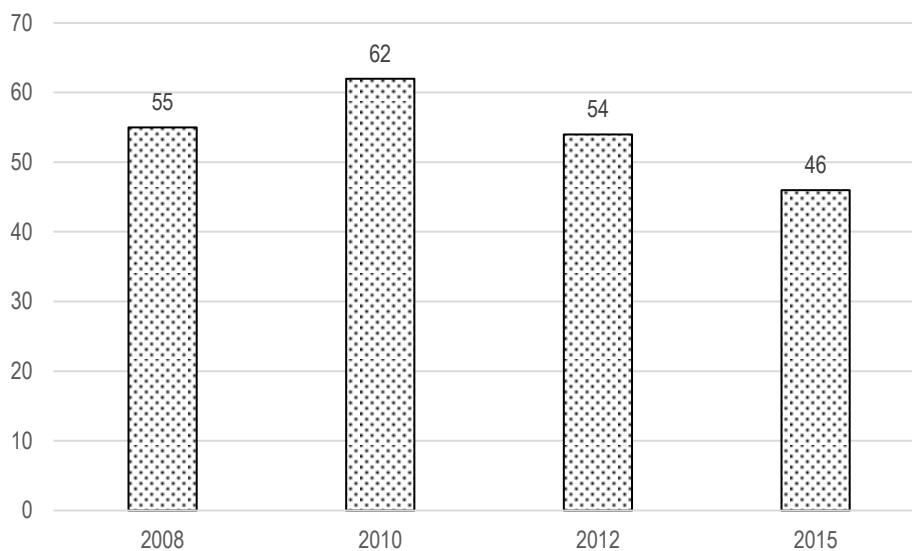


Рисунок 3.9 – Позиції рейтингу України за Індексом відкритості бюджету у 2008-2015 рр., одиниць

Джерело: складено автором за [187]

За оцінками програми ефективності управління публічними фінансами (PEFA) за напрямом «Зовнішній контроль» і аудит, щорічний аудит бюджетної сфери, який проводиться Рахунковою палатою, є аудитом відповідності і не містить аудиторської думки про урядову фінансову позицію та надійність системи обліку і звітності, що своєю чергою не відповідає міжнародним стандартам [227].

Втім, за результатами аудиту державного бюджету в цілому та державного боргу зокрема, здійснення Кабінетом міністрів України у 2014 році за рахунок державних запозичень підтримки діяльності НАК «Нафтогаз

України», Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, банків, відшкодування сум податку на додану вартість, рефінансування державного боргу, покриття дефіциту державного бюджету тощо призвело до збільшення, порівняно з 2013 роком, в 1,5 рази частки державних запозичень у загальній сумі надходжень до державного бюджету та зростання їх в абсолютному значенні у 2,0 рази. Унаслідок девальвації гривні до іноземних валют, здійснення державних запозичень в обсязі, що в 2,7 рази перевищив витрати на погашення державного боргу і надання державних гарантій, загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу за 2014 рік зріс на 88,4 відсотка. Темп зростання в 2014 році загального обсягу державного і гарантованого державою боргу в 6,6 рази вищий, ніж у 2013 році, коли зростання становило 13,4 відсотка [42]. Зазначені фактори негативно вплинули на боргову стійкість держави, про що свідчить критичний рівень показників боргової безпеки, та посилює ризик дестабілізації системи державних фінансів в поточному періоді та загострює ризики дефолту у майбутньому.

Своєчасне виявлення вказаних факторів для нівелювання їх негативного прояву в системі управління борговою стійкістю є метою аудиту ефективності державного боргу, а проблеми його здійснення в Україні з огляду на недостатнє методологічне та інституціональне підґрунтя обумовлюють актуальність цього дослідження.

Науковий доробок вчених у сфері аудиту ефективності державного боргу можна згрупувати за двома напрямками: праці, які присвячені проблематиці впровадження та розвитку аудиту ефективності в Україні загалом (С. Бардаш [21], І. Басанцов [22], А. Мамишев [85], Н. Рубан [113], та ін.), та праці, які стосуються оцінювання ефективності системи управління державним боргом (Л. Брагінська [31], Г. Кучер, [73] І. Федорович [130], К. Фурманець [137]). Проте, необхідно зазначити, що цілісного уявлення про порядок здійснення аудиту ефективності відносно специфіки державного боргу вказані дослідження не містять.

Ключові аспекти досліджуваної проблеми передусім концентруються навколо необхідності детального розгляду сутності, мети, завдань та методики здійснення аудиту ефективності державного боргу у контексті імплементації кращої практики Міжнародної організації вищих органів контролю державних фінансів (INTOSAI) та Європейської організації вищих органів контролю державних фінансів (EUROSAI), членами яких Рахункова палата України є з 1998 р. та 1999 рр. відповідно, з підписанням Угоди про асоціацію з ЄС, а також реформування діючої системи зовнішнього фінансового контролю державних фінансів в Україні.

Вітчизняними і зарубіжними вченими напрацьовано ряд підходів щодо визначення критеріїв оцінки ефективності системи управління державним боргом та борговою стійкістю. Окремі з них розроблені у контексті здійснення аудиту державного боргу, рідше – аудиту ефективності управління державним боргом.

Так, Л. С. Брагінська пропонує систему критеріїв оцінки ефективності управління окремими борговими зобов'язаннями держави за такими напрямками: оцінка фінансового результату від використання боргових зобов'язань, оцінка нормативної бази для проведення операцій з борговими зобов'язаннями, оцінка стану системи та методології обліку та звітності в частині проведення таких операцій, оцінка ризиків, притаманних борговим зобов'язанням та оцінка ефективності роботи агента з управління боргом [31].

Г. В. Кучер пропонує визначати такі сегменти моделі функціонування системи управління державним боргом з погляду оцінки її ефективності: оцінка ефективності кредитних, у т. ч. самоокупних, проектів; оцінка ефективності надання державних гарантій і використання гарантованих урядом позик; оцінка ефективності державних запозичень на внутрішньому та зовнішньому ринках; оцінка ефективності заходів з управління державним боргом. [73].

На думку І. М. Федорович, проведення аудиту ефективності управління державним боргом доцільно здійснювати шляхом аналізу 9 груп показників :

правова база, організаційна структура управління, планування державних запозичень, стратегія управління державним боргом, напрями використання державних запозичень, обслуговування державного боргу, інформаційне забезпечення, звітність щодо державного боргу, надання гарантій [130].

Рекомендована К. Л. Фурманець комплексна методика оцінки ефективності управління державним боргом розроблена на основі методики Світового банку DeMPA – The Debt Management Performance Assessment [137,223]. та включає набір з 15 показників, що відображають елементи, необхідні для забезпечення належної практики управління боргом, зокрема стратегію управління та розвитку, координацію з макроекономічними політиками, запозичення та пов'язані види фінансової діяльності, прогнозування грошових потоків і управління грошовим балансом, документування та операційний ризик-менеджмент.

Крім розробок вчених, включно з останньою названою методикою Світового банку (DeMPA) та розглянутих у розділі 2 Керівних принципів управління державним боргом МВФ, існує ряд міжнародно визнаних нормативних документів та програм, що регламентують оцінку управління та прозорості у сфері державних фінансів, та виступають підґрунтям для здійснення оцінки якості і ефективності управління борговою стійкістю в тому числі (табл. 3.11).

Таблиця 3.11 – Особливості врегулювання оцінки управління та прозорості у сфері публічних фінансів

Документ/програма	Розробник	Сутність	Коментарі
PEFA (Public Expenditure and Financial Accountability) – програма оцінки державних витрат і фінансової підзвітності	Європейська комісія, Міжнародний валютний фонд, міністерства і відомства Франції, Норвегії, Швеції та Великобританії	Створює основу для оцінки і звітування щодо сильних і слабких сторін публічного фінансового менеджменту, використовуючи кількісні характеристики для оцінки ефективності. Особлива увага приділена зовнішньому контролю та аудиту	Оцінює управління публічними фінансами за 94 вимірами, згрупованими за 31 ключовим компонентом (індикатором) публічного фінансового менеджменту у 7

			сферах впливу
Рекомендації Ради з бюджетного врядування (Recommendation of the Council on budgetary governance)	Рада Організації з економічного співробітництва та розвитку	Закладає основу для ідентифікації, оцінки та пруденційного довгостроковою стійкістю та іншими фіскальними ризиками, просуває якість бюджетних прогнозів планів та їх виконання через високу якість незалежного аудиту	10 ключових принципів бюджетного врядування

Продовження таблиці 3.11

Документ/програма	Розробник	Сутність	Коментарі
Рекомендації Ради з Принципів для незалежних фіскальних інституцій (Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institutions)		Доступ до інформації, прозорість, зовнішнє оцінювання та комунікації є основними напрямками роботи інституцій	22 принципи функціонування незалежних фіскальних інституцій, згруповані за 9 напрямками
Кодекс належної практики забезпечення прозорості у фіскальній сфері та відповідне Керівництво з його застосування (Fiscal Transparency Code)	МВФ	Міжнародний стандарт для розкриття інформації про публічні фінанси, що встановлює необхідність надавати вичерпні дані щодо минулої, поточної та майбутньої фіскальної діяльності та основних фіскальних ризиках і включати оцінку стійкості бюджетно-податкової і боргової політик	Набір з 15 принципів, згрупованих за 4 напрямками: фіскальна звітність, фіскальне прогнозування і бюджетування, управління фіскальними ризиками та доходами від ресурсів
Операційна основа для оцінки боргової ситуації в країнах з низькими доходами (Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries)	МВФ та Світовий банк	Містить інформацію щодо оцінки та прогнозування боргового навантаження країни та його вразливості для зовнішніх шоків, ризиків зовнішнього боргу та розкриття даних про них	Групування показників оцінки за рівнем індексу CPIA (World Bank's Country Policy and Institutional Assessment (CPIA))
Краща практика з бюджетної транспарентності ОЕСР	Рада Організації з економічного співробітництва та розвитку	Повне розкриття усієї важливої податково-бюджетної інформації та принципів забезпечення її якості і достовірності	-
Оцінка ефективності управління боргом (The Debt Management Performance Assessment)	Світовий банк	Інструмент та міжнародний стандарт для оцінки ефективності усього спектру функцій в галузі управління державним боргом, у т.ч. прозорості	15 показників, що характеризують сферу управління державним боргом і деталізуються окремими параметрами

Джерело: складено автором за [213, 209, 224, 223, 214, 210, 172]

Усі з проаналізованих документів/програм без винятку містять такий напрямок оцінки системи управління державними фінансами (боргом), як її прозорість та проведення незалежного контролю та аудиту.

Покладаючи в основу побудови цього пункту розуміння того, що прозорість у фіскальній сфері та в управлінні державним боргом має бути іманентною рисою та основою/результатом якісного контролю і аудиту, проведемо оцінку фіскальної прозорості в Україні за методикою МВФ з використанням норм та 4 основ Кодексу фіскальної прозорості. Мейнстримом у дослідженні стійкості державних фінансів є доведення позитивного зв'язку між фіскальною прозорістю, бюджетною ефективністю та платоспроможністю і борговою стійкістю держави.

Фахівці МВФ під фіскальною прозорістю розуміють повноту, достовірність, своєчасність даних про стан державних фінансів, структуру та функції органів, що провадять фіскальну політику, у минулому, теперішньому і майбутньому періодах [184].

Звідси визначення прозорості фіскальної політики якнайкраще узгоджується з розумінням цілей управління борговою стійкістю держави та розуміється як політика, яка дозволяє уникати формування значних, нестійких боргів, і яка використовує сприятливі економічні часи для того щоб нарощувати стійкість і буфери для використання у більш важкі часи, так що потреби громадян і стейкхолдерів можуть бути вирішені у ефективний спосіб [213].

Ключовими напрямками оцінювання фіскальної прозорості за методологією Кодексу є такі:

- I. Фіскальна звітність (охоплення, частота і своєчасність, якість, об'єктивність).
- II. Фіскальне прогнозування і бюджетування (комплексність, впорядкованість, орієнтація на політику, правдоподібність (реалістичність)).
- III. Аналіз та управління фіскальними ризиками (аналіз ризиків та розкриття, ризик-менеджмент, фіскальна координація).

– IV. Менеджмент ресурсних доходів (власність, контракція та фіскальний режим, усі інші принципи і основи).

З використанням методології Кодексу фіскальної прозорості нами проведено оцінювання фіскальної прозорості України з акцентом на прозорості системи управління державним боргом України (табл. 3.12) у чотирьох градаціях – відсутності відповідності, базової, доброї та передової практики врахування принципів Кодексу. При цьому для оцінювання було обрано як ключові напрями I-III, враховуючи той факт, що ресурсні доходи у нинішніх умовах не відіграють значної ролі у формуванні національної фіскальної позиції. Детальний аналіз градацій наведено в додатку Л.

Проведене оцінювання фіскальної прозорості у сфері управління державним боргом України виступає підґрунтям для розробки ряду рекомендації щодо приведення у відповідність з кращою практикою розкриття інформації про систему державних фінансів МВФ національної практики.

Так, щодо принципів охоплення необхідне розширення практики звітування та оприлюднення інформації щодо здійснення запозичень за усіма без виключення суб'єктами державного сектору економіки та їх грошовими потоками: цільовими фондами, державними компаніями і банками, а також проведення аналізу недоотриманих податкових надходжень, що може виявитись вельми корисним для пошуку джерел покриття боргових зобов'язань.

Своєчасність та частота розкриття інформації щодо стану виконання бюджету та управління боргом зі створенням порталу прозорих публічних фінансів Е-дата Міністерством фінансів України дещо поліпшились. Проте кінцевий комплексний звіт про стан державного боргу та бюджету, підтверджений аудиторам Рахункової палати України оприлюднюється з затримками та не охоплює визначені міжнародною практикою показники.

Разом з тим, забезпечення внутрішньої взаємоузгодженості даних щодо управління боргом та фіскальною позицією України потребує розробки

процедур реконсиляції та формування єдиних підходів до розкриття боргової позиції в межах фіскальної як за поточний період, так і за попередні періоди.

Таблиця 3.12 – Узагальнена якісна оцінка відповідності національної практики розкриття інформації про боргову сферу в Україні принципам кодексу Фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду

Виміри	Принципи кодексу Фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду		Відповідність національної та світової практик розкриття інформації про боргову сферу			
			Відсутня	Базова	Добра	Прогресивна
I. Фіскальне звітування	Охоплення	Інституцій		++		
		Запасів		++		
		Потоків			+	
		Податкових витрат	+++			
	Частота і своєчасність	Частота подання звітності протягом року		++		
		Своєчасність річної звітності		+++		
	Якість	Класифікація			++	
		Внутрішнє узгодження	+++			
		Історичні звірки				
	Об'єктивність	Статистична об'єктивність				+
Зовнішній аудит			+++			
Співставність фіскальних даних		++				
II. Фіскальне прогнозування і бюджетування	Комплексність	Унітарність бюджету		+++		
		Макроекономічні прогнози		++		
		Середньострокова бюджетна основа		+++		
		Інвестиційні проекти	+++			
	Упорядкованість	Фіскальне законодавство				+
		Своєчасність бюджетної документації				+
	Орієнтація на політику	Цілі фіскальної політики	+++			
		Інформація про виконання				
		Участь громадськості		+		
	Правдивість	Незалежне оцінювання	++			
Зміни до бюджету					+	
Реконсиляція прогнозів		++				
III. Аналіз та управління фіскальними ризиками	Аналіз ризиків та розкриття	Макроекономічні ризики	+++			
		Специфічні фіскальні ризики	+++			
		Довгостроковий аналіз фіскальної та боргової стійкості	+++			
	Ризик-менеджмент	Непередбачені обставини			++	
		Управління активами і пасивами		+++		
		Гарантії	+++			
		Державно-приватне партнерство		+		
		Загрози з боку фінансового сектору	+++			
		Природні ресурси	+			
		Ризики навколишнього середовища	+			
Фіскальна	Субнаціональне врядування		+++			

	координат ія	Державні корпорації	+++			
--	-----------------	---------------------	-----	--	--	--

Примітка: рівень значущості для підвищення якості управління борговою стійкістю держави: +++ - високий; ++-середній; +-низький

Не зважаючи на імплементацію світових статистичних стандартів щодо розкриття фіскальної інформації, впровадження стандартів незалежного зовнішнього аудиту сфери державного бюджету та державного боргу, а також стандартів боргового і бюджетного прогнозування має важливе значення для підвищення ефективності системи управління державним боргом.

З огляду на аналіз практики виконання основи II Кодексу фіскальної прозорості, необхідно зосередити увагу на показниках унітарності бюджету з охопленням позабюджетних фондів, орієнтації на середньострокову бюджетну мету та кількісно визначені фіскальні таргети. При цьому, не зважаючи на оголошення Міністерством фінансів у 2016 р. цілі щодо спрямування інвестиційних ресурсів на фінансування проектів розбудови транспортної та комунальної інфраструктури за рахунок залучення нових кредитів [98], відсутня інформація про стан виконання таких проектів.

Позитивно характеризуючи стан законодавчого забезпечення фіскальної сфери, своєчасності оприлюднення бюджетної документації та пошуків ініціатив залучення громадськості до фіскальних процесів, необхідно відмітити, що роль бюджетного та боргового прогнозування, реконсиляції прогнозів та їх узгодження з поточними змінами у бюджеті недооцінена. Звідси вельми актуальними, на нашу думку, виступають пропозиції підрозділу 3.1 щодо створення НФІ, на яку можуть бути покладені ці функції.

У межах виміру III. Аналіз та управління фіскальними ризиками Кодексу фіскальної прозорості потрібно схвально охарактеризувати плани Міністерства фінансів щодо створення департаменту оцінки фіскальних ризиків, що виникають у зв'язку з існуванням державних підприємств. Разом з тим, вважаємо, що оцінювання та управління макроекономічними

ризиками, специфічними фіскальними, квазіфіскальними ризиками, активами і зобов'язаннями держави в межах визначеної стратегії, загрозами з боку фінансового сектору, навколишнього середовища та вичерпанням природних ресурсів мають бути неодмінно включені до функцій такого департаменту на початкових етапах, а у подальшому – передані разом з аналізом довгострокової боргової стійкості до повноважень Національного фіскального агентств

Проведене оцінювання фіскальної прозорості як основи управління борговою стійкістю дозволяє зробити висновок щодо необхідності комплексного поліпшення прозорості в сфері державного бюджету та управління боргом, яке вбачається нами в активізації ролі їх аудиту ефективності.

Згідно Закону України «Про рахункову палату України» ст. 7 до повноважень цього вищого органу зовнішнього фінансового контролю віднесено здійснення фінансового аудиту та аудиту ефективності щодо операцій щодо державних внутрішніх та зовнішніх запозичень, державних гарантій, обслуговування і погашення державного та гарантованого державою боргу [106]. Наявні окремі методики здійснення аудиту державного боргу Рахункової палати України та Департаменту боргової і міжнародної фінансової політики Міністерства фінансів України. Окремі питання проведення аудиту ефективності розкриті у методиках Державної фінансової інспекції, зокрема Методичних рекомендаціях щодо проведення аудиту ефективності виконання бюджетної програми [87].

Проте детальних інструктивних нормативно-правових актів, що регламентують порядок визначення боргової стійкості фахівцями палати, розробки рекомендацій щодо оптимізації боргової політики, критеріїв аудиту ефективності врешті-решт на національному рівні не розроблено.

Проведений аналіз порядку здійснення аудиту ефективності державного боргу в Україні засвідчує необхідність посилення увагу до цього методу контролю як з боку науковців та практиків, так і з боку законодавців через

посилення боргового тягаря на національну економіку та зростання ризиків втрати фіскальної стійкості. Серед викликів, які на сьогодні постають у ході здійснення цього виду аудиту необхідно відмітити:

- відсутність адекватного нормативного забезпечення проведення аудиту: відповідні стандарти INTOSAI та керівництва з їх застосування не мають визначеного статусу в системі державного фінансового контролю України, а національних відповідників не розроблено; формально не закріплено статус поняття «аудит ефективності управління борговою стійкістю»;

- аудит державного боргу проводиться Рахунковою палатою України у контексті аудиту державного бюджету в цілому; особлива увага ефективності здійснення національних запозичень, управління строковою, валютною їх структурами, мінімізації витрат з обслуговування державного боргу не приділяється, як стрес-тестуванню боргової стійкості держави;

- необхідність розробки систематичних критеріїв формування боргової стратегії та боргової політики, їх змісту, форми, періодичності прийняття урядом і звітування за результатами як основи для здійснення аудиту ефективності планування та залучення державних запозичень, узгоджених з пріоритетними напрямками інвестиційного розвитку та безпечними показниками фіскальної стійкості. Взірцевим у цьому контексті може бути прийняття Програми управління державним боргом на 2014 р. з виконанням норм Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом.

У контексті вирішення названих проблем з метою підвищення фіскальної прозорості наведемо окремі рекомендації щодо посилення ролі аудиту ефективності в управлінні борговою стійкістю держави.

На міжнародному рівні поняття аудиту ефективності загалом та його роль описані у Лімській декларації керівних принципів аудиту державних фінансів, за якою аудит ефективності є самостійним видом державного фінансово контролю.

В основі аудиту ефективності державного боргу, як і інших видів цього аудиту, покладено концепцію «трьох Е» («3Е»), тобто тих основних елементів, які характеризують формування та раціональне використання державних запозичень :

– економічність (economy) – мінімізація витрат на здійснення запозичень, ощадливість, бережливість у їх використанні;

– ефективність (efficiency) – рівень використання залучених ресурсів у вигляді співвідношення між запланованими і фактичними результатами діяльності держави;

– результативність (effectiveness) – співвідношення між зростанням в сфері реальної економіки та використаними з цією метою борговими ресурсами, дієвість, успішність.

Інституціональним підґрунтям аудиту ефективності державного боргу виступає система відповідних стандартів (керівництв) INTOSAI, які до цього часу повноцінно не використовуються в Україні (табл. 3.13).

Таблиця 3.13 – Структура ISSAI 5400-5499 Керівництва з аудиту державного боргу (Guidelines on Audit of Public Debt)

Стандарт	Назва	Призначення
ISSAI 5410	Керівництво з планування і виконання аудиту внутрішнього контролю державного боргу (Guidance for Planning and Conducting an Audit of Internal Controls of Public Debt);	Заохочує прозоре управління та належне звітування щодо державного боргу
ISSAI 5411	Боргові індикатори (Debt Indicators)	Розглядає 3 групи індикаторів для аналізу державного боргу і пояснює їх визначальні риси
ISSAI 5420	Управління державним боргом і фінансова вразливість: Потенційна роль вищих органів контролю (Public Debt Management and Fiscal Vulnerability: Potential Roles for SAIs)	Розглядає роль вищих органів контролю у просуванні кращих практик управління державним боргом та борговою стійкістю
ISSAI 5421	Керівництво з визначення та розкриття державного боргу (Guidance on Definition and Disclosure of Public Debt)	Розглядає широке коло питань щодо визначення і розкриття інформації щодо державного боргу
ISSAI 5422	Процедури в умовах здійснення аудиту ефективності державного боргу (An Exercise of Reference Terms to Carry Out	Містить систематизовану структуру та порядок аудиту ефективності державного боргу

	Performance Audit of Public Debt)	
ISSAI 5430	Фіскальні загрози: Застосування в управлінні державним боргом та роль вищих органів контролю (Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs)	Розглядає ключові аспекти виникнення фінансових загроз, які мають взяти до уваги вищі органи контролю у ході управління борговою стійкістю

Продовження таблиці 3.13

Стандарт	Назва	Призначення
ISSAI 5440	Керівництво зі здійснення аудиту державного боргу – Використання процедур по суті у фінансовому аудиті (Guidance for Conducting a Public Debt Audit – The Use of Substantive Tests in Financial Audits)	Містить загальний підхід до проведення аудиту ефективності державного боргу та процедур по суті

Джерело : складено автором за матеріалами INTOSAI [152]

На нашу думку, першочерговим для впровадження як керівництва для діяльності Рахункової палати щодо аудиту державного боргу серед стандартів INTOSAI є ISSAI 5422 «Процедури в умовах здійснення аудиту ефективності державного боргу», який передбачає здійснення аудиту ефективності за такими 6 напрямками:

- розгляд аудитором стандартів, що визначають порядок формування та стратегію управління державним боргом;
- дослідження національної нормативно-правової бази з управління державним боргом та її відповідності системі належного державного управління;
- встановлення суттєвих аспектів щодо здійснення управління державним боргом відповідно до найкращої практики (наявність стратегії управління боргом, елементів стратегії щодо управління валютною, часовою, процентною та інструментальною структурами боргу, положень щодо оцінки ризиків, чесної практики управління боргом та борговою стійкістю держави, документування та розкриття інформації щодо стану управління);
- необхідність здійснення аналізу вразливості та стійкості державного боргу з використанням статичних та динамічних індикаторів;
- дослідження компетентності персоналу, зайнятого в управлінні державним боргом, стану дотримання етичних стандартів;
- виявлення зобов'язань щодо своєчасного, періодичного і прозорого розкриття інформації щодо державного боргу та асоційованих з ним ризиків [152].

Зазначені напрями у сукупності дають уявлення про загальну методикау аудиту ефективності державного боргу. Як бачимо, центральне місце у ході його здійснення посідає саме аналіз індикаторів боргової стійкості держави. У зв'язку з цим наступним етапом у реформуванні процесу аудиту державного боргу з боку Рахункової палати є врахування методологічних вимог Керівництва ISSAI 5411 Боргові індикатори (Debt Indicators), ISSAI 5420 Управління державним боргом і фінансова вразливість: Потенційна роль вищих органів контролю (Public Debt Management and Fiscal Vulnerability: Potential Roles for SAIs) та власне ISSAI 5422 Процедури в умовах здійснення аудиту ефективності державного боргу (An Exercise of Reference Terms to Carry Out Performance Audit of Public Debt).

Означений етап аудиту ефективності державного боргу дає відповідь на питання чи спроможний уряд в умовах, що склалися, виконати взяті на нього зобов'язання; чи спроможний уряд за альтернативних умов продовжити обслуговувати державний борг. В умовах превентивного характеру аудиту ефективності як попередньої форми контролю Рахункової палати, необхідно звернути увагу на усунення дублювання окремих її функцій (табл. 3.14) з фінансового моніторингу та оцінки дотримання фінансних правил, запропонованих у підрозділі 3.2, національного фінансового законодавства в частині забезпечення боргової стійкості з боку Національного фінансового агентства України (запропоновано у підрозділі 3.1).

Таким чином, фінансова прозорість вбачається нами ключовою характеристикою ефективної системи управління борговою стійкістю, а також основою виваженої фінансової та боргової політики, зорієнтованих на досягнення середньострокової бюджетної мети та фінансних таргетів.

З використанням Кодексу фінансової прозорості МВФ як методологічного базису, автором проведено якісне оцінювання фінансової прозорості у борговій сфері України та запропоновано ряд заходів у порядку їх пріоритетності та значимості щодо забезпечення більш високої транспарентності управління державним боргом України.

Таблиця 3.14 – Розмежування повноважень у сфері фіскального моніторингу, аудиту ефективності державного боргу та боргової стійкості держави

Роль/функції	Рахункова палата України	Національне фіскальне агентство України
Превентивний аудит формування державного бюджету та боргової стратегії (політики)	+	
Розробка фіскальних прогнозів, оцінки боргової стійкості у майбутніх періодах, прогнозування виникнення боргових криз		+
Оцінка стану дотримання фіскальних правил та розробка рекомендації з усунення порушень, притягнення до відповідальності		+
Здійснення індикативного та процесного фіскального моніторингу системи державних фінансів в цілому та боргової стійкості зокрема		+
Оцінка боргової стійкості та фіскальних ризиків в умовах циклічності економіки		+
Поточний аудит ефективності державного боргу, дотримання бюджетної дисципліни та норм національного законодавства щодо раціональності державних запозичень	+	
Заклучний аудит ефективності використання залучених ресурсів, досягнення цілей, під які взяті боргові зобов'язання, прозорості урядової діяльності	+	

Джерело: складено автором

Підґрунтям для підвищення прозорості боргової сфери України виступає ряд заходів щодо активізації аудиту ефективності державного боргу з боку Рахункової палати. А розглянута система стандартів проведення аудиту ефективності державного боргу створює цілісну базу для його раціонального планування та використання та має опосередкований вплив на забезпечення боргової стійкості у разі їх належного дотримання.

Висновки за розділом 3

1. Формування ефективного інституційного забезпечення управління борговою стійкістю в сучасних умовах наростання фіскальних дисбалансів лежить у площині створення спеціалізованих НФІ, які у межах більш широкого кола функцій приділяють першочергову увагу управлінню борговою стійкістю держави. Активізація діяльності та ролі НФІ у посткризовому періоді 2007-2009 рр. обумовила значне поширення таких інституцій, зокрема понад половина країн ОЕСР здійснює управління борговою стійкістю з залученням НФІ та четверть з них створила такі установи протягом останніх 5 років. Нагальною є потреба у створенні фіскальної інституції в Україні як спеціальної установи, покликаної здійснювати управління борговою стійкістю держави та необхідність обґрунтування класифікації, функціоналу та особливостей діяльності таких установ і можливості імплементації в Україні.

2. З урахуванням плюралізму підходів до розуміння сутності НФІ автором розвинуто визначення цієї інституції як політично відокремленої установи публічного типу з нормативно визначеним статусом, місією і завданнями, фінансуванням у межах захищених статей бюджету, парламентською та громадською підзвітністю, паритетною участю з органами виконавчої і законодавчої влади у формуванні, реалізації, оцінюванні ефективності та оптимізації фіскальної політики й політики управління борговою стійкістю держави. На відміну від існуючих, воно дозволяє чітко ідентифікувати НФІ як родове поняття та окреслити її статус та роль в управлінні борговою стійкістю держави.

3. Спираючись на Рекомендації про принципи для незалежних фіскальних інституцій ОЕСР та Керівництво з управління державним боргом МВФ в межах агентської моделі управління борговою стійкістю американського типу, автором запропоновано структурно-логічну схему

функціонування НФІ в Україні, яка передбачає: 1) розмежування функцій та завдань тріади установ – новоствореної інституції, Міністерства фінансів та НБУ з наступним узгодженням фінансової, грошово-кредитної та фіскальної політик, їх стратегічних орієнтирів і тактичних засобів їх досягнення в межах Координаційної ради, 2) дихотомію пріоритетів у діяльності НФІ з аналізу довгострокової фіскальної стійкості, забезпечення соціальної ефективності, міжгенераційної рівності капіталу, прозорості управління боргу та встановлення дієвих фіскальних таргетів за стратегічним та тактичними рівнями; 3) розподіл завдань на основі кодексу етики в межах агентства за трьома напрямками: фронт, міدل та бек-офіс (front, middle и back office).

4. У сукупності вказані елементи структурно-логічної схеми націлені на удосконалення організаційно-методичних засад їх функціонування в Україні та підкріплюються аргументами щодо технічної ефективності, хеджування ризиків, професіоналізму, прозорості та підзвітності НФІ за умови забезпечення політичної незалежності інституції та основоположних принципів її функціонування.

5. Поряд з активною розбудовою НФІ ключовим трендом у забезпеченні боргової стійкості країн світу виступає поліпшення архітектури існуючих бюджетних (фіскальних) правил та перехід до контрциклічних правил «другого покоління». Євроінтеграційні наміри України та створення Фіскального союзу в ЄС потребують імплементації механізму фіскальних правил в межах національної системи управління державним боргом і борговою стійкістю та відповідного посилення бюджетної дисципліни.

6. Аналіз географії та якості використання фіскальних правил як довгострокових (понад 3 роки) обмежень фіскальної політики у вигляді граничних значень бюджетних агрегатів говорить про їх безпрецедентне поширення у 89 країнах світу, починаючи з 1990 р. та фрагментарне застосування їх окремих елементів в Україні.

7. Підтримуючи класифікаційний поділ фіскальних правил на власне боргові правила, правила збалансування, обмеження витрат та

обмеження доходів, необхідно підкреслити спільність їх завдань, яка проявляється у макроекономічній стабілізації через досягнення боргової стійкості та бюджетних таргетів та необхідність їх комплексного застосування для досягнення збалансування бюджету на циклічній основі чи на основі структурного сальдо.

8. Обґрунтування значної проциклічності фіскальної політики України у порівнянні з різними за рівнем розвитку країнами світу та її негативного впливу на боргову стійкість дозволило удосконалити науково-методичний підхід до запровадження в Україні ряду фіскальних правил: поєднання «золотого» правила з борговим правилом обмеження рівня квоти боргу у ВВП та структурного дефіциту у ВВП у середньостроковій перспективі, а також правил доходів і витрат у довгостроковій перспективі в комплексі з реалізацією заходів організаційно-економічного забезпечення їх імплементації. Вказаний підхід дозволяє сформулювати основу для переходу до моделі фіскальної політики, зорієнтованої на зниження проциклічності, підтримати на заданому рівні значення боргових таргетів та комплексно і гнучко регулювати систему управління борговою стійкістю України у різних часових горизонтах.

9. Підґрунтям для впровадження НФІ та інструментарію фіскальних (боргових правил) в умовах забезпечення боргової стійкості є прозорість (транспарентність) фіскальної сфери та системи управління боргом, яка досягається за реалізації аудиту ефективності не лише державного бюджету, але й державного боргу. Незадовільний стан фіскальної прозорості України, підтверджений дослідженнями Міжнародного бюджетного співтовариства та Програми ефективності управління публічними фінансами, засвідчує необхідність перегляду існуючих підходів до реалізації Рахунковою палатою України аудиту сфери державного боргу.

10. Аналіз нормативних документів МОВФК, Рекомендацій Ради з бюджетного врядування, Рекомендацій Ради з Принципів для незалежних фіскальних інституцій та Кращої практика з бюджетної транспарентності

ОЕСР, Операційної основи для оцінки боргової ситуації в країнах з низькими доходами та Кодексу належної практики забезпечення прозорості у фіскальній сфері і відповідного Керівництва з його застосування МВФ дозволяє зробити висновок щодо необхідності врахування у ході контрольних заходів тісного взаємообумовленого зв'язку між прозорістю системи управління державним боргом та борговою стійкістю.

11. У зв'язку з цим набув подальшого розвитку науковий підхід до формування організаційних та методичних основ аудиту ефективності державного боргу у розрізі 3 вимірів Кодексу фіскальної прозорості МВФ : фіскальна звітність, фіскальне прогнозування і бюджетування й аналіз та управління фіскальними ризиками, які охоплюють 11 груп принципів у чотирьох градаціях – відсутності відповідності, базової, доброї та передової практики їх врахування. На відміну від існуючих, вказаний підхід дозволяє сформуванню прозору основу для управління борговою стійкістю держави відповідно до вимог стандартів МОВФК.

Результати розділу відображено у працях [8, 15, 7].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладного завдання розвитку теоретичних положень та науково-методичних підходів до управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів та інституційних перетворень в Україні.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. В умовах трансформації системи управління державним боргом у систему управління борговою стійкістю держави як ключового світового тренду розвитку фінансових систем на основі рівневого, функціонального, композиційного, ризик-орієнтованого та облікового підходів запропоновано розуміти БСД як характеристику здатності держави виконувати боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження, не вдаючись до заходів із його реструктуризації чи списання, з підтриманням на достатньому рівні ліквідності, платоспроможності та темпів економічного зростання за прийняттого рівня ризиків (боргових уразливостей).

2. Світовий досвід функціонування систем управління борговою стійкістю держави та необхідність врахування Україною вимог Угоди про асоціацію з Європейським Союзом, приведення бюджетних агрегатів та індикаторів БСД у відповідність до Маастрихтських критеріїв та подолання наслідків реструктуризації державного боргу в 2015 р. засвідчують потребу в удосконаленні методичного інструментарію аналізу, оцінювання, прогнозування, моніторингу і контролю БСД.

3. Моделювання впливу на боргову стійкість України фундаментальних екзогенних макроекономічних факторів (характеризують зміни демографічних процесів, на ринку праці, в реальному секторі, в платіжному балансі) та фінансових факторів (характеризують зміни в потоках капіталу, на грошово-кредитному ринку, в банківській системі та можливостях доступу до фінансових ресурсів) з використанням інструментарію кореляційно-регресійного аналізу за період 1997-2015 рр.

дозволяє зафіксувати ряд ефектів, які набувають вигляду «боргових спіралей» та негативно впливають на боргову стійкість держави та систему державних фінансів у цілому.

4. Розроблення та апробація методичного ризик-орієнтованого підходу до оцінювання боргової стійкості держави для країн із низьким, середнім доходом на душу населення і доходом вище середнього за період 1982 – 2014 рр. та України (1994 – 2014 рр.) засвідчили: 1) існування залежності між нарощуванням рівня зовнішнього боргу в умовах погіршення експортних умов у країнах із порівняно нижчими рівнями доходу і зниженням рівня боргової стійкості держави та підтвердження традиційної періодизації боргових криз; 2) значну уразливість системи управління БСД до умовного (квазіфіскального) ризику, ризику ліквідності, відсоткового ризику, ризику рефінансування та істотне зниження платоспроможності держави і запасу БСД щодо виплат зовнішнім кредиторам за рахунок експортних надходжень.

5. На подолання обмежень сигнального та економетричного підходів до раннього виявлення боргових криз спрямований розроблений трирівневий науково-методичний підхід до прогнозування боргової стійкості держави. Його реалізація за допомогою контрольних карт Шухарта та методу Ірвіна на квартальних і річних діапазонах дослідження для України за 1997-2015 рр. дозволила встановити, що якщо 2007 – 2008 рр. тригером боргової кризи в Україні був банківський сектор, а у 2014 – 2015 рр. джерелом втрати боргової стійкості держави – сектор загального державного управління з надмірним обсягом державного боргу. Це узгоджується з появою аномальних викидів у аналізованих діапазонах 2013 – 2014 рр. та I – III кварталах 2008 р.

6. Обґрунтовано організаційні та методичні засади створення в Україні незалежної фіскальної інституції, окреслено її статус та роль у системі управління борговою стійкістю держави. На основі агентської моделі управління борговою стійкістю держави а з урахуванням Рекомендацій про принципи для незалежних фіскальних інституцій Організації економічного

співробітництва та розвитку і Керівництва з управління державним боргом Міжнародного валютного фонду розроблено внутрішню організаційну структуру функціонування такої інституції в Україні; відокремлено її функції від відповідних функцій у цій сфері Міністерства фінансів України та Національного банку України, здійснено пріоритезацію її завдань.

7. Орієнтація на взірцеву практику переходу розвинених країн світу на контрциклічні правила «другого покоління» під час моніторингу боргової стійкості держави, а також урахування високого рівня проциклічності фіскальної політики України обумовлюють потребу в удосконаленні механізму застосування в Україні системи фіскальних правил. У його основу запропоновано поєднання «золотого» правила з борговим правилом обмеження рівня квоти боргу у ВВП та структурного дефіциту у ВВП в середньостроковій перспективі, а також правил доходів і витрат у довгостроковій перспективі в комплексі з реалізацією заходів організаційно-економічного забезпечення їх імплементації.

8. На підставі проведеного оцінювання національної практики розкриття інформації про боргову сферу в Україні розроблено рекомендації щодо вдосконалення механізму аудиту ефективності управління державним боргом, які дозволяють підвищити прозорість управління борговою стійкістю держави відповідно до вимог стандартів Міжнародної організації вищих органів контролю державних фінансів.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1 – Підходи авторів щодо систематизації показників боргової стійкості

Автор	Група показників	Показники
Крайчак Є. В. [68]	-	відношення приросту державного зовнішнього боргу до приросту ВВП; відношення державного зовнішнього боргу до кількості населення; відношення рівня заощаджень населення до державного зовнішнього боргу; відношення приросту державного зовнішнього боргу до приросту нагромадження основного капіталу; відношення державного зовнішнього боргу до доходів населення
Царук О. В. [139]	Ліквідності, Платоспроможності	відношення приросту державного боргу до приросту ВВП, у %; частка боргових зобов'язань перед нерезидентами у складі державного боргу.
	Соціального навантаження	державний борг на душу населення; відношення приросту державного боргу до природного приросту населення, у %; відношення приросту боргу до приросту доходів населення, у %; відношення рівня заощаджень домогосподарств до боргу; співвідношення боргу і ВВП та частки працездатного населення; відношення приросту державного боргу до зміни рівня безробіття, у %
	Інвестиційно-інноваційного розвитку	відношення обсягу річних запозичень до капітальних видатків (видатків розвитку) зведеного бюджету; відношення обсягу запозичень до витрат на НДДКР; відношення приросту боргу до приросту нагромадження основного капіталу
Омельчук С. В. [91]	Індикатори фінансового сектору	відкрита валютна позиція, відповідність активів і зобов'язань по строках платежу, частка зобов'язань і якість кредитів в іноземній валюті
	Індикатори корпоративного сектору	леверидж; процентні платежі до операційного потоку грошей; частка короткострокового боргу у валовому; рентабельність активів; частка чистого потоку грошей у загальному грошовому потоці; відношення чистого боргу до власного капіталу се

Продовження таблиці А.1

Автор	Група показників	Показники
Кучер Г. В. [72]	-	бюджетний дефіцит і державний борг; відповідність грошової маси та ВВП; обсяги витрат з обслуговування державного боргу та розміри чистого залучення коштів через систему державного кредиту; рівень ефективності використання кредитних ресурсів та рівень боргового навантаження країни; обсяги витоку капіталів за кордон; розміри державної заборгованості, співвідношення динаміки кредиторської та дебіторської заборгованості тощо
Федорович І. М. [129]	Платоспроможності	відношення загального обсягу державного боргу до ВВП; відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП; рівень зовнішньої заборгованості на одну особу; відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг; відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП
	Ліквідності	міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник А. Гріспена), відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу
	Заборгованості державного сектору	відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, середній термін до погашення державного боргу; обслуговування боргу державного сектора до експорту
Сергієнко О. В. [118]	Загальні показники державного боргу	показники динаміки та структури державного боргу; показник витрат з обслуговування і погашення державного боргу; показник боргового навантаження держави; показник відношення обслуговування і погашення державного боргу до номінального ВВП; показник відношення державного боргу до ВВП
	Специфічні показники, що характеризують ОВДП	середньозважена дохідність розміщених ОВДП, на первинному ринку; середньозважена дохідність розміщених ОВДП, на вторинному ринку; середньозважена дохідність розміщення ОВДП в іноземній валюті на первинному ринку
	Специфічні показники, що характеризують зовнішній борг	відношення зовнішнього боргу до обсягу експорту; відношення зовнішнього боргу до ВВП; показник співвідношення іноземної валюти до національної в зовнішньому державному боргу країни
Карапетян О. [58]	Індикатори платоспроможності	відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП; відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів бюджету; відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до доходів бюджету; рівень платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу в обсязі видатків бюджету

Продовження таблиці А.1

Автор	Група показників	Показники
	Індикатори ліквідності	міжнародні резерви до короткострокового боргу, % відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг; відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу
	Індикатори боргового навантаження на бюджет	відношення загального обсягу державного боргу до ВВП; відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП; рівень зовнішньої заборгованості на одну особу; відношення зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг; відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП

Додаток Б

Таблиця Б.1 – Підходи міжнародних фінансових організацій та нормативних джерел щодо систематизації показників боргової стійкості

Джерело	Група показників	Показники
Міжнародний валютний фонд [174]	Платоспроможності	покриття відсоткових платежів; зовнішній борг до експорту; зовнішній борг до ВВП, теперішня вартість боргу до експорту; теперішня вартість боргу до доходів державного бюджету; обслуговування боргу до експорту;
	Ліквідності	міжнародні резерви до короткострокового боргу; відношення короткострокового боргу до загального
	Заборгованості державного сектору	обслуговування боргу державного сектору до експорту, державний борг до ВВП чи податкових доходів, середній строк погашення не концесійного боргу; частка боргу в іноземній валюті у загальній величині боргу
	Заборгованості приватного сектору	леверидж; відношення відсоткових платежів до грошового потоку; частка короткострокової величини боргу у загальній величині; рентабельність активів; чистий грошовий потік в іноземній валюті до сукупного грошового потоку; відношення чистого боргу в іноземній валюті до капіталу
	Заборгованості фінансового сектору	відкрита валютна позиція; невідповідність строків надходжень і виплат в іноземній валюті; валові валютні зобов'язання
Міжнародний банк реконструкції і розвитку [186]	Регіональний розріз	зовнішній сукупний борг, % до експорту товарів і послуг; зовнішній сукупний борг, % до валового національного доходу; короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, % до загальної суми зовнішнього сукупного боргу; міжнародні резерви, % до зовнішнього сукупного боргу
	Країни з низьким рівнем доходу	
	Країни з середнім рівнем доходу	
Міжнародна організація вищих органів контролю державних фінансів [189]	Вразливості	зовнішній державний борг – до валового зовнішнього боргу країни; державний борг в іноземній валюті у співвідношенні до державного боргу; співвідношення витрат з державного боргу до доходів державного бюджету; співвідношення боргу в іноземній валюті до експорту

Продовження таблиці Б.1

Джерело	Група показників	Показники
	Гнучкості	державний борг до доходів держбюджету; видатки з обслуговування державного боргу до доходів держбюджету
	Стійкості	державний (прямий) борг до ВВП; співвідношення: доходів бюджету до ВВП; співвідношення витрат бюджету до ВВП; дефіцит (профіцит) до ВВП

Додаток В

Таблиця В.1 – Інформаційна база для дослідження індикаторів боргової стійкості України 1994-2014 рр.

	Загальні резерви в місяцях імпорту	Загальні резерви (у % до загального зовнішнього боргу)	Зовнішній борг у відношенні до національного доходу,%	Загальні витрати на обслуговування боргу % до експорту товарів, робіт послуг та первинного доходу	Валова сума зовнішнього боргу, у поточних цінах дол. США	Зовнішній борг у % до експорту товарів, робіт послуг та первинного доходу	Частка короткострокового боргу у % до загального зовнішнього боргу	Частка приватного і публічного державного боргу у доларах США, %	Частка довгострокового боргу приватного сектору у загальній сумі боргу, %
1994	0,4	11,8	10,8	2,0	5636043000,0	33,8	7,4	56,5	0,0
1995	0,7	12,5	17,8	6,6	8429352000,0	48,6	2,6	63,3	0,0
1996	1,1	20,6	21,7	6,1	9536671000,0	46,6	4,6	57,1	0,0
1997	1,2	21,0	22,5	6,6	11131389000,0	54,3	9,8	58,7	0,1
1998	0,5	6,3	29,6	11,4	12147507000,0	68,5	3,9	55,3	0,1
1999	0,8	7,0	48,7	16,1	14955256000,0	87,2	2,1	62,5	0,1
2000	0,9	9,7	45,8	18,4	13890089000,0	70,6	3,2	53,2	0,1
2001	1,7	13,3	59,4	11,6	22182106000,0	104,4	38,6	55,2	0,1
2002	2,3	18,0	56,1	15,0	23423147000,0	99,6	37,6	55,4	0,1
2003	2,8	26,0	52,0	13,3	25748256000,0	88,2	35,0	61,9	0,2
2004	3,0	30,9	47,9	10,5	30689151000,0	73,6	34,0	67,2	0,2
2005	5,2	56,3	39,6	13,2	33705928000,0	77,7	35,8	67,9	0,3
2006	4,8	41,6	49,5	18,5	52486665000,0	105,6	29,3	64,2	0,5
2007	5,2	40,3	56,1	17,8	78929083000,0	121,3	29,0	69,6	0,5
2008	3,6	31,3	55,1	20,0	98266295000,0	111,8	21,0	71,8	0,6
2009	5,0	24,5	90,9	39,7	104327104000,0	184,0	19,0	53,7	0,5
2010	5,2	26,6	93,1	38,6	125082796000,0	177,8	21,8	53,3	0,5
2011	3,5	22,5	85,0	32,7	135396104000,0	151,9	24,2	63,0	0,5
2012	2,5	17,3	75,7	31,8	130841782000,0	139,8	26,6	68,1	0,4
2013	2,1	12,8	82,6	42,3	147156446000,0	164,4	23,7	73,8	0,5
2014	1,0	5,1	100,3	25,2	130686414000,0	184,5	17,2	74,2	0,5

Таблиця В.1 – Інформаційна база для дослідження індикаторів боргової стійкості України 1994-2014 рр.

(продовження) [231]


	Зовнішній довгостроковий борг приватного сектору у поточних цінах, дол. США	Частка довгострокового боргу державного сектору у загальній сумі боргу, %	Зовнішній довгостроковий борг публічного сектору у поточних цінах, дол. США	Обсяг зовнішнього боргу за змінною ставкою, у поточних цінах, дол. США	Середній період погашення боргових зобов'язань, роки	Середньозважений процент на ставку на зовнішні запозичення, %	Імпорт товарів, робіт, послуг та первинних доходів у поточних цінах, дол. США	Сальдо платіжного балансу у поточних цінах, дол. США	ВВП у поточних цінах, дол. США	Загальні резерви у поточних цінах, дол. США	Експорт товарів, робіт, послуг та первинних доходів у поточних цінах, дол. США
1994	83552000,0	0,8	6580505000,0	5283494000,0	4,2	5,2	18961000000,0	-1152000000,0	936,0	1050577418,7	17337000000,0
1995	200899000,0	0,7	6631009000,0	5359230000,0	4,9	6,2	22141000000,0	-1184000000,0	872,7	1959987875,7	20448000000,0
1996	651458000,0	0,6	6989227000,0	5669301000,0	1,6	5,5	22693000000,0	-1335000000,0	991,2	2341121559,4	20513000000,0
1997	854758000,0	0,7	8018365000,0	6169951000,0	3,1	6,5	19821000000,0	-1296000000,0	835,3	761297262,2	17743000000,0
1998	1262250000,0	0,6	8774153000,0	4726599000,0	4,1	5,1	16204000000,0	1658000000,0	635,8	1046391109,3	17156000000,0
1999	1565454000,0	0,6	8098229000,0	4969017000,0	4,5	7,3	19032000000,0	1481000000,0	635,7	1352712230,5	19665000000,0
2000	1996659000,0	0,4	8071977000,0	5443997000,0	5,6	4,0	21307000000,0	1402000000,0	780,7	2955344594,9	21253000000,0
2001	2740746000,0	0,4	8211814000,0	6067145000,0	4,5	9,6	22263000000,0	3174000000,0	879,5	4205291293,1	23516000000,0
2002	4180363000,0	0,3	8771216000,0	7448266000,0	8,3	5,7	28500000000,0	2891000000,0	1048,5	6683209490,5	29207000000,0
2003	7445696000,0	0,3	9164565000,0	11698396000,0	5,9	6,3	37347000000,0	6909000000,0	1367,4	9490676097,7	41680000000,0
2004	9546532000,0	0,3	9037336000,0	13893522000,0	7,6	4,2	43695000000,0	2534000000,0	1828,7	18988037694,0	43384000000,0
2005	23995234000,0	0,2	10330692000,0	28335809000,0	9,0	5,2	54479000000,0	-1619000000,0	2303,0	21844647311,5	49687000000,0
2006	39389124000,0	0,2	14125762000,0	46374035000,0	6,2	5,5	73858000000,0	-5251000000,0	3068,6	31785993066,1	65068000000,0
2007	56257044000,0	0,1	14647589000,0	63889509000,0	5,2	2,4	103807000000,0	-12781000000,0	3891,0	30800576739,0	87899000000,0
2008	53395124000,0	0,2	18031961000,0	60335413000,0	2,5	4,3	61101000000,0	-1736000000,0	2545,5	25556937320,8	56704000000,0
2009	56680584000,0	0,2	24876540000,0	65189654000,0	4,4	4,9	76332000000,0	-3016000000,0	2974,0	33327431403,6	70341000000,0
2010	61089747000,0	0,2	25368199000,0	68890250000,0	6,9	5,9	103078000000,0	-10233000000,0	3569,8	30409319955,4	89137000000,0
2011	56245077000,0	0,2	27051258000,0	63832070000,0	5,3	2,8	110909000000,0	-14335000000,0	3855,4	22655836497,3	93598000000,0
2012	72840328000,0	0,2	32302963000,0	80919513000,0	4,2	0,0	108153000000,0	-16518000000,0	4029,7	18775502007,6	89486000000,0
2013	66095127000,0	0,3	34548812000,0	75160200000,0	7,1	1,2	77708000000,0	-5332000000,0	3082,5	6622244525,3	70835000000,0

Додаток Д

Таблиця Д.1 – Інформаційна база для проведення факторного аналізу впливу макроекономічних і фінансових змінних на рівень боргової стійкості України

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП, % від попереднього періоду	-3,2	-1,8	-0,2	5,9	9,2	5,3	9,5	11,8	3,1	7,6	8,2
Загальні інвестиції, % ВВП	21,7	21,0	19,4	19,8	21,8	20,2	21,9	21,1	22,5	24,5	27,8
Валові національні заощадження % ВВП	18,4	17,4	23,8	23,6	25,4	27,4	27,5	31,4	25,3	23,1	24,2
Рівень безробіття, %	9,8	11,3	11,9	11,5	10,8	9,6	9,1	8,6	7,2	6,8	6,4
Чисельність населення, млн. осіб	50,0	49,5	49,1	48,7	48,2	47,8	47,4	47,1	46,7	46,5	46,2
Рівень інфляції, %	15,9	10,6	22,7	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8
Валовий державний борг, % ВВП	28,9	46,5	59,0	43,8	35,3	32,3	28,3	23,9	17,1	14,3	11,8
Загальні доходи державного бюджету, % ВВП	35,4	34,4	30,8	32,3	32,4	34,7	36,6	35,8	40,4	41,6	40,2
Загальні витрати державного бюджету, % ВВП	40,8	37,1	25,8	35,5	35,3	36,5	37,5	40,1	42,6	42,9	42,1
Обсяг імпорту, % ВВП	-3,2	-15,3	-13,3	3,5	12,5	5,9	30,3	13,6	12,8	12,3	20,3
Обсяг експорту, % ВВП	-2,7	-12,4	-10,2	16,5	7,0	6,9	14,1	18,2	-8,5	2,7	3,2
Частка проблемних кредитів у загальному обсязі, %	..	..	35,8	29,6	25,1	21,9	28,3	30,0	58,0	59,8	48,1
Кредитування банківських установ на нетто основі, дол. США	796337 000,0	26476 3000,0	320792 000,0	38703 9000,0	504316 000,0	590284 000,0	227820 3000,0	344568 4000,0	324224 0000,0	913950 1000,0	1413006 8000,0
Глибина фінансового сектору, %	..	..	..	..	22,4	28,8	35,7	36,4	44,0	48,0	55,0
Промисловість, валова додана вартість, % від попереднього періоду	-4,2	-0,1	4,0	11,3	14,2	7,0	3,3	11,3	0,3	7,2	10,5
Загальні резерви, включаючи золото, млрд. дол. США	0,7	1,1	2,0	2,3	0,8	1,0	1,4	3,0	4,2	6,7	9,5
Сальдо рахунку поточних	-0,6	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	1,7	1,5	1,4	3,2

операцій, млрд. дол. США



Продовження таблиці Д.1

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ВВП, % від попереднього періоду	2,2	-15,1	0,3	5,5	0,2	0,0	-6,8	-9,0
Загальні інвестиції, % ВВП	27,4	17,1	20,9	22,4	21,7	18,5	14,1	11,6
Валові національні заощадження % ВВП	20,6	15,6	18,7	16,2	13,6	9,3	10,1	9,9
Рівень безробіття, %	6,4	8,8	8,1	7,9	7,5	7,3	9,3	11,5
Чисельність населення, млн. осіб	46,0	45,8	45,6	45,5	45,2	40,5	42,8	42,7
Рівень інфляції, %	25,2	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,3	12,1	50,0
Валовий державний борг, % ВВП	19,7	34,1	40,6	36,9	37,5	40,7	71,2	94,4
Загальні доходи державного бюджету, % ВВП	42,4	40,8	43,4	42,9	44,7	43,3	40,8	40,8
Загальні витрати державного бюджету, % ВВП	45,4	46,8	49,2	45,7	49,0	48,1	45,4	45,0
Обсяг імпорту, % ВВП	13,5	-41,6	15,0	21,5	1,6	-4,3	-24,6	-23,1
Обсяг експорту, % ВВП	2,3	-24,2	9,3	6,2	1,4	-6,4	-11,1	-10,8
Частка проблемних кредитів у загальному обсязі, %	3,9	13,7	15,3	14,7	16,5	12,9	19,0	
Кредитування банківських установ на нетто основі, дол. США	165789890 00,0	395632000 ,0	361616600 0,0	338533900 0,0	603455600 0,0	102942100 0,0	474802000 ,0	
Глибина фінансового сектору, %	54,4	53,4	55,2	52,7	55,0	62,0	61,1	
Промисловість, валова додана вартість, % від попереднього періоду	-5,7	-19,5	9,6	15,2	0,2	-3,8	-14,6	
Загальні резерви, включаючи золото, млрд. дол. США	19,0	21,8	31,8	30,8	25,6	33,3	30,4	22,7
Сальдо рахунку поточних операцій, млрд. дол. США	2,9	6,9	2,5	-1,6	-5,3	-12,8	-1,7	-3,0

Джерело: [232]

Додаток Е

Таблиця Е.1 – Інформаційна база для дослідження виникнення боргових криз в Україні за 2006-2015 рр., дол. США

Квартал	LTDGG	LTDCB	STDDC	STDDC	STDOS	STDOS
2006Q2 [YR2006Q2]	8853000000,00	1083000000,00	3694000000,00	3327000000,00	8238000000,00	14448000000,00
2006Q3 [YR2006Q3]	8797000000,00	945000000,00	4201000000,00	4742000000,00	8758000000,00	15693000000,00
2006Q4 [YR2006Q4]	10382000000,00	880000000,00	6043000000,00	6699000000,00	8747000000,00	17847000000,00
2007Q1 [YR2007Q1]	9953000000,00	745000000,00	6239000000,00	9100000000,00	10123000000,00	18918000000,00
2007Q2 [YR2007Q2]	10346000000,00	665000000,00	7910000000,00	11250000000,00	9932000000,00	20406000000,00
2007Q3 [YR2007Q3]	10418000000,00	540000000,00	9904000000,00	13689000000,00	10241000000,00	23470000000,00
2007Q4 [YR2007Q4]	11451000000,00	462000000,00	11199000000,00	16915000000,00	8954000000,00	24316000000,00
2008Q1 [YR2008Q1]	11869000000,00	329000000,00	11467000000,00	19563000000,00	11830000000,00	25724000000,00
2008Q2 [YR2008Q2]	11736000000,00	290000000,00	12399000000,00	23377000000,00	12931000000,00	26998000000,00
2008Q3 [YR2008Q3]	11337000000,00	135000000,00	12457000000,00	27627000000,00	14496000000,00	29088000000,00
2008Q4 [YR2008Q4]	11878000000,00	4725000000,00	9139000000,00	29201000000,00	10924000000,00	29953000000,00
2009Q1 [YR2009Q1]	11570000000,00	4545000000,00	6416000000,00	30264000000,00	12497000000,00	28692000000,00
2009Q2 [YR2009Q2]	13242000000,00	6054000000,00	6501000000,00	28237000000,00	13188000000,00	27414000000,00
2009Q3 [YR2009Q3]	15872000000,00	8225000000,00	6244000000,00	27039000000,00	13561000000,00	27547000000,00
2009Q4 [YR2009Q4]	15803000000,00	8135000000,00	4567000000,00	25760000000,00	14301000000,00	28798000000,00
2010Q1 [YR2010Q1]	15395000000,00	7878000000,00	4477000000,00	24497000000,00	16141000000,00	28291000000,00
2010Q2 [YR2010Q2]	15093000000,00	7671000000,00	4365000000,00	23299000000,00	17456000000,00	28124000000,00
2010Q3 [YR2010Q3]	18631000000,00	8967000000,00	3777000000,00	23287000000,00	17622000000,00	29560000000,00
2010Q4 [YR2010Q4]	19646000000,00	9400000000,00	4027000000,00	23193000000,00	19033000000,00	31392000000,00
2011Q1 [YR2011Q1]	20816000000,00	9678000000,00	3916000000,00	23042000000,00	20791000000,00	31175000000,00
2011Q3 [YR2011Q3]	22082000000,00	9533000000,00	4047000000,00	20274000000,00	22364000000,00	33314000000,00
2011Q4 [YR2011Q4]	23309000000,00	7487000000,00	4866000000,00	18539000000,00	24927000000,00	35244000000,00
2012Q1 [YR2012Q1]	23317000000,00	6973000000,00	4650000000,00	17525000000,00	25354000000,00	36519000000,00
2012Q2 [YR2012Q2]	23546000000,00	6247000000,00	5155000000,00	16858000000,00	29209000000,00	36883000000,00
2012Q3 [YR2012Q3]	26260000000,00	5617000000,00	4428000000,00	16378000000,00	27302000000,00	40828000000,00
2012Q4 [YR2012Q4]	26900000000,00	4853000000,00	3968000000,00	15858000000,00	28907000000,00	43119000000,00

Продовження таблиці Е.1

Квартал	LTDGG	LTDCB	STDDC	STDDC	STDOS	STDOS
2013Q1 [YR2013Q1]	2698000000,00	4008000000,00	4097000000,00	16022000000,00	29680000000,00	43956000000,00
2013Q2 [YR2013Q2]	26541000000,00	3291000000,00	4252000000,00	15097000000,00	28857000000,00	44581000000,00
2013Q3 [YR2013Q3]	26875000000,00	2615000000,00	3976000000,00	15174000000,00	22598000000,00	51934000000,00
2013Q4 [YR2013Q4]	29304000000,00	1775000000,00	4727000000,00	15205000000,00	24310000000,00	51798000000,00
2014Q1 [YR2014Q1]	27848000000,00	1428000000,00	5674000000,00	14903000000,00	20983000000,00	51759000000,00
2014Q2 [YR2014Q2]	31116000000,00	2269000000,00	5246000000,00	14488000000,00	18666000000,00	51448000000,00
2014Q3 [YR2014Q3]	32042000000,00	2398000000,00	5440000000,00	13568000000,00	19618000000,00	50592000000,00
2014Q4 [YR2014Q4]	32411000000,00	2176000000,00	4908000000,00	12710000000,00	15050000000,00	47688000000,00
2015Q1 [YR2015Q1]	34288000000,00	4163000000,00	4661500000,00	11694600000,00	13065000000,00	45240400000,00

Джерело

:

[230]

Додаток Ж

Таблиця Ж. 1 – Фіскальні ради окремих країн світу

Країна	Назва ради	Рік утворення
Нідерланди	Нідерландське бюро аналізу економічної політики (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis – Central Planning Bureau)	1945
Японія	Рада фіскальної системи (Fiscal System Council)	1950
Данія	Датська економічна рада (Danish Economic Council)	1962
Німеччина	Німецька рада економічних експертів (German Council of Economic Experts)	1963
США	Бюджетний офіс Конгресу (Congressional Budget Office)	1974
Бельгія	Вища рада фінансів (High Council of Finance)	1989
	Федеральне бюро планування (Federal Planning Bureau)	1994
Словенія	Інститут макроекономічного аналізу та розвитку (Institute of Macroeconomic Analysis and Development)	1991
	Фіскальна рада (Fiscal Council)	2009
Мексика	Центр досліджень державних фінансів (Center for Public Finance Studies)	1999
Австрія	Комітет державного боргу (Government Debt Committee)	2002
Південна Корея	Бюджетний офіс Національної асамблеї (National Assembly Budget Office)	2003
Швеція	Шведська рада фіскальної політики (Swedish Fiscal Policy Council)	2007
Канада	Бюджетний офіс Парламенту (Parliamentary Budget Office)	2008
Угорщина	Фіскальна рада (Fiscal Council)	2009
Кенія	Бюджетний офіс Парламенту (Parliamentary Budget Office)	2009
Великобританія	Офіс із питань бюджетної відповідальності (Office for Budget Responsibility)	2010
Румунія	Фіскальна рада (Fiscal Council)	2010
Ірландія	Ірландська фіскальна консультативна рада (Irish Fiscal Advisory Council)	2011
Сербія	Фіскальна рада (Fiscal Council)	2011
Словаччина	Офіс із питань бюджетної відповідальності (Council for Budget Responsibility)	2011
Австралія	Бюджетний офіс Парламенту (Parliamentary Budget Office)	2012
Португалія	Португальська рада з питань державних фінансів (Portuguese Public Finance Council)	2012
Фінляндія	Національний офіс аудиту Фінляндії (National Audit Office of Finland)	2013
Хорватія	Рада фіскальної політики (Fiscal Policy Council)	2013
Чилі	Консультативна фіскальна рада (Fiscal Advisory Council)	2013
Італія	Бюджетний офіс Парламенту (Parliamentary Budget Office)	2014
Південна Африка	Бюджетний офіс Парламенту (Parliamentary Budget Office)	2014

Джерело: складено за даними: [170]

Додаток И

Таблиця И.1 – Ключові завдання НФІ світу (витяг) [169]

Країна	НФІ	Позитивний аналіз	Нормативний аналіз	Аналіз Ex-Ante							Моніторинг виконання фіскальних правил	Аналіз Ex-Post	Координація фіскальної політики	Доручення крім фіскальної політики
				Підготовка прогнозів	Оцінка прогнозів	Рекомендації	Довгострокова стійкість	Оптимізація	Розрахунок вартості ^{5/}					
Австралія	Parliamentary Budget Office	X					X		X		X			
Австрія	Fiscal Advisory Council	X	X	X		X	X	X		X	X	X		
Бельгія	High Council of Finance	X	X			X	X			X	X	X		
Бельгія	Federal Planning Bureau	X		X	X		X	X			X		X	
Канада	Parliamentary Budget Office	X		X	X	X	X	X	X		X			
Чилі	Advisory Fiscal Council	X	X			X		X		X				
Хорватія	Fiscal Policy Commission	X			X		X	X		X	X			
Кіпр	Fiscal Council	X	X	X	X	X				X	X			
Данія	Danish Economic Council	X	X	X	X	X	X	X		X	X		X	
Естонія	Fiscal Council	X	X		X	X		X		X				
Фінляндія	National Audit Office of Finland	X	X		X	X	X	X		X	X		X	
Франція	High Council of Public Finance	X	X		X			X		X	X			
Грузія	Parliamentary Budget Office	X			X	X	X	X	X		X		X	
Німеччина	German Council of Economic Experts	X	X	X		X	X	X			X		X	
Німеччина	Stabilitätsrat	X					X			X	X	X		
Греція	Parliamentary Budget Office	X			X	X	X	X			X		X	
Угорщина	Fiscal Council	X		X	X			X		X	X			
Ірландія	Irish Fiscal Advisory	X	X		X	X	X	X		X	X			

Продовження таблиці И.1

Країна	НФІ	Позитивний аналіз	Нормативний аналіз	Аналіз Ex-Ante							Аналіз з Ex-Post	Координація фінансової політики	Доручення крім фінансової політики
				Підготовка прогнозів	Оцінка прогнозів	Рекомендації	Довгострокова стійкість	Оптимізація	Розрахунок вартості ^{5/}	Моніторинг виконання фінансових правил			
Японія	Fiscal System Council	X	X			X							X
Кенія	Parliamentary Budget Office	X			X						X		
Латвія	Fiscal Council	X	X		X	X		X		X			
Литва	Budget Policy Control Institution	X			X	X			X	X	X		
Люксембург	Conseil national des finances publiques	X			X					X			
Мексика		X		X	X				X				X
Нідерланди	Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis	X		X			X	X	X	X	X		X
Португалія	Portuguese Public Finance Council	X	X		X	X	X	X		X	X		
Румунія	Fiscal Council	X		X	X	X	X	X	X	X			X
Сербія	Fiscal Council	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		
Словаччина	Council for Budget Responsibility	X					X	X	X	X	X		
Словенія	Institute of Macroeconomic Analysis and Development	X		X	X		X	X			X		X
Словенія	Fiscal Council	X					X	X		X	X		

	X3/												
ПАР	Parliamentary Budget Office	X	X			X		X	X				
Південна Корея	National Assembly Budget Office	X		X	X		X	X	X		X		
Іспанія	Independent Authority of Fiscal Responsibility	X	X	X	X	X	X	X		X	X		

Продовження таблиці И.1

Країна	НФІ	Позитивний аналіз	Нормативний аналіз	Аналіз Ex-Ante							Аналіз Ex-Post	Координація фінансової політики	Доручення крім фінансової політики
				Підготовка прогнозів	Оцінка прогнозів	Рекомендації	Довгострокова стійкість	Оптимізація	Розрахунок вартості ^{5/}	Моніторинг виконання фінансових правил			
Швеція	Swedish Fiscal Policy Council	X	X			X	X	X		X	X		
Уганда	Parliamentary Budget Office	X			X	X							
Сполучене Королівство	Office for Budget Responsibility	X		X	X		X	X	X	X	X		
США	Congressional Budget Office X4/	X		X	X		X		X		X		

Додаток К

Таблиця К.1 – Забезпечення незалежності та підзвітності НФІ світу

№	Країна	НФІ	Юридична незалежність	Операційна незалежність	Управлінська незалежність		Відповідність штату виконуваним завданням	Доступ до інформації
					Гарантії бюджету	Право добору персоналу та його оплати праці		
1	Австралія	Parliamentary Budget Office	X	X		X	X	
2	Австрія	Fiscal Advisory Council		X	X	X		X
3	Бельгія	High Council of Finance		X	n.a.		X	X
4	Бельгія	Federal Planning Bureau	X	X	n.a.	X	X	X
5	Канада	Parliamentary Budget Office	X	X	X	X	X	X
6	Чилі	Advisory Fiscal Council					X	X
7	Хорватія	Fiscal Policy Commission	X					
8	Кіпр	Fiscal Council	X	X		X		X
9	Данія	Danish Economic Council	X	X	X	X	X	X
10	Естонія	Fiscal Council						
11	Фінляндія	National Audit Office of Finland	X	X		X	X	X
12	Франція	High Council of Public Finance	X	X		X	X	X
13	Грузія	Parliamentary Budget Office	X		X	X	X	X
14	Німеччина	German Council of Economic Experts	X	X	X		X	X
15	Німеччина	Stabilitätsrat					X	X
16	Греція	Parliamentary Budget Office	X		X		X	X

17	Угорщина	Fiscal Council	X	X		X		X
----	----------	----------------	---	---	--	---	--	---

Продовження таблиці К.1

№	Країна	НФІ	Юридична незалежність	Операційна незалежність	Управлінська незалежність		Відповідність штату виконуваним завданням	Доступ до інформації
					Гарантії бюджету	Право добору персоналу та його оплати праці		
18	Ірландія	Irish Fiscal Advisory Council	X	X	X	X	X	X
19	Італія	Parliamentary Budget Office	X	X			X	X
20	Японія	Fiscal System Council						X
21	Кенія	Parliamentary Budget Office						X
22	Латвія	Fiscal Council	X	X				
23	Литва	Budget Policy Control Institution	X	X		X		X
24	Люксембург	Conseil national des finances publiques						
25	Мексика				X	X	X	X
26	Нідерланди	Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis		X		X	X	X
27	Португалія	Portuguese Public Finance Council	X	X	X	X	X	X
28	Румунія	Fiscal Council	X	X	X	X		X
29	Сербія	Fiscal Council	X	X		X	X	X
30	Словаччина	Council for Budget Responsibility	X	X	X	X	X	X

Продовження таблиці К.1

№	Країна	НФІ	Юридична незалежність	Операційна незалежність	Управлінська незалежність		Відповідність штату виконуваним завданням	Доступ до інформації
					Гарантії бюджету	Право добору персоналу та його оплати праці		
31	Словенія	Institute of Macroeconomic Analysis and Development	X	X		X	X	X
32	Словенія	Fiscal Council	X		n.a.			X
33	ПАР	Parliamentary Budget Office			X	X	X	X
34	Південна Корея	National Assembly Budget Office	X	X	X	X	X	X
35	Іспанія	Independent Authority of Fiscal Responsibility	X					X
36	Швеція	Swedish Fiscal Policy Council	X	X				X
37	Уганда	Parliamentary Budget Office						
38	Сполучене Королівство	Office for Budget Responsibility	X	X		X		X
39	СЦА	Congressional Budget Office	X	X	X	X	X	X

Джерело: [170]

Додаток Л

Таблиця Л.1 – Узагальнена якісна оцінка фіскальної прозорості у борговій сфері України за методикою МВФ, проведено автором

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
І. Фіскальне звітування	Охоплення	Інституцій		++ Включає звітність інституцій сектору загальнодержавного управління		
		Запасів		++ Частково враховані активи і зобов'язання сектору загальнодержавного управління		
		Потоків			+ Розкривається інформація про доходи, витрати, грошові потоки, витрати на погашення боргу	
		Податкових витрат	+++ Дані щодо недоотриманих податків не розкриваються взагалі			
	Частота і своєчасність	Частота подання звітності протягом року		++ Дані щодо державного боргу розкриваються Мінфіном та НБУ на щоквартальній основі		
		Своєчасність річної звітності		+++ Звіт про управління державним боргом, з частковим аудиторським супроводом Рахункової палати оприлюднюється протягом 12 місяців		

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
	Якість	Класифікація			++Враховані міжнародні стандарти та принципи системи національних рахунків при побудові адміністративної, економічної та функціональної класифікації боргових та бюджетних потоків	
		Внутрішнє узгодження	+++ Фінансова звітність не містить результати			
		Історичні звірки	реконсиляції між альтернативними вимірниками та сумарними фіскальними агрегатами Відсутнє узгодження між фіскальною позицією, залученим фінансуванням, обсягом боргу та його приростом, з урахуванням історичного статистичного масиву даних			
	Об'єктивність	Статистична об'єктивність				+Фіскальні дані готуються та розкриваються згідно міжнародних стандартів НБУ
		Зовнішній аудит		+++Щорічна фінансова звітність щодо державного бюджету та боргу перевіряється незалежними аудиторами, проте відповідність стандартам		

				INTOSAI не досягнута, як і відсутні застереження та модифікації		
--	--	--	--	---	--	--

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
		Співставність фінансових даних	++Публікації у відкритому доступі верифікованих фінансових (бюджетних, боргових) прогнозів, які узгоджуються за своєю основою зі звітністю про стан бюджету та боргу не здійснюються			
II. Фінансові прогнозування і бюджетування	Комплексність	Унітарність бюджету		+++Бюджетна документація включає валові внутрішні податкові надходження, видатки, фінансування та боргові зобов'язання лише центральних органів влади. Позабюджетні державні та інші соціальні фонди не беруться до уваги.		
		Макроекономічні прогнози		++ Фінансові прогнози охоплюються лише ключові макроекономічні змінні. Припущення та аналіз чутливості не розкриваються		
		Середньострокова бюджетна основа		+++ Середньострокова бюджетна основа лише починає впроваджуватися. Аналіз бюджетних та боргових показників за 2 попередні роки та на наступний бюджетний період проводиться не повною мірою		

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
	Упорядкованість	Інвестиційні проекти	+++ Урядові фінансові зобов'язання щодо багаторічних інвестиційних проектів, аналіз витрат-вигід не розкриваються відкриті та конкурентні тендери не проводяться			
		Фіскальне законодавство				+Законодавча основа визначає розклад підготовки та затвердження бюджету, змістовні вимоги для бюджетної пропозиції, механізм внесення змін до виконання бюджету законодавчою владою.
		Своєчасність бюджетної документації				+ Строки публікації бюджетних показників на наступний період дотримуються
	Орієнтація на політику	Цілі фіскальної політики	+++Уряд не звітує за ключовими, кількісно обґрунтованими цілями фіскальної і боргової політики та фіскальними таргетами у середньостроковому періоді (3 роки)			
		Інформація про виконання				
		Участь громадськості		+Залучення громадськості до обговорення фіскальних таргетів, перехід до складань громадських бюджетів		

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
	Правдивість	Незалежне оцінювання	++ Економічні, фінансові та боргові прогнози уряду не оцінюються незалежною установою на професійних засадах			
		Зміни до бюджету				+Будь-які суттєві зміни до бюджету затверджуються законодавчою владою
		Реконсиляція прогнозів	++ Вплив коригувань бюджету на фінансові прогнози не взаємоузгоджений			
Ш. Аналіз та управління фінансовими ризиками	Аналіз ризиків та розкриття	Макроекономічні ризики	+++ Бюджетна документація не містить аналізу чутливості до макроекономічних шоків та циклічних ризиків, базових та альтернативних сценаріїв, найбільш ймовірних прогнозів фінансових та боргових таргетів			
		Специфічні фінансові ризики	+++ Основні специфічні фінансові ризики не розкриваються у підсумковому звіті, оцінювання їх коливань та величини не відбувається			
		Довгостроковий аналіз фінансової та боргової стійкості	+++Аналіз фінансової та боргової стійкості не проводиться на урядовому рівні взагалі			

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
Ризик-менеджмент	Непередбачені обставини				++ Створені загальні основи для реагування на непередбачувані обставини у виконанні бюджету	
	Управління активами і пасивами		+++Збільшення боргових зобов'язань визначається на законодавчому рівні, проте інтегрального управління активами і зобов'язаннями в межах визначеної стратегії не впроваджено			
	Гарантії	+++ Дані про державні гарантії, їх ризикованість, можливість надання є непрозорими. Гранична межа взяття гарантійних зобов'язань не визначена				
	Державно-приватне партнерство		+ Розкриваються загальні права та зобов'язання держави за контрактами державно-приватного партнерства			
	Загрози з боку фінансового сектору	+++Потенційна вразливість уряду до загроз та підтримки фінансового сектору не аналізується, не управляється та не розкривається				
	Природні ресурси	+Урядові інтереси у сфері управління невідновлювальними				

			корисними копалинами не аналізуються, та не розкриваються			
--	--	--	---	--	--	--

Продовження таблиці Л. 1

Виміри	Принципи кодексу		Градації національної практики			
			Відсутність відповідності	Базова	Добра	Прогресивна
Фіскальна координація	Ризики навколишнього середовища	+Потенційна вразливість уряду до загроз навколишнього середовища та природніх катастроф не аналізується, не управляється та не розкривається				
	Субнаціональне врядування		+++ Доступна часткова інформація про боргові зобов'язання та управління ними суб'єктами місцевого самоврядування			
	Державні корпорації	+++ Стан підтримки державних корпорацій, бюджетні трансферти та управління борговими зобов'язаннями державних корпорацій не деталізується				

Примітка: рівень необхідної значимості для підвищення якості управління борговою стійкістю позначається у такий спосіб: +++ - висока; ++-середня; +-низька

Додаток М

Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Всеукраїнська
професійна громадська організація

СПІЛКА
АУДИТОРІВ УКРАЇНИ

01601, м.Київ, вул.
Велика Житомирська, 33, оф. 412С
код ЄДРПОУ 14306263, п/р 26005000023766
в ПАТ "Укрсоцбанк" МФО 300023
тел. (044) 279-59-87, (063) 600-47-23
(066) 042-86-40, (067) 504-64-20



www.spilka-audit.org.ua

Ukrainian professional
public organization
THE AUDITORS' UNION
OF UKRAINE

01601, Kyiv,
33, VelykaZhytomyrska,
office 412C
phone/fax (+38044) 279-59-87

E-mail: sau-ud@kw.ua

Вих.№ 15/17 від 28.02.2017 р.

Спеціалізована вчена рада
Д 55.051.06

Сумського державного університету

ДОВІДКА
про впровадження
результатів дисертаційного дослідження Антонова М. С. у
діяльність Всеукраїнської професійної громадської організації
«Спілка аудиторів України»

Даною довідкою підтверджується, що у поточній діяльності ВПГО «Спілка аудиторів України» враховуються окремі висновки та пропозиції, що викладені у дисертаційному дослідженні Антонова М. С. на тему «Управління борговою стійкістю держави».

Рекомендовані автором положення щодо формування організаційних та методичних основ аудиту ефективності державного боргу з урахуванням вимог Кодексу фіскальної прозорості Міжнародного валютного фонду пройшли апробацію шляхом публікації тез і текстів виступів на міжнародних та всеукраїнських конференціях, участі у круглих столах, організованих Спілкою аудиторів України спільно з провідними вищими навчальними закладами України та вітчизняними професійними організаціями бухгалтерів і аудиторів.

Розроблені Антоновим М. С. теоретичні та практичні рекомендації сприяють вдосконаленню національної системи контролю і аудиту в умовах зростаючих вимог користувачів інформації, позитивно впливають на покращення організаційно-методичного забезпечення Спілки аудиторів України та забезпечують зростання якості професійних послуг у сфері аудиту державних фінансових установ.

Виконавчий директор ВПГО
«Спілка аудиторів України»



В.П. Левченко



**ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
ОФІС ВЕЛИКИХ ПЛАТНИКІВ ПОДАТКІВ ДФС
СЛІДЧЕ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИХ РОЗСЛІДУВАНЬ**

вул. Дегтярівська, 11Г, м. Київ, 04119, тел.: (044) 454-09-00, (044) 454-09-74, факс: (044) 454-09-75
e-mail: vpp.infr@sts.gov.ua Код ЄДРПОУ 39440996

№18/132-1 В/ф 02.03.2017р.

**Довідка про впровадження результатів
дисертаційного дослідження**

Розгляд дисертаційної роботи Антонова М. С. на тему «Управління борговою стійкістю держави», подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит, засвідчив високий теоретико-методичний рівень та практичну значимість дослідження автора.

Зокрема, розроблені ним методичні засади моніторингу боргової стійкості держави, які формують підґрунтя для фіскальної політики, зорієнтованої на зниження проциклічності, заслуговують на увагу та використовуються у ході розробки її орієнтирів у наступному звітному періоді та внесення поточних змін до фіскального законодавства.

Заступник начальника управління –
начальник першого відділу
розслідування кримінальних проваджень
Слідчого управління фінансових розслідувань
Офісу великих платників податків ДФС



О.О. Маркін

12 березня 2017 р
 № 34-042/0/1-17

Спеціалізованій вченій раді Д 55.051.06
 Сумського державного університету

ДОВІДКА
про впровадження
результатів дисертаційного дослідження Антонова Максима
Сергійовича на тему «Управління борговою стійкістю
держави», подану на здобуття наукового ступеня кандидата
економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і
кредит

Матеріали і висновки дисертаційного дослідження Антонова М. С. щодо формування пріоритетів і першочергових заходів діяльності державних органів влади та визначення необхідності ефективного запровадження середньострокового бюджетного планування були використані при розробці Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2020 року та інших нормативно-правових актів з питань бюджетної політики.

Зокрема, в рамках формування пріоритетів і першочергових заходів діяльності державних органів влади, визначено необхідність ефективного запровадження середньострокового бюджетного планування. Виконання даного завдання запропоновано вирішувати застосовуючи розроблений дисертантом науково-методичний підхід до прогнозування боргової стійкості України на основі ідентифікації аномальних значень визначених боргових індикаторів.

Директор департаменту з питань
 фінансового та економічного розвитку
 Секретаріату Кабінету міністрів України
 кандидат економічних наук



Підпис *Яшук В.В.*
 Яшук В.В.
 Директор Департаменту
 забезпечення документообігу, контролю
 та інформаційних технологій
 Секретаріату Кабінету Міністрів України
 «12» *03* 2017 р.
 О. Коваль

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
 НАВЧАЛЬНО-НАУКОВИЙ ІНСТИТУТ
 БІЗНЕС-ТЕХНОЛОГІЙ «УАБС»

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
 Проректор з наукової роботи
 А. М. Черноус



АКТ

про впровадження результатів дисертаційної роботи
 Антонова Максима Сергійовича
 на тему «Управління борговою стійкістю держави» у навчальний процес
 ННІ БТ «УАБС» Сумського державного університету

від «14» березня 2017 р.,

м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова комісії – завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування проф. Школьник І. О.

Члени комісії:

професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування Рекуненко І. І.
 доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування Дехтяр Н. А.

Комісія провела роботу з визначення фактичного впровадження результатів дисертаційної роботи Антонова Максима Сергійовича на тему «Управління борговою стійкістю держави» у навчальний процес ННІ БТ «УАБС» Сумського державного університету

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Антонова Максима Сергійовича на тему «Управління борговою стійкістю держави».
2. Робочі програми навчальних дисциплін:

– «Фінанси» (викладається за програмою підготовки бакалаврів спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» для студентів денної та заочної форми навчання);

– «Державні фінанси» (викладається за програмою підготовки бакалаврів спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» для студентів денної та заочної форми навчання).

3. Навчально-методичні матеріали та регламенти для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Антонова М. С. науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені в навчальний процес при викладанні розділів:

– «Фінанси». Розділи: Бюджет, бюджетна система. Бюджетний дефіцит. Фінансова безпека держави.

– «Публічні фінанси». Розділи: Державний кредит, Бюджетний дефіцит.

2. Застосування в навчальному процесі ННІ БТ «УАБС» Сумського державного університету положень дисертаційної роботи Антонова Максима Сергійовича на тему «Управління борговою стійкістю держави» дало змогу адаптувати вказані дисципліни до сучасних тенденцій розвитку фінансової системи, поглибити їх теоретико-методичні основи та підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



I. O. Школьник

Члени комісії



I. I. Рекуненко



N. A. Дехтяр

Додаток Н

Список публікацій здобувача**Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:**

1. Антонов М.С. Діяльність держави на фінансовому ринку України в період світової фінансової кризи та подолання її наслідків / М.С.Антонов, П.М.Рубанов, О.В.Ісаєва // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління : монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. Суми: «Ярославна», 2013. С. 152-157 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль управління державним боргом у подоланні наслідків світової фінансової кризи* (0,2 друк. арк.).
2. Антонов М. С. Впровадження фіскальних правил як основи управління борговою стійкістю в Україні в умовах проциклічності фіскальної політики // Бізнес-інформ. 2016. № 6. С. 197-203 (0,68 друк. арк.). (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, CiteFactor (США) Academic Journals Database та ін. усього 20 баз).
3. Антонов М.С. Ризик-орієнтований підхід до побудови індикативної системи оцінювання боргової стійкості України // Інноваційна економіка. – 2016. №1. С.71-76 (0,81 друк. арк.). (РИНЦ, Index Copernicus).
4. Антонов М.С. Дослідження впливу державного боргу на показники економічного розвитку України // Вісник Української академії банківської справи. 2015. №1 (38). С.50-54 (0,51 друк. арк.). (Index Copernicus).
5. Антонов М.С. Дослідження сучасного стану боргової стійкості України // Науковій вісник Чернігівського державного інституту економіки та управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. Чернігів : ЧНТУ, 2014. №3(23). С. 116-121 (0,67 друк. арк.).

6. Антонов М.С. Систематизація теоретичних поглядів на проблему державного боргу // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». Випуск 9-1. Частина 1. 2014. С.9-13(0,48 друк. арк.).

7. Антонов М.С. Основні тенденції розвитку показників державного боргу України // Вісник Української академії банківської справи. 2014. №2 (37). С.81-85 (0,38 друк. арк.). (Index Copernicus).

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

8. Антонов М.С. Дослідження ключових індикаторів визначення стійкості державного боргу України // Нова економічна політика на світовому, державному та регіональному рівнях: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції (м.Одеса, 21-22 листопада 2014 року) / ГО «Центр економічних досліджень та розвитку». У 3-х частинах. О. :ЦЕДР, 2014. Ч.3. С. 33-35 (0,11 друк. арк.).

9. Антонов М. С. Теоретичні аспекти системи управління стійкістю державного боргу // «Управлінські науки в сучасному світі»: Матеріали І Наукової міжнародної конференції на честь доктора економічних наук, проф. Шкітіної М.І., 27 листопада 2014 року, Київський лінгвістичний університет . Київ, 2014 р. С. 23-26 (0,14 друк. арк.).

10. Антонов М. Аналіз факторів, що впливають на рівень стійкості державного боргу України // Матеріали XIII Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції «Тенденції сучасної науки» 1 – 14 листопада 2015. Кривий Ріг, 2015. С. 51-54 (0,14 друк. арк.).

11. Антонов М. С. Систематизація підходів щодо оцінювання стійкості державного боргу України // Економічний розвиток: теорія, методологія, управління [матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції]. Будапешт-Прага-Київ, 2015. С. 207-209 (0,16 друк. арк.).

12. Антонов М. С. Перспективи запровадження агентської моделі управління борговою стійкістю в Україні // Інновації та трансфер технологій: матеріали VII наук.-практ. конф. 25-27 травня 2016 р., м. Дніпропетровськ /

ред. кол. : Я. В. Швець [та ін.]; МОН України, Нац. гірн. ун-т.
Дніпропетровськ : НГУ, 2016. С. 185-187(0,16 друк. арк.).

**Наукові праці, які додатково відображають наукові результати
дисертації:**

13. Антонов М.С. Роль аудиту ефективності в забезпеченні боргової стійкості держави // Науковий журнал «Virtus». 2015. №4 (38). С.116-120 (0,53 друк. арк.). (Scientific Indexing Services, Citefactor).

14. Антонов М.С. Формування системи індикаторів стійкості державного боргу України // Економіка і фінанси. 2015. № 8-9. С.4-12 (0,51 друк. арк.). (РИНЦ, Index Copernicus).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алехин Б.И. Государственный долг. Пособие для студентов Академии бюджета и казначейства. М., 2007. 302 с.
2. Анализ устойчивости государственного долга в современных условиях. Платежные и расчетные системы. 2015. № 3. 312 с.
3. Аналіз сучасного стану державного боргу та ключові напрями забезпечення боргової безпеки України : Аналітична записка. URL. http://www.niss.gov.ua/public/File/2015_analit/derzh_borg.pdf (дата звернення 12.12.2016).
4. Аналітичний огляд стану державного боргу та його впливу на фінансовий ринок України станом на 01.09.2015. Національне рейтингове агентство «Рюрік». 2015. 24 с.
5. Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів). Львів: Каменярь, 2000.
6. Антонов М. Аналіз факторів, що впливають на рівень стійкості державного боргу України / М. Антонов. Матеріали XIII Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції «Тенденції сучасної науки» 1 – 14 листопада 2015. Кривий Ріг. 2015. С. 51-54.
7. Антонов М. С. Впровадження фіскальних правил як основи управління борговою стійкістю в Україні в умовах проциклічності фіскальної політики. Бізнес-інформ. 2016. № 6. С. 197-203.
8. Антонов М. С. Перспективи запровадження агентської моделі управління борговою стійкістю в Україні. Інновації та трансфер технологій: матеріали VII наук.-практ. Конференції 25-27 травня 2016 р., м. Дніпропетровськ / ред. кол. : Я. В. Швець [та ін.]; М-во освіти і науки України, Нац. гірн. ун-т. Дніпропетровськ : НГУ, 2016. С. 185-187.

9. Антонов М. С. Систематизація підходів щодо оцінювання стійкості державного боргу України. Економічний розвиток: теорія, методологія, управління [матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції]. — Будапешт-Прага-Київ, 2015. — С. 207-209.

10. Антонов М. С. Теоретичні аспекти системи управління стійкістю державного боргу. “Управлінські науки в сучасному світі”: Матеріали I Наукової міжнародної конференції на честь доктора економічних наук, проф. Шкітіної М.І., 27 листопада 2014 року, Київський лінгвістичний університет – Київ, 2014 р. С. 23-26.

11. Антонов М.С. Діяльність держави на фінансовому ринку України в період світової фінансової кризи та подолання її наслідків / М.С.Антонов, П.М.Рубанов, О.В.Ісаєва. Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління : монографія / за ред. .ен., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. Суми: «Ярославна», 2013. С. 152-157.

12. Антонов М.С. Дослідження впливу державного боргу на показники економічного розвитку України. Вісник Української академії банківської справи. 2015. №1 (38). С.50-54.

13. Антонов М.С. Дослідження сучасного стану боргової стійкості України. Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки та управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. Чернігів : ЧНТУ, 2014. №3(23). С. 116-121.

14. Антонов М.С. Основні тенденції розвитку показників державного боргу України. Вісник Української академії банківської справи. 2014. №2 (37). С.81-85.

15. Антонов М.С. Роль аудиту ефективності в забезпеченні боргової стійкості держави. Науковий журнал «Virtus». 2015. №4 (38). С.116-120. ISSN 2410-4388.

16. Антонов М.С. Систематизація теоретичних поглядів на проблему державного боргу. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». Випуск 9-1. Частина 1. 2014. С.9-13.

17. Антонов М.С. Формування системи індикаторів стійкості державного боргу України. Економіка і фінанси. 2015. № 8-9.
18. Антонов М.С. Дослідження ключових індикаторів визначення стійкості державного боргу України. Нова економічна політика на світовому, державному та регіональному рівнях: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції (м. Одеса, 21-22 листопада 2014 року) / ГО «Центр економічних досліджень та розвитку». У 3-х частинах. О. :ЦЕДР, 2014. Ч.3. С. 33-35.
19. Антонов М.С. Ризик-орієнтований підхід до побудови індикативної системи оцінювання боргової стійкості України. Інноваційна економіка. 2016. №1. С.71-76.
20. Арчинов А. О. Теоретические основы управления государственным долгом. Научные исследования: от теории к практике : материалы VI Междунар. науч.-практ. конф. (Чебоксары, 31 дек. 2015 г.) / редкол.: О. Н. Широков [и др.]. Чебоксары: ЦНС «Интерактив плюс», 2015. № 5 (6). С. 334–336. ISSN 2413-3957
21. Бардаш С. Щодо побудови базової класифікаційної моделі господарського контролю. Вісник КНТЕУ. 2009 . № 2. С. 66-71.
22. Басанцов І. В. Розвиток державного фінансового контролю в умовах ринкової економіки України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня доктора екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит»; Національний університет ДПС України. Ірпінь : [Б. В.], 2008. 40 с.
23. Бенч Л. Напрями вдосконалення управління державним боргом в Україні. Ринок цінних паперів України. 2013. № 9–10. С. 3-10.
24. Бетлій О. Фіскальна консолідація в Україні: навіщо потрібно і як досягнути. Інститут економічних досліджень та політичних консультацій, Німецька консультативна група. Київ/Берлін, грудень 2013. Серія консультативних робіт РР/03/2013.
25. Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. Вісник Національного банку України. –2012. С. 8-15.

26. Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності. Економіка України. 2013. № 2. С. 4–17.
27. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу. Вісник Національного банку України. 2011. №11. С. 10-17.
28. Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита) : типологический очерк. СПб. : Изд-во О. Н. Поповой, 1910. 569 с.
29. Бондарук Т. Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу. Фінанси України. 2003. № 4. С. 14-18.
30. Боярчук Д. Комплексна оцінка фіскальної стабільності в Україні : аналітичний звіт. Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна, 2008. 67 с.
31. Брагинская Л. С. Проблемы перехода от финансового контроля к аудиту эффективности долговых обязательств. Финансы и кредит. 2008. № 30. С. 20–23.
32. Бюджетна система : підручник / За ред. С. І. Юрія, В. Г. Демянишина, О. П. Кириленко. Тернопіль : ТНЕУ. 2013. 624 с.
33. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 р. [Електронний ресурс]. URL. <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>. Законодавство України
34. Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России. Вопросы экономики. 1997. № 12. С.62-81.
35. Вавилов В. Я. Государственный долг. М.: МФА, 1998. 220 с.
36. Василик О. Д. Теория финансов: Учебник. К.: НІОС, – 2000. 386 с.
37. Вахненко Т. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками. Світ фінансів. 2008. № 1. С. 10- 28.
38. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. Ін-т економіки та прогнозування НАН України. К.: Фенікс, 2006. 536 с.

39. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією д.е.н. В.І. Міщенко, к.е.н. О.І.Кіреєва і к.е.н. М.М. Шаповалової – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 96с.

40. Велиев З. Т. Фискальная устойчивость: теория и практика. Проблемы современной экономики: материалы междунар. науч. конф. (г. Челябинск, декабрь 2011 г.). Челябинск: Два комсомольца, 2011. С. 65-68.

41. Велиев З. Фискальная устойчивость: теоретические и методологические основы [Электронный ресурс]. Общество и экономика. 2014. № 6. Режим доступа: <http://naukarus.com/fiskalnaya-ustoychivost-teoreticheskie-i-metodologicheskie-osnovy> (дата звернення 12.12.2016).

42. Висновки щодо виконання Державного бюджету України за 2014 рік [Електронний ресурс]. Рахункова палата України, 2015. URL. http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16745880/Bulet_vykon_DBU_2014.pdf (дата звернення 12.12.2016).

43. Висоцький, В. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні. Світ фінансів. 2008. №1. С. 41-48.

44. Власов С. А. Теоретические аспекты применения понятия устойчивости государственных финансов . Компетентность. 2010. № 6. С. 30-36.

45. Гладченко Л. П. Критичний погляд на фіскальні правила діяльності уряду в українському бюджетному законодавстві. Фінанси, облік і аудит. 2012. Вип. 19. С. 39-46.

46. Грубляк О. М. Управління державним боргом в системі фінансово-бюджетного регулювання : автореферат дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / О. М. Грубляк ; Черніг. держ. ін-т економіки і упр. Чернігів : [б. и.], 2014. 20 с.

47. Дмитренко Г. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки. Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. 2009. Вип. 3. С. 79-86.

48. Долговая проблема как феномен XXI века: Монография / под ред. А.А. Пороховского; Экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова. М.: МАКС Пресс, 2014. 288 с. ISBN 978-5-317-04837-2.

49. Жук, И. Индикативная система внешнедолговой устойчивости в Республике Беларусь. Банковский вестник. 2010. № 28. С. 26–32.

50. Звіт про хід і результати виконання програми діяльності Кабінету міністрів України у 2015 р. [Електронний ресурс]. URL. rada.gov.ua/uploads/documents/35980.rtf. (дата звернення 12.12.2016).

51. Звіт уряду України за II квартал 2016 [Електронний ресурс]. URL. http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=249165390&cat_id=244274130. (дата звернення 12.12.2016).

52. Зражевська Н.В. Зовнішній державний борг у фінансовій системі України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.04.01; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. К., 2006. 20 с.

53. Калитчук В. Про боргову стійкість держави [Електронний ресурс]. URL. <https://sites.google.com/site/debtrm/golovna/36>.

54. Калитчук, В. Державний борг: управління ризиками і інші нотатки. 60% від ВВП [Електронний ресурс]. 2010-2011. URL. <http://www.public-debt.in.ua/2012/01/60.html>. (дата звернення 12.12.2016).

55. Калитчук, В. М. Ризики державних боргових зобов'язань та їх класифікація [Електронний ресурс]. URL. <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/12>. (дата звернення 12.12.2016).

56. Калитчук, В. М. Ризики державних боргових зобов'язань. [Електронний ресурс]. URL. <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/09>. (дата звернення 12.12.2016).

57. Карапетян О. Зовнішній боргу світовій валютно-фінансовій системі: ретроспектива розвитку та сучасні тенденції. Світ фінансів. 2008. № 1. С. 49 – 59.

58. Карапетян О. Проблеми оцінки боргової стійкості України. Світ фінансів. 2012. Вип. 4. С. 93-99.

59. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики. М. : ЭКОНОМ : Ключ, 1993. С. 137–434.

60. Керівництво з використання показників ризику і формування стратегії запозичень. Проект «Розвиток фінансового сектору» (FINREP), 2011. 28 с.

61. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. Ч. 2.: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. М.: Междунар. отношения, 1998. 488 с.

62. Козак Ю. Г. Міжнародна економіка: Посібник. 2-ге вид., переробл. та доповн. К.: Центр навч. л-ри, 2004. 158 с.

63. Козюк В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів. Світ фінансів. 2008. № 1. С. 29- 40.

64. Козюк В. Еволюція інституційної моделі фіскальних правил у ЄВС. Журнал європейської економіки. 2013. № 2. С. 131-165

65. Козюк В.В. Державний борг України у перехідній економіці: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01; Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. Л., 2000. 17 с. укр.

66. Колобов Ю. В. Управління державним боргом в контексті пріоритетів боргової політики України. Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. 2014. № 154. С. 18-22.

67. Колот О. А. Борговий портфель держави : управління ризиками та оптимізація структури : автореферат дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08; Нац. ун-т держ. податк. служби України. Ірпінь (Київ. обл.) : [б. и.], 2007. 20

68. Крайчак Є. В. Управління державним зовнішнім боргом України в умовах глобалізації: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02; НАН України, Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. К., 2010. 20 с. укр
69. Кудряшов В. П. Фіскальні дисбаланси і заходи щодо їх обмеження в ЄС. Економіка України. 2014. № 10. С. 79-96.
70. Куценко Т.Ф. Формування ефективної моделі бюджетної безпеки України з урахуванням стандартів ЄС у сфері державних фінансів [Електронний ресурс]. URL. <http://www.global-national.in.ua/issue-4-2015/12-vipusk-4-berezen-2015-r/548-kutsenko-t-f-formuvannya-efektivnoji-modeli-byudzhethnoji-bezpeki-ukrajini-z-urakhuvannyam-standartiv-es-u-sferi-derzhavnikh-finansiv>. (дата звернення 12.12.2016).
71. Куцури Г.Н., Элларян С.А. Долговая устойчивость государственных финансов Российской Федерации. Экономика и предпринимательство. 2015. №3–2 (56–2). С. 351–355.
72. Кучер Г.В. Управління державним боргом: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.04.01 ; Київ. нац. екон. ун-т. К., 2002. 19 с. укр
73. Кучер. Г. В Ефективність системи управління державним боргом в Україні. Фінанси України. 2012. № 6. С. 44-57.
74. Леонов С. В., Ісаєва О. В. Взаємозв'язок якості регуляторного управління та показників розвитку фінансового ринку України. Наука й економіка: науково-теоретичний журнал. 2013. №4. С. 66-72.
75. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. Фінанси України. 2014. № 12. С. 7-31.
76. Лондар О. С. Вдосконалення системи управління борговою сферою України в процесі інтеграції в ЄС. Наукові праці НДФІ. 2015. Вип. 2. С. 57-69.
77. Лондар О. С. Удосконалення системи контролю боргових ризиків у «нових» країнах – членах ЄС. Наукові праці НДФІ. 2015. –Вип. 4. С. 129-141.

78. Лондар С. Л. Європейська фіскальна консолідація: який досвід варто використати Україні?. *Фінанси України*. 2014. № 1. URL. http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2014_1_5
79. Лондар С. Л. Підходи до систематизації й контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом в Україні. *Фінанси України*. 2012. № 6. С. 3-14.
80. Лондар О. С. Фактори зростання державного боргу в Україні / Лондар О. С. *Наукові праці НДФІ*. 2014. Вип. 4. С. 79-86.
81. Лось В. В. Теоретичні основи управління борговою безпекою. *Молодий вчений*. 2015. № 2(2). С. 153-156.
82. Лук'янюк М. Теоретичні основи функціонування фіскальних інститутів [Електронний ресурс]. URL. http://sophus.at.ua/publ/2014_05_22_23_kampodilsk/sekcija_4_2014_05_22_23/teoretichni_osnovi_funkcionuvannja_fiskalnikh_institutiv/62-1-0-981. (дата звернення 12.12.2016).
83. Лютий І.О. Державний кредит та боргова політика України: монографія [за ред. І.О. Лютого]. К.: ЦУЛ, 2008. 360 с.
84. Макар О. П. Світовий досвід управління державним боргом і перспективи його застосування в Україні. *Економіка та держава*. 2012. № 10. С. 54-57.
85. Мамишев А. В. Стратегія на грошах або Про аудит ефективності управління державним боргом. URL. http://www.dkrs.gov.ua/kru/uk/publish/printable_article/44714;jsessionid=9BED029B2F466505D825383907F64D7C. (дата звернення 12.12.2016).
86. Маркс К. Капитал : Т. 1. Сочинения : в 50 т. Т. 23 / К. Маркс, Ф. Энгельс ; пер. с нем. 2-е изд. М. : Политиздат, 1969. 900 с.
87. Методичні рекомендації щодо проведення аудиту ефективності виконання бюджетної програми [Електронний ресурс] : наказ Головки КРУ України від 02.04.2003 р. № 75. URL. <http://zakon.nau.ua/doc/?code=v0075501-03>. Професійна юридична система «МЕГА-НАУ».

88. Михайлов В. Г. Совершенствование методов управления рисками внутреннего долга субъекта Российской Федерации : дис... канд. экон. наук: 08.01.10. М., 2012. 185 с.
89. Моніторинг факторів, що створюють ризики стійкості державних фінансів України: науково-аналітичні матеріали / А. І. Даниленко, В. В. Зимовець; НАН України; Ін-т екон. та прогнозів. К. 2015. С. 2–13.
90. Наконечний С. І. та ін. Економетрія : підручник. Вид. 3-тє, доп. та перероб. К.: КНЕУ, 2004. 520 с.
91. Омельчук С.В. Становлення ринку боргових зобов'язань України: автореф. дис... канд. экон. наук: 08.00.08; Держ. установа «Ін-т економіки та прогнозування НАН України». К., 2008. 20 с. укр
92. Онишко, С. В. Перспективи впровадження фіскальних правил в Україні та їх інституційне забезпечення. Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2015. Том 22. № 1. С. 138 -150. ISSN 1993-0259.
93. Онищук Я.В. Державний борг України в умовах ринкової трансформації економіки: Автореф. дис... канд. экон. наук: 08.04.01; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. К., 2002. 19 с.
94. Онуфрійчук О. П. Стійкість державних фінансів та її забезпечення у зарубіжних країнах. Інноваційна економіка. 2013. № 9. С. 164-172.
95. Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія): навч. посіб.: 2-ге вид., доп. та перероб. К.: КНЕУ, 2004. 240 с.
96. Осецька Д. В. Фіскальні правила в механізмі макроекономічної політики : міжнародний досвід. Вісник Академії митної служби України. Сер. : Економіка. 2014. № 1. С. 105-112

97. Основні питання управління державним боргом [Електронний ресурс]. 2010. URL. http://www.finrep.kiev.ua/download/lmote_debtmanagement_june2010_ua.pdf.
98. П'ять стратегій Яресько. Чого чекати від оновленого проекту держбюджету на 2016 рік [Електронний ресурс]. URL. <http://tsn.ua/groshi/p-yat-strategiy-yaresko-chogo-chekati-vid-onovlenogo-proektu-derzhbyudzhetu-na-2016-rik-582488.html>. (дата звернення 12.12.2016).
99. Павловская Е. А. Система управления государственным долгом. Актуальные вопросы экономики и управления: материалы II междунар. науч. конф. (г. Москва, октябрь 2013 г.). М.: Буки-Веди, 2013. С. 70-75.
100. Пересмотренные Руководящие принципы управления государственным долгом. 2014. МВФ, МБ. 51с.
101. Приказюк Н. В. Державні запозичення: світовий досвід та особливості здійснення в Україні. Економіка та держава. 2009. № 5. С. 12-14.
102. Присяжнюк О.О. Державний борг України як показник боргової безпеки. Вісник соціально-економічних досліджень. 2011. випуск 2 (42). С. 94-98
103. Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ від 02.03.2007 р. № 60 [Електронний ресурс] / Міністерство економіки України. URL. http://www.uazakon.com/documents/date_6s/pg_gewqwi/index.htm. (дата звернення 12.12.2016).
104. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом [Електронний ресурс] : Порядок від 01.08.2012 № 815. URL. <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-п>. (дата звернення 12.12.2016).
105. Про затвердження середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013-2015 роки : Постанова КМУ від 29.04.2013 № 320 [Електронний ресурс]. URL. <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/774-2013-р>. Законодавство України. (дата звернення 12.12.2016).

106. Про рахункову палату України [Електронний ресурс] : Закон України від 2.07.2015 № 36 . URL. <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/576-19/conv/print1360603336720792>. (дата звернення 12.12.2016).

107. Про Стратегію управління державними фінансами на 2017-2021pp. : Розпорядження КМУ від 08.02.2017 № 142-р [Електронний ресурс]. URL. <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/cardnpd?docid=249797370>. Офіційний порта КМУ. (дата звернення 08.02.2017).

108. Про Стратегію сталого розвитку «Україна – 2020 : Указ Президента України від 12.01.2015 № 5/2015 [Електронний ресурс]. URL. <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>. Законодавство України. (дата звернення 12.12.2016).

109. Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. М., 2011. 528 с.

110. Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації : кол. моногр. / [Луніна І.О., Булана О.О., Фролова Н.Б. та ін.] за ред. д.е.н. І.О. Луніной; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». К., 2014. 296 с.

111. Рибак С. Боргова стійкість України: критерії оцінювання та особливості методології. Вісник Тернопільського національного економічного університету. 2011. Вип. 3. С. 49-57.

112. Рогач Ф. Риски и оценки государственного долга Украины. Економіст. 2012. № 3. С. 74-76.

113. Рубан Н. І. Аудит ефективності виконання бюджетних програм в системі державного фінансового контролю України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08.06.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит»; Науково-дослідний фінансовий інститут Академії фінансового управління Міністерства фінансів України. Київ : [Б. В.], 2006. 24 с.

114. Рубашина И. Долгосрочная устойчивость государственных финансов приоритет текущей бюджетной политики. Аудит. 2015. № 2. С.45-50.
115. Руда О. Л. Державний борг України на сучасному етапі розвитку [Електронний ресурс]. URL. http://www.economy.in.ua/pdf/3_2015/16.pdf
116. Руководство по управлению региональными и муниципальными финансами. Бюджетное планирование. Проект RFTAP/QCBS/3.6 – Консорциум: ИВЗ, ИРОФ, ИФЭМ. Режим доступа: http://www.fer.ru/rftap/files/RFTAP_QCBS_3.6_Final_report_5.pdf. (дата звернення 12.12.2016).
117. Савченко Т. Г. Дилема дискретності та правила у фіскальній і монетарній політиці. Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки. 2015. № 3. С. 170-176.
118. Сергієнко О. В. Побудова концепції визначення специфічних показників, які вказують на критичний стан державного боргу саме для економіки України. Young Scientist. 2014. № 9 (12). –С. 59-65.
119. Сіденко В. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України : Аналітична доповідь. Київ: Заповіт, 2015. 72 с. ISBN 978-966-7272-78-4.
120. Скрыпник Д.В. Бюджетные правила, эффективность правительства и экономический рост : научный доклад. М.: Институт экономики РАН, 2016. 46 с.
121. Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. К.: Артек, 2000. 640 с.
122. Сологуб І. Фіскальні правила [Електронний ресурс]. URL. <http://www.slideshare.net/KyivSchoolofEconomics/ss-48930847>. (дата звернення 12.12.2016).
123. Статистические методы: Контрольные карты Шухарта (ИСО 8258-91) : ГОСТ 50779-42-99 : Постановление Госстандарта России от

15.04.1999 № 127. ИПК Издательство стандартов, 1999. 36 с. (Государственный стандарт Российской Федерации).

124. Сторчак С.А. Условные обязательства. М.: АСТ; Зебра Е, 2009. 443 с.,

125. Сульженко В. С. Обеспечение устойчивости бюджетной системы Российской Федерации в условиях институциональных преобразований : дис. ... кандидата экономических наук: 08.00.10.– Ростов-на-Дону, 2014.– 197 с.

126. Тимошенко_О_В. Європейські критерії оцінювання боргової безпеки. Актуальні проблеми економіки : Науковий економічний журнал. 2015. № 7. С. 366-376

127. Україна 2014-2015: долаючи виклики (аналітичні оцінки) http://www.razumkov.org.ua/upload/Pidsumky_2014_2015_A4_fnl.pdf

128. Уманський І. І. Стійкість державних фінансів в умовах євроінтеграційних процесів. Фінанси України. 2015. № 1. С. 9-28.

129. Федорович І. М. Економічна оцінка боргової стійкості України. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. Випуск 25. С. 146–151.

130. Федорович І. М. Методика проведення аудиту ефективності управління державним боргом та шляхи її вдосконалення. Світ фінансів. 2014. № 3. С. 38-47.

131. Федорович І. М. Прогнозна оцінка та аналіз витрат на обслуговування державного боргу України. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. Випуск 27. С. 114–120.

132. Федорович, І. М. Моделювання динаміки державного боргу та факторів впливу на неї. Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2014. Том 16. № 1. С. 257-267. ISSN 1993-0259
133. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту. Фінанси України. 2008. № 3. С. 3–33
134. Форкун І. В. Формування та управління державним боргом в період фінансової кризи. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2010. № 2. С. 195-199.
135. Фридмен М. Количественная теория денег. М., 2011 [Електронний ресурс]. URL. <http://www.inliberty.ru/>. (дата звернення 12.12.2016).
136. Фурман І. В. Стан зовнішньої заборгованості України перед міжнародними кредиторами: оцінка та напрями врегулювання. Фінансовий простір. 2013. № 2. С. 66-73
137. Фурманець К. Л. Комплексна оцінка ефективності управління зовнішнім боргом як інструмент оптимізації боргової політики держави. Науковий вісник ЧДІЕУ. 2013. № 3. С. 85-93.
138. Хейфец Б.А. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России. М.: Инсти тут экономики РАН, 2012. 56 с
139. Царук О. Концептуальні основи та статистичні індикатори оцінки боргової безпеки держави. Світ фінансів. 2007. № 1(10). С. 46-51
140. Царук О.В. Статистичний аналіз та оцінка державного боргу: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.10; Київ. Нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. К., 2009. 20 с. укр.
141. Цвирко С.Э. Системный подход к управлению государственным долгом и суверенными фондами России. Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2015. № 31. С. 7-11.

142. Цицик Р. В. Критерії фіскальної стійкості державних фінансів. Економіка розвитку. 2013. № 4. С. 43-46.
143. Цицик Р. В. Напрями підвищення фіскальної стійкості в Україні. Наукові праці НДФІ. 2014. Вип. 3. С. 89-103.
144. Цицик Р. В. Сучасні механізми управління фіскальною стійкістю. Формування ринкових відносин в Україні. 2014. № 10. С. 54-62.
145. Цицик Р. В. Фіскальна стійкість та умови її забезпечення в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08; Держ. навч.-наук. установа «Акад. фінанс. упр.». Київ, 2015. 24 с.
146. Черепенко В.Г. Інноваційні аспекти боргової стратегії держави: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01; НАН України. Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. К., 2005. 18 с.
147. Чуба Н.В. Макроекономічний аналіз державного боргу в перехідній економіці України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01; Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. Л., 2006. 20 с.
148. Чувахина Л. Г. Цели и методы управления государственным долгом в условиях финансовой нестабильности. Вопросы современной науки и практики, Университет имени В. И. Вернадского, 2012, Выпуск № 3 (41).
149. Шаров О. Україна: вибір стратегії управління державним боргом. Світ фінансів. 2008. № 1. С. 7-10.
150. Шпачук В.В. Стратегічне управління державним зовнішнім боргом України: Автореф. дис... канд. наук з держ. упр.: 25.00.02; Одес. регіон. ін-т держ. упр. Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. О., 2004. 20 с.
151. Alesina A. F. Budget Deficits and Budget Institutions. Fiscal Institutions and Fiscal Performance. – Poterba and von Hagen. 1999. p. 13 – 36.
152. An Exercise of reference terms to carry out performance audit of public debt. INTOSAI, Public debt working group, 2007. 74 p.
153. Assessing Fiscal Stress [Electronic resource] / Prepared by Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, Samah Mazraani.

IMF Working Paper, 2011. Access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11100.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

154. Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States [Electronic resource]: A Guide. Occasional Papers 20. September 2014. URL. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/op200_en.htm. (дата звернення 12.12.2016).

155. Assessing Sustainability / Timothy Geithner. IMF, 2002. URL. <https://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm> (дата звернення 12.12.2016).

156. Auerbach A. Generalization Accounting: A New Approach to Understanding the Effects of Fiscal Policy on Saving / Auerbach A., Gokhale J., Kotikoff L.J. Scandinavian Journal of Economics. 1992. № 94(2). P. 303–318.

157. Balance of payments and international investment position manual [Electronic resource]. URL. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (дата звернення 12.12.2016).

158. Baldacci E. Assessing Fiscal Stress [Electronic resource]. 2011. URL. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/.../wp11100.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

159. Ballassone F. Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU : Research Department, Fiscal Sustainability. Rome, 2000. P. 21–60

160. Barnhill M.T. Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty. IMF, 2003 Working paper 03/79. 148 p.

161. Barro R. Are Government Bonds Net Wealth? Journal of Political Economy. 1974. P. 1097–1117.

162. Berg A. Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative. Journal of International Money and Finance. 1999. 18(4). P. 561–586.

163. Blanchard, O. The Sustainability of Fiscal Policy. New Answers to an Old Question. OECD Economic Studies. 1990. № 15. P. 7–36

164. Buiters, W.A Guide to Public Sector Debt and Deficits. Economic Policy. 1985. November. № (1). P. 13–79.
165. Calmfors L. Fiscal policy coordination in Europe [Electronic resource]. URL. <http://people.su.se/~calmf/FiscPolCoordEuropeFINAL.pdf>.
166. Calmfors L. The role of independent fiscal policy institutions: [Electronic resource]. URL. <http://su.diva-portal.org/smash/get/diva2:388833/FULLTEXT02>. (дата звернення 12.12.2016).
167. Cassard M. Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities [Electronic resource]. IMF, 1997. Working Paper № 166. URL. www.imf.org/external/pubs/ft/.../wp97166.pdf. (дата звернення 12.12.2016).
168. Collignon S. Fiscal Policy Rules and the Sustainability of Public Debt in Europe. URL. Fiscal Policy Rules and the Sustainability of Public Debt in Europe
169. Debrun X. The Functions and Impact of Fiscal Councils. IMF, 2013. 62 p.
170. Debrun X. Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility: Fiscal Councils on the Rise—A New Dataset. 2014. 35 p .
171. Debt and (not much) deleveraging. February 2015 / Mckinsey & company [Electronic resource]. URL. http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging. (дата звернення 12.12.2016).
172. Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Methodology 2015. URL: <http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/dempa-2015> (дата звернення 12.10.16).
173. Dietzel C. Das System der Staatsanleihen in Zusammenhang mit der Volkswirtschaft betrachtet. Berlin : Heidelberg, 1855. 321 p.
174. External debt statistics : guide for compilers and users / Inter-Agency Task Force on Finance Statistics. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. 351 p.

175. Fiscal Monitor: Now Is the Time Fiscal Policies for Sustainable Growth. IMF. April 2015. URL. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>. (дата звернення 12.12.2016).

176. Fiscal Sustainability Report. – European Economy. - 2012. - Economic and Financial Aijairs. 212p. ISBN 978-92-79-22856-8.

177. Ghosh A.R. Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies. NBER WP. 2011. URL. Vol. 16782. <http://www.nber.org/papers/w16782> (дата звернення 12.12.2016).

178. Giammarioli N. Assessing fiscal soundness: theory and practice / Giammarioli N. Occasional Paper Series No 56. ECB. Frankfurt am Main. March 200. 378 p.

179. Global Financial Stability Report [Electronic resource] / IMF, 2010. №1. URL. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/>. (дата звернення 12.12.2016).

180. Government finance statistics manual [Electronic resource]. URL. www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfs.htm (дата звернення 12.12.2016).

181. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document, Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. – 2002. 366 p.

182. Hemming R. A Framework for Assessing Fiscal. IMF, 2000. Working paper 00/52. 112 p.

183. IMF and World Bank Financial Sector Assessment: A Handbook. IMF, World Bank, 2005. 916 p.

184. IMF Strengthens Fiscal Transparency Code. [Electronic resource]. URL. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL061713A.htm> (дата звернення 12.12.2016).

185. Independent fiscal institutions in the EU Member States [Electronic resource]. URL.

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/independent_institutions/index_en.htm. (дата звернення 12.12.2016).

186. International Bank for Reconstruction and Development. Global Development Finance 2012. External Debt of Developing Countries [Electronic resource]. Washington, 2012. URL. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/978-0-8213-8997-3> (дата звернення 12.12.2016).

187. International Budget Partnership's 2015 Open Budget Survey [Electronic resource]. URL. <http://www.internationalbudget.org/opening-budgets/open-budget-initiative/open-budget-survey/country-info/?country=ua>. (дата звернення 12.12.2016).

188. International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications [Electronic resource]. February 3, 2004. URL. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm> (дата звернення 12.12.2016).

189. ISSAI 5411 Debt Indicators [Electronic resource]. URL. http://www.issai.org/media/13232/issai_5411_e.pdf. (дата звернення 12.12.2016).

190. Kaminsky G. Currency and Banking Crisis – The Early Warnings of Distress. IMF, 1999. Working paper 99/178. 96 p.

191. Key aspects of Debt Sustainability Analysis [Electronic resource]. URL. <http://www.development-finance.org/en/topics-of-work/debt-strategy-information/debt-sustainability.html>. (дата звернення 12.12.2016).

192. Keynes, J.M. Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of John Maynard Keynes. London : Macmillan, 1971. Vol. IV. Edition 1923. 219 p.

193. Koliada T. Управління державним боргом у контексті стабілізації державних фінансів України. Economic Annals-XXI. 2015. №7–8(1). P. 82-85.

194. Kraay A. When Is External Debt Sustainable? [Electronic resource] URL. <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980->

1190907436115/4227097-1255108201687/ WhenIsDebtSus200603.pdf. (дата звернення 12.12.2016).

195. Krejdl, A. Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability: CNB Working Paper Series. 2006. № 3. 36 p.

196. Kremer J. A Disaggregated Framework for the Analysis of Structural Developments in Public Finances. European Central Bank, 2006. № 579. 56 p.

197. Kumar M. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance. IMF, 2009. SM/09/274. 72 p.

198. Leonov S. V. Isaieva O. V. Determinants of government bond spreads in Ukraine and new EU members. Актуальні проблеми економіки. 2014. №5. P. 416-425.

199. Lukkezen J. When is debt sustainable? / Jasper Lukkezen, Hugo Rojas-Romagosa. URL. <http://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/cpb-discussion-paper-212-when-debt-sustainable.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

200. Management Institutional Framework, Regional Consultative Meeting on Draft Guidelines for Public Debt Management, Johannesburg, South Africa, December 5-6, 2000. 54 p.

201. Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis— Practical Insights and Policy Lessons [Electronic resource] / IMF, 2011. URL. www.imf.org/~media/Websites/IMF/.../_041811pdf.ashx. (дата звернення 12.12.2016).

202. Manual on fiscal transparency [Electronic resource]. IMF, 2007. URL. <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/manual/manual.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

203. Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators [Electronic resource]/ Prepared by Emanuele Baldacci, James McHugh, and Iva Petrova. IMF Working Paper, 2011. URL.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1194.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

204. Mikesell J. L. *Fiscal Administration : Analysis and Applications for the Public Sector*. 6th ed. Belmont, CA : Wadsworth Publishers, 2003. 656 p.

205. *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*. IMF, 2011. 58 p.

206. Modigliani F. Long-Run Implication of Alternative Fiscal Policy and the Burden of National Debt. *Economic Journal*. 1961. Vol. 71. P. 730–755.

207. Musgrave R. A. *Public Finance in Theory and Practice*. N. Y. : McGraw-Hill Book Company, 1959. XV, 762 p.

208. Ocampo J. *The Latin America Debt Crisis in Historical Perspective* [Electronic resource]. URL. <http://policydialogue.org/files/publications/>.

209. *OECD Best Practices for Budget Transparency*. OECD, 2002. 10 p.

210. *Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries* [Electronic resource]. 2014. URL. <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/PublicationsAndReports/20478153/032805.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

211. *Public Finance in EMU 2012*. European Commission. *European Economy*. 2012. –№4 – 329 p.

212. *Public Finance Sustainability* [Electronic resource]. URL. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/03_public_finance_sustainability.pdf, с. 18. (дата звернення 12.12.2016).

213. *Recommendation of the Council on budgetary governance*. OECD 2015. 18 p.

214. *Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institution*. 2014. OECD. 12 p.

215. Reinhart C. *Growth in a Time of Debt* [Electronic resource]. NBER Working Paper No. 1563, 2010. URL. <http://www.nber.org/papers/w15639Tkt>. (дата звернення 12.12.2016).

216. S&P Capital IQ Global Sovereign Debt. A Market Driven Perspective : 4 quarter 2014. 31 p.
217. Schaechter, A. Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the 'Next-Generation' Rules: A New Dataset. IMF, 2012. 49 p.
218. Schick A. Budgeting for Fiscal Risk [Electronic resource]. http://blog-pfm.imf.org/pfmblog/files/budgeting_for_fiscal_risk_by_aschick.ppt
219. Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries [Electronic resource]. URL. www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf. (дата звернення 12.12.2016).
220. Strawczynski M. Optimal design of new generation fiscal rules: coping with the business cycle and discretionary tax reductions. Hebrew University of Jerusalem, 2014. URL. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2439621. (дата звернення 12.12.2016).
221. Sustainability of Public Debt: Introduction and Overview [Electronic resource]. URL. <http://mitpress.universitypressscholarship.com/view/10.7551/mitpress/9780262140980.001.0001/upso-9780262140980-chapter-1>. (дата звернення 12.12.2016).
222. The Benefits of Long-Term Fiscal Projections : Policy Brief. Organisation for economic co-operation and development. 2009. 18 p.
223. The Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Tool [Electronic resource]. URL. <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1184253591417/GDM-PMF.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).
224. The Fiscal Transparency Code [Electronic resource]. IMF, 2014. URL. <http://www.imf.org/external/np/fad/trans/>.
225. The Joint World Bank–IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries [Electronic resource]. URL. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jdsf.htm>. (дата звернення 12.12.2016).

226. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union [Electronic resource]. URL. <http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

227. Ukraine Public Financial Management Performance Report [Electronic resource]. 2011. URL. <https://pefa.org/sites/default/files/assements/comments/UA-Jul12-PFMPR-Public.pdf>. (дата звернення 12.12.2016).

228. Vulnerability indicators [Electronic resource]. IMF. URL. <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/vul.htm> (дата звернення 12.12.2016).

229. World Association of Debt Management Offices manual [Electronic resource]. URL. www.wadmo.org. (дата звернення 12.12.2016).

230. World Bank Quarterly External Debt Statistics [Electronic resource]. URL. [http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-\(new\)](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-(new)). (дата звернення 12.12.2016).

231. World Bank. International Debt Statistics <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>. (дата звернення 12.12.2016).

232. World Economic Outlook Database [Electronic resource]. URL. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>. (дата звернення 12.12.2016).

233. Wyplosz C. Fiscal rules: theoretical issues and historical experiences [Electronic resource]. NBER, 2012. URL. <http://www.nber.org/papers/w17884> (дата звернення 12.12.2016).