

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ЦЕНТР ЗДВН  
КАФЕДРА ФІНАНСІВ І ПІДПРИЄМНИЦТВА  
ЛЦДН у м. \_\_\_\_\_  
(місто знаходження НКП)

До захисту допускається  
Завідувач кафедри, проф.  
\_\_\_\_\_ В. М. Боронос  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

## ДИПЛОМНА РОБОТА

НА ТЕМУ:

ФІНАНСОВІ НАСЛІДКИ ІСНУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

Освітній рівень “Бакалавр”

Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування

Керівник роботи:

\_\_\_\_\_

(підпис)

С.В. Похилько

(ініціали, прізвище)

Студент:

\_\_\_\_\_

(підпис)

А.В. Ягиченко

(ініціали, прізвище)

Група:

Фз-61с

Суми  
2020

**ЗАВДАННЯ**  
**до дипломної роботи**

## РЕФЕРАТ

Об'єктом дослідження є державний борг в Україні.

Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають в процесі реалізації боргової політики держави.

Методи дослідження, що використані у роботі: метод логічного узагальнення, структурний метод, метод аналізу, синтезу.

Метою цієї роботи є аналіз сучасного стану державного боргу в Україні та перспектив його змін.

Структура роботи. Основна частина роботи складається з трьох розділів.

У першому розділі проведений аналіз підходів до управління державним боргом, досліджений взаємозв'язок між державним боргом та розвитком економіки та основні макроекономічні чинники зростання боргу

у другому розділі проведений аналіз сучасного стану державного боргу в Україні в контексті концепції боргової стійкості в управлінні державним боргом; проведений аналіз динаміки та структури державного боргу України

У третьому розділі запропоновані рекомендації щодо удосконалення підходів до управління державним боргом

**БОРГ, МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЧИННИКИ, УПРАВЛІННЯ БОРГОМ,  
БОРГОВА СТІЙКІСТЬ, СТРУКТУРА БОРГУ**

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
1 АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....	7
1.1 Державний борг та розвиток економіки: аналіз взаємозв'язку.....	7
1.2 Основні макроекономічні чинники зростання боргу .....	10
2 АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ .....	12
2.1 Боргова стійкість в управлінні державним боргом .....	12
2.2 Аналіз динаміки та структури державного боргу України.....	16
3 РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО УДОСКОНАЛЕННЯ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ.....	21
ВИСНОВКИ.....	26
ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ .....	29
ДОДАТОК А – ДИНАМІКА ПОКАЗНИКІВ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У КРАЇНАХ СВІТУ .....	32

## ВСТУП

Безпека економічного розвитку та макроекономічна стабільність пов'язані з політикою управління державним боргом. Збільшення співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту (ВВП) призводить до негативних наслідків для фінансової системи країни та уповільнює темпи економічного зростання, а в гіршому - провокує економічний спад та фінансову кризу. Необхідність вирішення проблеми скорочення державного боргу є складним питанням і пріоритетом як на глобальному, так і на регіональному рівні. Одним із занепокоєнь є стрибок світового боргу, який у 2016 році досяг рекордного рівня в 164 трлн. дол. США. Валовий борг загального уряду Єврозони становить 86% ВВП і має тенденцію до зростання. Частка України в загальному державному боргу становить 63,9% ВВП, а Україна географічно належить до Європи і є асоційованим членом Європейського Союзу. Угода про асоціацію між Україною та ЄС регулює, що бюджетна політика України повинна бути спрямована на розвиток системи середньострокового планування бюджету, вдосконалення програмно-цільового підходу та аналізу ефективності реалізації бюджетних програм, вдосконалення досвіду та обміну інформацією щодо питань планування та виконання бюджету.

У цьому контексті оптимальний державний борг визначається у порівнянні зі швидкістю економічного зростання. Необхідно створити потенційні можливості для країни щодо обслуговування державного боргу в середньостроковій та довгостроковій перспективі. Встановлення та підтримка загальних стандартів ЄС та України щодо вартості та рівня державного боргу є важливим викликом для забезпечення сталого розвитку європейського регіону.

Метою цієї роботи є аналіз сучасного стану державного боргу в Україні та перспектив його змін.

Для досягнення поставленої мети визначено такі завдання:

1. Проаналізувати підходи, що пояснюють взаємозв'язок державного боргу та розвитку економіки.

2. Розглянути концепцію боргової стійкості як основи для управління державним боргом.
3. Проаналізувати динаміку та структуру державного боргу України.
4. Дослідити вплив основних макроекономічних факторів на державний борг України.
5. Визначити перспективи управління державним боргом в Україні.
  6. Об'єктом дослідження є державний борг в Україні.
  7. Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають в процесі реалізації боргової політики держави.
  8. Методи дослідження, що використані у роботі: метод логічного узагальнення, структурний метод, метод аналізу, синтезу, кореляційний аналіз.

Фактологічною основою роботи є: офіційні статистичні дані державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Міжнародного валютного фонду, країн економічного співробітництва та розвитку.

# 1 АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

## 1.1 Державний борг та розвиток економіки: аналіз взаємозв'язку

У багатьох країнах державний борг вважається одним з основних джерел надходження капіталу. Державний борг є основним інструментом оптимізації державної політики у часі, оскільки завдяки йому надання суспільних благ може бути тимчасово відмежоване від процесу оподаткування, необхідного для його фінансування. Аналіз літератури свідчить, що державний борг може як позитивно, так і негативно впливати на розвиток економіки. Вплив залежить від суми боргу та його цілей. Зазвичай сума боргу вимірюється за допомогою відношення боргу до ВВП. Reinhart, Reinhart і Rogoff (2015) стверджують, що цей коефіцієнт повинен бути не більше 90% для того щоб, економіка могла зростати. Перевищення певного граничного значення державного боргу спричинить несприятливий вплив на економіку. Емпірично це доводиться, на прикладі країн, що розвиваються, де поріг боргу був встановлений на рівні 88,2% (Karadam 2018). Економіка здатна зростати, коли рівень заборгованості знаходиться нижче порогового рівня. Однак, коли державний частка боргу у ВВП перевищує поріг, зростання починає зменшуватися.

Зростаючий рівень державного боргу та його взаємодія з іншими детермінантами економічного зростання, особливо після глобальної фінансової кризи, викликали необхідність дослідження впливу зростаючих рівнів боргу на економічне зростання (Jiménez-Rodríguez and Rodríguez-López 2015; Bökemeier and Greiner 2015; Swamy 2015a, 2015b). У розвинених економіках державний борг з початку глобальної фінансової кризи збільшився майже до 50 процентних пунктів (Міжнародний валютний фонд 2016 р.). Багато країн євросони наразі намагаються подолати поєднання високого рівня заборгованості, бюджетного дефіциту та низького економічного зростання.

Pegkas P. (2018) емпірично досліджує вплив частки боргу у ВВП та інших економічних детермінант (інвестицій, приватного та державного споживання,

відкритості торгівлі та зростання населення) на економічне зростання Греції, включаючи період фінансової кризи. Результати показують, що всі змінні в довгостроковій перспективі мають позитивний вплив на економічне зростання, за винятком частки боргу у ВВП та зростання населення. Також, наведено докази на користь негативного зв'язку між розміром частки боргу у ВВП та економічним зростанням.

Багато емпіричних досліджень особливо після фінансової кризи 2008 року, присвячено впливу державного боргу на економічне зростання. Передусім ці дослідження досліджували показники багатьох країн. Misztal (2010) за результатами дослідження впливу державного боргу на економічне зростання держав-членів ЄС за період 2000–2010 рр. виявив, що збільшення державного боргу на 1% у цих країнах призвело в середньому до зниження ВВП на 0,3%, а ВВП зростання на 1% призвело до зменшення державного боргу в середньому на 0,4%. Kumar and Woo (2010) для групи з 38 розвинених країн та країн, що розвиваються за період 1970–2007 рр. встановили, що збільшення державного боргу на 10% пов'язане зі зниженням ВВП на 0,2%, а вплив у країнах, що розвиваються, є сильнішим порівняно з розвиненими країнами.

Динаміка державного боргу впливає на розвиток багатьох аспектів функціонування економіки, про що свідчать показники кредитного рейтингу. Вважається, що більш високий рівень державного боргу, як правило, збільшує фінансову вразливість та викликає занепокоєння з приводу спроможності уряду обслуговувати боргові зобов'язання. Таким чином, очікується, що більш високий рівень заборгованості буде пов'язаний із сприйняттям нижчої кредитоспроможності та призведе до зниження суверенних кредитних рейтингів. Hadzi-Vaskov M. and Ricci L. A. (2019) дослідили взаємозв'язок між цими показниками на основі даних кредитних рейтингів Fitch та співвідношення державних боргів до ВВП за період 1998-2014 р. Виявилось, що країни з вищим співвідношенням боргу до ВВП мають тенденцію до нижчих суверенних кредитних рейтингів. Виявлено також чіткі відмінності між країнами, що розвиваються та розвиненими економіками – останні для одного і того ж рівня



боргу зазвичай мають більш високі кредитні рейтинги, ніж країни із ринками, що формуються.

Власюк О. С., Шемаєва Л. Г., Лондар Л. П. (2016) групують базові чинники впливу на збільшення боргового навантаження в Україні у такий спосіб: зовнішні (розвиток зовнішніх фінансових ринків) та внутрішні (макроекономічні, бюджетні тощо).

Blanchard (2019) надає всебічний аналіз державного боргу в умовах існування низьких процентних ставок. Він робить висновок, що, хоча низькі процентні ставки можуть зробити державний борг досить привабливим інструментом фінансування, витрати, пов'язані зі значним боргом, у майбутньому обмежують добробут хоча і є меншими, ніж за умови існування більш високих ставок процента.

Різні аспекти державного боргу широко проаналізовані в наукових роботах після фінансової кризи. Каразієне З. (2008, 2009), Лакстутьєне А. (2008), Релано Ф. (2008) аналізують потреби у державних запозиченнях залежно від обсягу витрат, впливу стратегій запозичення на економіку країни тощо. Причини державних запозичень та їх наслідки аналізуються А. В. Руткаускасом та ін. (2008), F. C. Graham (2000), Z. Stuopyte та A. Guzavicius (2008), R. Ginevicius та ін. (2008). Арнон і Пресбітеріо (2006) проаналізували структуру державного боргу та зробили висновок, що структура державного боргу є вирішальним фактором для визначення платоспроможності та показника ризику країни.

Різні методи оцінки стійкості державного боргу були проаналізовані К. Thaeho (2004), J. D. Hamilton та M. A. Flavin (1986), C. S. Nakkiю та M. Rush (1991), M. Uctum та ін. (2000), F. Yusof та ін. (2008), О. Власенко та ін. (2009), Телатар та Болатоглу (2004) (аналіз взаємозалежності між коефіцієнтом державного боргу, процентними ставками, первинним надлишком та дефіцитом бюджету). Різні автори використовують різні підходи до питання стійкості державного боргу і, відповідно, можуть досягти навіть не подібних результатів при аналізі одних і тих же країн.

## 1.2 Основні макроекономічні чинники зростання боргу

До основних макроекономічних чинників, які зумовили критичне зростання боргового навантаження в Україні, віднесено такі

- ✓ значна девальвація гривні (збільшення не лише обсягу державного боргу в національній валюті, а й вартість його обслуговування);
- ✓ падіння реального ВВП у 2015 року
- ✓ зниження внутрішнього споживчого попиту внаслідок інфляційних процесів
- ✓ негативний вплив реальної процентної ставки НБУ
- ✓ зростання дефіциту сектору загальнодержавного управління
- ✓ зростання дефіциту державного бюджету,
- ✓ необхідність подальшої бюджетної підтримки державних підприємств

Міжнародний валютний фонд (також аналізує фіскальні ризики у контексті функціонування державних підприємств та зазначає, що несподіване погіршення кредитного ризику гарантованих державних підприємств, що вимагає, щоб держава обслуговувала гарантовану заборгованість, призведе до відхилення показників бюджету. Більшість гарантованого боргу виражена в іноземній валюті і тому має місце валютний ризик.

З державних підприємств рекомендовано стягувати комісію, пов'язану з ризиком щодо гарантованого боргу, щоб забезпечити відшкодування витрат, якщо виникне ситуація, що буде вимагати обслуговування боргу. При цьому МВФ зазначає, що непередбачені зміни макроекономічних умов призведуть до того, що фіскальні прогнози будуть відрізнятися від представлених у бюджеті. Ключові ризики для макроекономічного прогнозу виникають у зв'язку з можливим ослабленням глобальних економічних умов та падінням валютного курсу, труднощами з доступом до зовнішнього фінансування, зокрема від того, що не здійснюються багатосторонні, структурні реформи, або послабленням реакції економіки та посиленням військових дій на Сході країни.

Кабінетом Міністрів України було розглянуто та затверджено три макроекономічні сценарії, що враховують ефективність економіки в попередні роки, поточну економічну ситуацію та оцінюють, як зовнішні та внутрішні ризики можуть вплинути на економіку України протягом 2019–2021 років. Перший, базовий сценарій забезпечує основу для фіскальних прогнозів, що містяться в проєкті бюджету. Цей базовий сценарій базується на збереженні сприятливого прогнозу світової економіки. Крім того, він передбачає, що реформи, передбачені урядовим Середньостроковим планом, успішно проводяться з помірною позитивною реакцією з боку економіки. Впровадження реформ, де не досягнуто консенсусу (наприклад, земельна та податкова реформи), не були включені до цього сценарію.

Другий сценарій – оптимістичний, передбачає, що реалізація всіх реформ, включаючи земельну та податкову реформи, протікає успішно. Світовий економічний прогноз у цьому сценарії узгоджується з припущенням прогнозу базового сценарію. Однак припущення щодо припливу інвестиційних та позичкових капіталів дещо кращі.

Третій сценарій – песимістичний – це більш несприятливий сценарій, який враховує ефективність економіки в умовах менш сприятливої зовнішньоекономічної ситуації.

## 2 АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ

### 2.1 Боргова стійкість в управлінні державним боргом

У сучасній глобальній економіці заборгованість держав висока і продовжує зростати. Окремі дослідники, зокрема, Yared (2019) говорять, що довгострокова тенденція накопичення боргу не відповідає теоріям оптимальної політики державного боргу. Тому управління державним боргом стає одним із переважних питань як на національному, так і наднаціональному рівнях. Суттєве збільшення вартості обслуговування боргу може викликати економічний шок. Тому досягнення стійкості державного боргу є боргової політики на сучасному етапі, є основою стійкості фіскальної політики в цілому. Фінансові регулятори занепокоєні скороченням низько ризикових активів, зростанням надмірного ризику та відповідних загроз фінансовій стабільності. Міжнародні фінансові установи припускають, що поточний рівень заборгованості можна тлумачити як основу майбутніх проблем, пов'язаних із комбінацією суверенного дефолту, високої інфляції та фінансового колапсу (Sandleris 2016). У цьому контексті нестабільна фіскальна політика може бути визначена як неефективна, якщо в довгостроковій перспективі посилює обмеження державного бюджету.

Власюк О. С., Шемаєва Л. Г., Лондар Л. П. (2016) зазначають, що боргова стійкість означає здатність уряду своєчасно та повно виконувати свої боргові зобов'язання, не накопичуючи при цьому додатковий борг, проведення його реструктуризації чи списання з одночасним забезпеченням прийняттого рівня економічного зростання.



Рисунок 2.1 – Фактори боргової стійкості

Вона забезпечується, по-перше, характеристиками державного боргу та його співвідношеннями з основними макропоказниками розвитку держави (обсяг боргу, частка у ВВП, розмір платежів на обслуговування, структура боргу (внутрішній, зовнішній), його часові характеристики), по-друге, можливістю доступу держави до внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, необхідних для виконання боргових зобов'язань. Прийнятним вважається такий рівень боргу, що дозволяє без допомоги міжнародних фінансових організацій чи інших суб'єктів своєчасно й в повному обсязі розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями без проведення реструктуризації чи оголошення дефолту. Також передбачається можливість залучати кошти на ринках капіталу за прийнятними відсотковими ставками, щоб не створювати додаткового навантаження на бюджет.

Оцінити стійкість боргу досить важко. Факти свідчать про неоднозначність кількісних характеристик. Як зазначають Debrun X., Ostry J. D., Willems T. (2019) Японія може підтримувати рівень заборгованості понад 200% ВВП без будь-якого тиску на дохідність, тоді як Україна мала за борговими зобов'язаннями, еквівалентними 30% ВВП країни (1998 рік).

Аналіз стійкості державного боргу відіграє ключову роль у роботі МВФ: як для моніторингу (інформування політичних рішень), так і для прийняття рішень щодо кредитування МВФ (МВФ в принципі заборонено кредитувати країну, якщо він вважає державний борг цієї країни нестійким).

Для оцінки стійкості боргу МВФ використовує два різні підходи: один для країн з розвинутим ринком та другий – для країн з низьким рівнем доходу. Підхід до оцінки стійкості боргу МВФ для країн з низьким рівнем доходу розглядає теперішню вартість державного боргу як основний чинник. Нинішня вартість поступається номінальній вартості, коли позика надається за нижчими ринковими процентними ставками або супроводжується пільговим періодом (протягом якого боржник звільняється від здійснення погашення, без накопичення відсотків). Основними у структурі стійкості боргу МВФ для обох типів країн є динаміка боргу. У поєднанні з прогнозами основних макроекономічних змінних вони прогнозують коефіцієнт заборгованості в майбутньому. Згодом отримують "смугу стійкості" – оцінка керується економетричним аналізом розвитку фіскального простору. Ці підходи можуть призвести або до «порогових значень боргу» (критичних коефіцієнтів, як правило, у відношенні боргу до ВВП або обслуговування боргу до ВВП, за межами яких стійкість боргу вважається сумнівними) або до показників, що свідчать про ймовірність майбутніх проблем з боргом (для якого можна встановити рівень допуску).

Отже, суть стійкості державного боргу полягає у тому, що державний борг країни вважається стійким, якщо можуть бути дотримані обмеження державного бюджету, не порушуючи його грошово-кредитної та фіскальної політики. Це означає, що розмір державного боргу не повинен перевищувати теперішньої вартості усіх майбутніх надлишків (бюджетних профіцитів). Концепція підтримки стабільної грошово-кредитної та фіскальної політики є визначальною. Обмеження державного бюджету можуть бути задоволені шляхом визнання обставин, за яких заборгованість за боргом (невиплата) або монетизація відбуватиметься способами, що відповідають математичним моделям,

покладеним в основу оцінки боргу. У цьому випадку рівняння відповідають на питання про те, якою є поточна вартість боргу, що може бути погашена у майбутньому.

Відсутність дієвих методів оцінки стійкості державного боргу ускладнює інвестиційні рішення як для урядів, так і для інвесторів. Проблема стійкості державного боргу ще більше загострюється у випадку нестабільної економіки, оскільки макроекономічні та державні боргові змінні в цьому випадку мають суто умовний характер. Тому важливо оцінити, чи проводять окремі країни стійку та стабільну фіскальну політику.

Боргова стійкість (стійкість державного боргу) концептуально поєднується з платоспроможністю уряду, тобто його здатністю виконувати всі поточні та майбутні зобов'язання. Отже, боргова стійкість є перспективним поняттям, і оцінювати її означає врахувати невизначеність та взаємозв'язок щонайменше з трьома іншими проблемами.

1. Стратегічний характер державного боргу та його обслуговування. Обслуговування боргу – це стратегічний вибір, який повинен створити переконання для ринку, який аналізуючи базові витрати і вигоди, визнає надійність уряду щодо виконання своїх зобов'язань. Проте умови, що враховуються, постійно змінюються, отже, оцінка боргової стійкості може змінитися. Взаємозв'язок між стійкістю та фіскальними балансами уряду створює враження, що перше може визначатися таким чином, що є об'єктивним та однозначним. Проте на практиці неможливо знати, якими будуть майбутні первинні залишки (профіцити), або швидкість, за якою вони будуть дисконтовані.

2. Сукупність потенційних шоків, що впливають на баланс бюджету, є широкою і вкрай складною для моделювання. Прикладом є ситуація з подоланням світової пандемії коронавірусу та її вплив на збалансованість бюджетів.

3. Різний характер боргу – за валютною структурою, строками погашення та типом позичальника – визначає різну експозицію та вплив ризиків.

Узагальнення економічних принципів та статистичних методів, що формують практику оцінювання стійкості боргу, дозволяє виокремити основні складові, що необхідно враховувати в оцінюванні боргової стійкості:

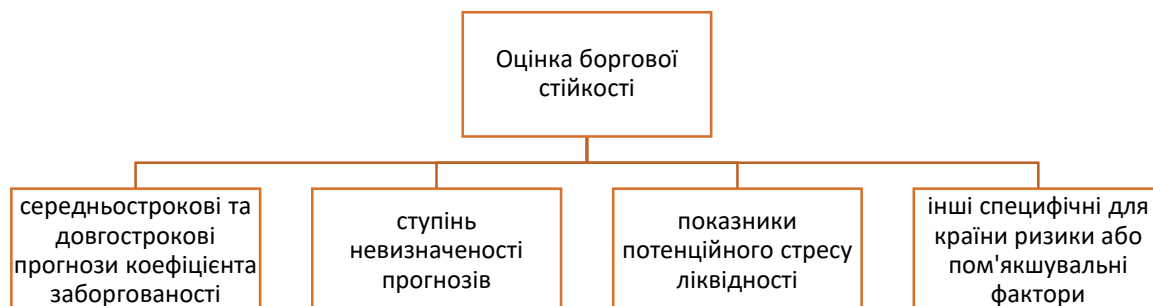


Рисунок 2.2 – Основні складові оцінки боргової стійкості

Загалом три ключові принципи повинні бути покладені в основу методології оцінювання, стабільності державного боргу: релевантність, простота та прозорість.

Концепція стійкості виключає визначення об'єктивних заходів для визначення стійкості боргу. Важливо враховувати показники, що характеризують майбутню траєкторію бюджетних надлишків, пов'язані з ними ставки дисконтування та дотримання обмежень щодо державного бюджету.

Борг є стійким, коли теперішня вартість майбутніх потоків доходу за вирахуванням витрат боржника дозволяє покрити усі зобов'язання, що були узгоджено контрактно. При цьому борг слід оцінювати в реальному вираженні, оскільки рівень цін може розглядатися як змінна для коригування вартості боргу.

## 2.2 Аналіз динаміки та структури державного боргу України

За останній період спостерігається зростаюча динаміка державного боргу. Кризові явища 2014-2015 років, девальвація гривні стали факторами зростання



співвідношення державного боргу до ВВП (до 81% у 2016 р). Структурні реформи, відновлення зростання економіки, яке стало можливим завдяки покращенню макроекономічних показників, узгодженню фіскальної і монетарної політики, реструктуризація частини державного боргу в 2015 році дозволили зменшити частку державного боргу до ВВП до 72% у 2017 р. (У 2017 році рівень у ВВП знизився вперше, починаючи з 2011 року.) Для прикладу, у Білорусі і Польщі державний борг у ВВП за цей період був на рівні 50%, а в Румунії нижче 40% (ЗВІТ НІСД). Як видно з рисунку 2.1 Україна має найнижчий рівень ВВП на душу населення, і не дивлячись на не найбільший показник частки боргу у ВВП акумулює значні ризики.

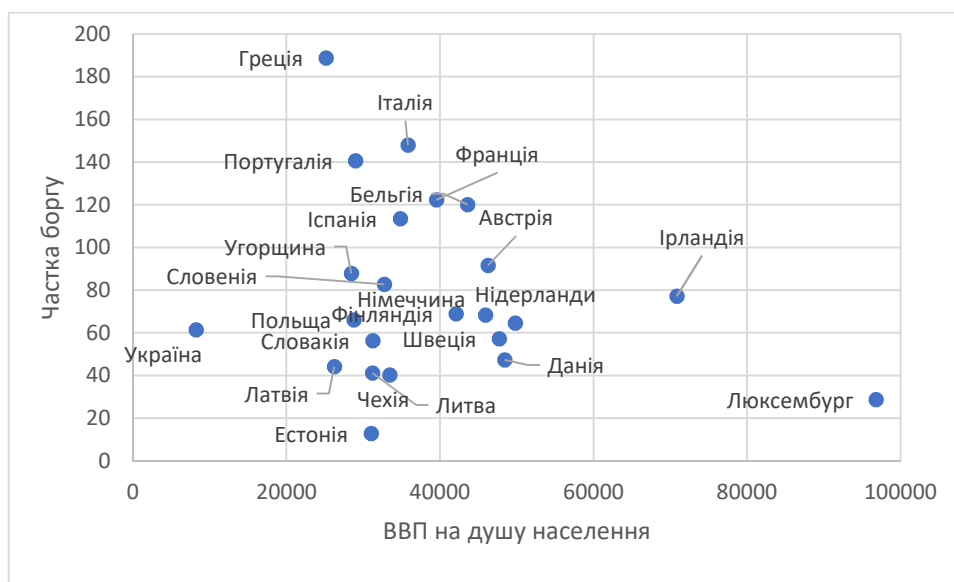


Рисунок 2.3 - Співвідношення розміру ВВП на душу населення та рівня державного боргу країн Європи (побудовано автором)

Україна входить до групи країн з високим борговим навантаженням та значним негативним сальдо поточного рахунку платіжного балансу. У структурі державного боргу питома вага запозичень в іноземній валюті становить близько 70%. Така структура державного боргу посилює чутливість вітчизняної фінансової системи до валютних ризиків, в тому числі щодо збільшення витрат на обслуговування боргу (рис. 2.4, 2.5). В таких умовах продовження співпраці з МВФ та іншими офіційними кредиторами є основною умовою збереження фінансової стійкості України. При цьому треба забезпечити:

- ✓ зміну ролі державного боргу – від суто технічного фіскального механізму до рушія макроекономічної політики
- ✓ структурну модернізацію національної економіки, що має втілити перехід від пасивного боргового фінансування дефіциту державного бюджету до активного стратегічного розвитку та, що має перетворити політику державних запозичень з та грошово-кредитної політики.

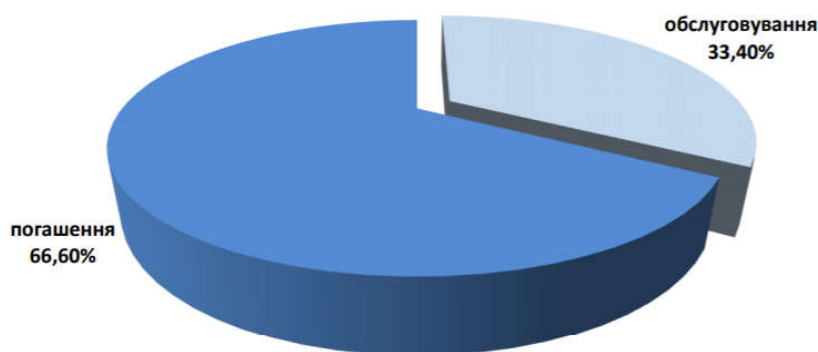


Рисунок 2.4 - Структура державного боргу України у 2020 рік за типами платежів (побудовано на основі офіційних даних Міністерства фінансів України <https://index.minfin.com.ua/finance/debtgov/>)

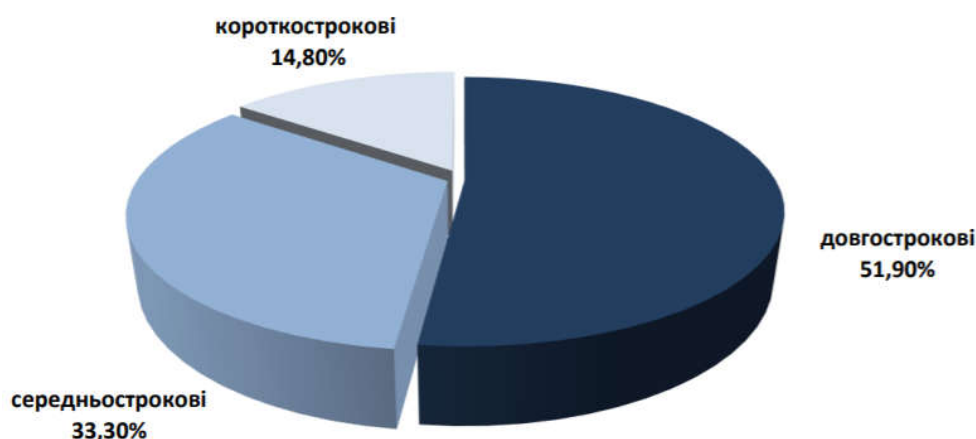


Рисунок 2.5 - Структура державних запозичень у 2020 році за типами боргових зобов'язань (побудовано на основі офіційних даних Міністерства фінансів України <https://index.minfin.com.ua/finance/debtgov/>)

Серед фінансових наслідків державного боргу Власюк О. С., Шемаєва Л. Г., Лондар Л. П. (2016) вибіляють такі:

1. Випереджаюча динаміка зростання державного боргу порівняно з динамікою зростання ВВП на тлі внутрішніх та зовнішніх факторів дестабілізації зумовила перевищення рівня боргу над максимально дозволеного, що посилювало ризик неплатоспроможності уряду.
2. Зростання частки зобов'язань, номінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, у структурі боргу, що посилює вплив валютних ризиків і вразливість фінансової системи.
3. Нарощення боргового тиску на державний бюджет внаслідок зростання платежів на обслуговування державного боргу. Отже, у структурі сукупних платежів за борговими зобов'язаннями укріплюється тренд до зростання бюджетних витрат на погашення державного боргу.
4. Зростання квазіфіскальних ризиків в Україні, що зумовлені зростанням дефіциту НАК “Нафтогаз України”, що спостерігається протягом багатьох років і потребує бюджетного фінансування.
5. Розбіжність у вартості запозичень (7,54 % річних по капіталізаційних ОВДП значно менша поточної дохідності (15-16 % річних) інших державних цінних паперів на первинному та вторинному ринках). Тобто недосконалість механізмів ринкового ціноутворення для державних боргових інструментів в Україні зумовлює невизначеність для інвесторів, передусім нерезидентів. Наслідки такої ситуації негативно впливають не лише на бюджетну систему, але й зменшує конкуренцію, збільшує дефіцит ліквідності на фінансовому ринку, зменшує кредитування реального сектору економіки.
6. Капіталізація банків зумовила зростання обсягу державних запозичень, як наслідок – збільшення видатків державного бюджету, пов'язаних з обслуговуванням.

Наразі реалізовано ряд продуктивних рішень щодо управління державним боргом, а саме

- ✓ Розроблено постанову про встановлення порядку оцінки різних фіскальних ризиків, яка була розглянута Кабінетом Міністрів України;
- ✓ наказ про введення санкцій, якщо необхідна інформація не була подана;
- ✓ система електронного збору даних державних підприємств;
- ✓ план дій щодо вдосконалення управління фіскальними ризиками на середньострокову перспективу (включаючи створення реєстру фіскальних ризиків (другий квартал 2020 року))

Другий щорічний звіт про фіскальні ризики вийшов у вересні разом із бюджетом на 2019 рік. Це важлива можливість розвивати політику управління державним боргом на (перший звіт про фінансовий ризик сформовано у 2018 році з більш всеосяжним МСФЗ).

Місія покращила фінансову модель для аналізу ризиків, пов'язаних з "Нафтогазом", розробленими під час місії в жовтні 2018 року. Незважаючи на оновлення припущень, моделювання все ще показує, що очікувана втрата надходжень від транзитного газу матиме значний негативний вплив на бюджет України з боку Січень 2020 р. Відповідні заходи щодо пом'якшення наслідків можуть покращити цей негативний вплив, але все ж відбудеться значне скорочення доходів бюджету від Нафтогазу. Більше того, «Нафтогаз» відчував негайний дефіцит грошових коштів у той час, коли місія, яка потребує рішучих дій для швидкого рішення, щоб уникнути нестачі газу взимку

### **3 РЕКОМЕНДАЦІ ЩОДО УДОСКОНАЛЕННЯ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ**

Завдання політики управління боргом полягає в тому, щоб зупинити зростання державного боргу, дотримуючись шляху стійкого зростання. Глобальна економічна криза показала, що високий державний борг створив величезні фіскальні дисбаланси в економіці окремих країн. Дійсно, коли державний борг високий, інвестори сприймають ситуацію як надзвичайно ризиковану, що створює труднощі з кредитуванням, що призводить до жорсткої фіскальної політики та поглиблює рецесію. Що стосується впливу фіскальних правил та інститутів на поведінку на ринку, емпіричні результати показують, що вони покращують очікування ринку щодо фіскальної стійкості (Apergis і Mamatzakis 2014; Mamatzakis і Tsionas 2015). Як результат, посилення фіскального управління може зменшити ступінь песимізму ринку щодо кризи суверенного боргу. Це необхідно, тому що країні необхідно відновити ліквідність своєї банківської системи, відновивши доступ до міжнародних фінансових ринків. Домовленість щодо ліквідності допоможе підвищити ліквідність на внутрішньому ринку та подальшому економічному зростанню, а наступним кроком має бути припинення обмежень контролю за капіталом. Тому країні першочергово треба зменшити дефіцит, збільшити первинний профіцит бюджету та підвищити ефективність планування та операційної політики для визначення оптимальної заборгованості та підтримки зростання ВВП. Хоча фіскальна консолідація, коригування та дисципліна необхідні, самі по собі не є достатньою умовою економічного зростання та соціального добробуту. Для подолання фінансової кризи важливо фіскальну дисципліну поєднувати з впровадженням послідовних структурних реформ, що сприяють зростанню. Особливо важливо вибрати відповідні макроекономічні інструменти для покращення ситуації в економіці. Подальше підвищення конкурентоспроможності має важливе значення, яке потребує зниження витрат і

переведення ресурсів на ті сектори, що стимулюють зростання та врівноважують зовнішню позицію.

Отже, стратегії країни в управлінні боргом повинна базуватися на збільшенні експорту, підвищенні конкурентоспроможності та продуктивності праці, посиленні наукових досліджень та інновацій, залученні прямих іноземних інвестицій та коригуванні використання державних інвестицій. Реформи на ринках праці можуть зіграти значну роль у стримуванні втрат виробництва та підтримці зростання ВВП.

Подальші дослідження, безумовно, потрібні для повного розуміння впливу державного боргу на економічне зростання. Можливо, можна було б дослідити, як боргові кризи інших країн вплинули на валютний курс та процентні ставки. Це може бути подальшим аналізом для дослідження взаємозв'язку між зростанням ВВП та боргом. Багато визначальних факторів економічного зростання, оскільки інвестиції залежать від процентних ставок, а експорт / імпорт залежать від курсу валюти.

В організаційному плані в Україні здійснено кроки щодо удосконалення підходів до управління державним боргом. У лютому 2020 року створено Агентство з управління державним боргом України як центральний орган виконавчої влади, діяльність якого спрямовується і координується Кабінетом Міністрів України через Міністра фінансів. Цей новий орган реалізує політику держави у сфері управління державним та гарантованим державою боргом. Як зазначалося нове Агентство буде мати операційну незалежність від Міністерства фінансів. І буде більш ефективно та прозоро використовувати інструменти з управління державним боргом (операції РЕПО, деривативи, свопи,). Саме потреба регулювати та уникати кризи ліквідності та платоспроможності на початку бюджетних періодів зумовила створення Агентства. Крім того ефективність залежить від урахування та впливу на фіскальні ризики.

Тут треба згадати, що виконання бюджету розвитку є однією із сфер ризику для бюджету. Уряд розглядав низку проектів протягом багатьох років зі значним перевищенням витрат, що накладає навантаження на поточний бюджет.

Бюджет розвитку на 2019 рік становить 885 млн. грн, що еквівалентно приблизно 4 %ВВП. Збільшення цієї суми на 10 % внаслідок перевищення витрат становить близько 0,4 % від ВВП. Крім того, ще однією проблемою, що стоїть перед капітальними проектами, є затримки в реалізації, що багато в чому пов'язані кадровим потенціалом та затримками у процесі закупівель. Це впливає на бюджет на наступний рік, де перерозподіл коштів необхідний для забезпечення коштів на затримку проекту. Затримки інвестицій в державну інфраструктуру також залишається небезпекою для економічного зростання.

Наділ необхідно продовжити вдосконалювати систему управління державними інвестиціями для подолання затримок у виконанні бюджету розвитку та уникнення перевитрат.

Також необхідно враховувати ризики втрати іноземної допомоги. Це є ще одним джерелом ризику для бюджету, оскільки іноземна допомога, яка надходить у формі грантів, за оцінками, становить близько 0,9 в% ВВП для бюджету на 2019 рік і, як передбачається, залишиться суттєвою у середньостроковій перспективі. Будь-яка міжнародна загроза, наприклад фінансова криза, може вплинути на доходи країн-донорів і тим самим впливають на їхню здатність надавати іноземну допомогу. Так у сучасній ситуації пандемії дуже складно планувати допомогу на середньострокову перспективу.

Державні підприємства можуть бути головним джерелом фіскального ризику для державних фінансів. Аналіз фіскальних ризиків ідентифікує, кількісно оцінює та розкриває їх структуру. Фіскальні ризики виникають із різних джерел, які впливають на фінансові та фіскальні показники діяльності цих підприємств. Державне підприємство, яке працює неефективно, може мати зниження прибутків, збільшення заборгованості та падіння платоспроможності. Це може призвести до зниження фінансової віддачі від державних підприємств та додаткових фінансових витрат до бюджету і нестійкий рівня боргу.

Існують значні фіскальні ризики, що виникають від державних підприємств зокрема:

1. Макроекономічні потрясіння, наприклад, коливання цін на товари, зокрема на нафту, процентні та валютні курси, ціни на нерухомість та темпи зростання туризму.

2. Фінансові ризики, які виходять від інших подій, витрат і доходів, наприклад, підвищення зарплати, або менший продажі, що зменшує чистий прибуток чи збільшує втрати.

3. Умовні зобов'язання – уряд або не має юридичних зобов'язань до випадків, коли державне підприємство стикається з проблемами ліквідності.

4. Заборгованість, за якою борги продовжують накопичуватись, стають непогашеними, списуються, що призводить до проблем з рентабельністю та ліквідністю.

Важливо також враховувати інституційні ризики, які виникають через прогалини в системі нагляду. У цій ситуації недостатніми є можливості боротьби зі зростаючою кількістю державних підприємств та відсутністю відповідного законодавства, що зменшує фінансові ризики з боку державних підприємств. Слабка система нагляду може суттєво впливати на їхні фінансові результати, тоді як недотримання подання відповідної фінансової звітності, перешкоджають належному аналізу та прогнозуванню фінансового стану. Це в свою чергу може вплинути на прийняття рішень виконавчої влади та політику їх ефективного контролю та управління.

Необхідними для ефективного управління боргом, є стратегії та методи оцінки та аналізу фінансових ризиків та заходи щодо їх пом'якшення. Серед таких для України можна рекомендувати комплексну оцінку можливого впливу цих ризиків. Оскільки ризики впливатимуть на фінансову позицію країни (фінансові цілі та фінансову стійкість) зменшення ризиків є головним пріоритетом уряду.

Серед рекомендованих стратегій виділяють такі:

- ✓ дотримання взятого курсу на моніторинг фінансових ризиків та подальше розширення інструментів.



- ✓ створення резерву бюджету на випадок непередбачуваних фіскальних ризиків. Це дозволить покрити непередбачені витрати, та сприяти стійкості боргу.
- ✓ передача ризиків за допомогою інструментів хеджування та страхування, що допоможе в пом'якшенні макроекономічних ризиків, пов'язаних зокрема з діяльністю державних підприємств.
- ✓ введення обмежень та лімітів на зобов'язання, які можуть накопичувати державні підприємства
- ✓ удосконалення вимог до звітності державних підприємств
- ✓ субсидіювання для державних підприємств у випадку інституційних ризиків
- ✓ формування скоординованої системи звітування між відповідальними міністерствами, регуляторами та державними органами, що стосуються будь-яких рішень, які можуть створювати ризики

Як зазначалося вище, зв'язок між тимчасовим обмеженням бюджету та звичайними підходами до визначення стійкості боргу базується на передумові, що безризикова процентна ставка перевищує темпи зростання економіки. За відсутності цієї умови динамічної ефективності обмеження урядового бюджету насправді не пов'язують. Щодо стійкості боргу, це означає, що співвідношення боргу до ВВП можна стабілізувати або навіть зменшити, не змушуючи уряд мати первинний надлишок. Деякі вчені зазначають про ліміт запозичень, тобто уряд повинен позичати і здійснювати лише ті видатки, які принесуть дохід у майбутньому і таким чином дадуть змогу погасити борг.

## ВИСНОВКИ

Аналіз літератури свідчить, що державний борг може як позитивно, так і негативно впливати на розвиток економіки. Вплив залежить від суми боргу та його цілей. Зазвичай сума боргу вимірюється за допомогою відношення боргу до ВВП.

Зростаючий рівень державного боргу та його взаємодія з іншими детермінантами економічного зростання, особливо після глобальної фінансової кризи, викликали необхідність дослідження впливу зростаючих рівнів боргу на економічне зростання

За результатами дослідження впливу державного боргу на економічне зростання держав-членів ЄС за період 2000–2010 рр. виявив, що збільшення державного боргу на 1% у цих країнах призвело в середньому до зниження ВВП на 0,3%, а ВВП зростання на 1% призвело до зменшення державного боргу в середньому на 0,4%.

Державний борг зазвичай визначається як стійкий, якщо він прийнятний як для внутрішніх, так і для зовнішніх кредиторів. Тому здатність належним чином керувати зобов'язаннями уряду в довгостроковій перспективі можна охарактеризувати як здатність досягти стійкості державного боргу.

Для первинної оцінки стійкості державного боргу можна розрахувати відношення боргу до ВВП. Однак цей показник є досить абстрактним і не може бути використаний окремо для оцінки стійкості державного боргу. Він скоріше використовується для демонстрації обсягу державного боргу та дозволяє порівняти державні борги різних країн. Оцінка стійкості державного боргу вимагає значно складнішого підходу. Перш за все, повинні бути розглянуті конкретні макроекономічні умови для кожної країни. Крім макроекономічних показників одночасно слід аналізувати показники, що безпосередньо впливають на державний борг.

Динаміка державного боргу впливає на розвиток багатьох аспектів функціонування економіки, про що свідчать показники кредитного рейтингу.

Вважається, що більш високий рівень державного боргу, як правило, збільшує фінансову вразливість та викликає занепокоєння з приводу спроможності уряду обслуговувати боргові зобов'язання. Таким чином, очікується, що більш високий рівень заборгованості буде пов'язаний із сприйняттям нижчої кредитоспроможності та призведе до зниження суверенних кредитних рейтингів.

До основних макроекономічних чинників, які зумовили критичне зростання боргового навантаження в Україні, віднесено такі: значна девальвація гривні (збільшення не лише обсягу державного боргу в національній валюті, а й вартість його обслуговування); падіння реального ВВП у 2015 року; зниження внутрішнього споживчого попиту внаслідок інфляційних процесів; негативний вплив реальної процентної ставки НБУ; зростання дефіциту сектору загальнодержавного управління; зростання дефіциту державного бюджету; необхідність подальшої бюджетної підтримки державних підприємств;

Управління державним боргом стає одним із переважних питань як на національному, так і наднаціональному рівнях. Суттєве збільшення вартості обслуговування боргу може викликати економічний шок. Тому досягнення стійкості державного боргу є боргової політики на сучасному етапі, є основою стійкості фінансової політики в цілому. Аналіз стійкості державного боргу відіграє ключову роль у роботі МВФ: як для моніторингу (інформування політичних рішень), так і для прийняття рішень щодо кредитування МВФ (МВФ в принципі заборонено кредитувати країну, якщо він вважає державний борг цієї країни нестійким).

Україна входить до групи країн з високим борговим навантаженням та значним негативним сальдо поточного рахунку платіжного балансу. У структурі державного боргу питома вага запозичень в іноземній валюті становить близько 70%. Така структура державного боргу посилює чутливість вітчизняної фінансової системи до валютних ризиків, в тому числі щодо збільшення витрат на обслуговування боргу. В таких умовах продовження співпраці з МВФ та іншими офіційними кредиторами є основною умовою збереження фінансової стійкості України.

В організаційному плані в Україні здійснено кроки щодо удосконалення підходів до управління державним боргом. У лютому 2020 року створено Агентство з управління державним боргом України як центральний орган виконавчої влади, діяльність якого спрямовується і координується Кабінетом Міністрів України через Міністра фінансів. Цей новий орган реалізує політику держави у сфері управління державним та гарантованим державою боргом

## ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ

1. Айзенман, Джошуа, Майкл Хатчінсон та Йотін Джінджарак (2013), «Який ризик дефолту боргу європейського суверенного капіталу? Фіскальний простір, розповсюдження CDS та ринкове ціноутворення за ризиком », Journal of International Money and Finance, 34: 37-59.
2. Баранецька О.В. Проблеми забезпечення боргової безпеки України / О.Д. Ладюк, О.В. Баранецька // Ефективна економіка. – 2017. – № 7 [Електронний ресурс] Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5698>
3. Бланшард, Олів'є (2019), «Державний борг та низькі процентні ставки», Виступ Президента Американської Економічної Асоціації (АЕА) під час щорічної зустрічі АЕА.
4. Бодрі, Пол та Тім Віллемс (2018), “Про макроекономічні наслідки надоптимізму”, робочий документ NBER № 24685.
5. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки – К.: НІСД, 2016. – 50 с.
6. Варналій З., Савілова О. (2018) Роль управління державним боргом у фінансовій стабільності України, ВІСНИК Київського національного університету імені Тараса Шевченка, ЕКОНОМІКА. 2018; 6(201): 11-19
7. Галстед Авріл (2019) Державні підприємства України: управління фіскальними ризиками. Технічний звіт Міжнародний Валютний Фонд. Вересень 2019 року
8. Гош, Атіш Р., Джун Кім, Енріке Мендоса, Джонатан Д. Острі та Махваш С. Куреші (2013), “Фіскальна втома, фіскальний простір та стійкість боргу в передових економіках”, Економічний журнал, 123: F4 -F30.
9. Дебрун, Ксав'є, Маріуш Ярмузек та Анна Шабуніна (2019), «Державний борг: не безпечно з будь-якою швидкістю», робочий документ МВФ, що очікується.

10. Кім, Джун І. та Джонатан Д. Острі (2018), “Підвищення фіскального простору: ролі ВВП, пов'язаний з боргом та тривалістю строків погашення”, Доповідь відомства МВФ № 18/04.
11. Лондар С.Л., Лондар О.С. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн-членів ЄС: монографія/ за редакцією Федосова В.М.- 2016.-242 с.
12. Острі, Джонатан Д., Атіш Р. Гош та Рафаель Еспіноза (2015), "Коли слід зменшити державний борг", Записка для обговорення співробітників МВФ № 15/10.
13. Рамка сталого боргу для країн з низьким рівнем доходу. Спільна інформація про Світовий банк та МВФ. - квітень 2015. URL: Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/jdsf.htm>.
14. Рейнхарт, С. М., Reinhart, V., & Rogoff, K. (2015). Справа з боргами. Журнал міжнародної економіки, 96 (S1), S43–55.
15. Рейнхарт, Кармен М. та Белен Сбранча (2015), “Ліквідація державного боргу”, Економічна політика, 30 (82): 291-333.
16. Сандлеріс, Гвідо (2016) "Витрати суверенних дефолтів: теорія та емпіричні дані", *Economia*, 16 (2): 1-27.
17. Школьник, І., І Койло, В. (2018). Зв'язок між зовнішнім боргом та економічним зростанням: емпіричні дані України та інших економік, що розвиваються. Управління інвестиціями та фінансові інновації, 15 (1), 387–400.
18. Яред, П (2019), “Зростаючий державний борг: причини та рішення десятиліть - давня тенденція”, *Journal of Economic Perspectives* 33 (2): pp. 115-140.
19. Debrun X., Ostry J. D., Willems T. (2019) The 3 principles behind sound and sustainable national debt policy. WEF. <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/the-art-of-assessing-public-debt-sustainability-relevance-simplicity-transparency/>
20. Debrun X., Ostry J. D., Willems T. and Wyplosz Ch. PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY t: <https://www.researchgate.net/publication/335943450>

21. Hadzi-Vaskov M. and Ricci L. A. (2019) The Nonlinear Relationship Between Public Debt and Sovereign Credit Ratings. IMF Working Paper WP/19/162.
22. International Monetary Fund. 2016. Fiscal Monitor. Available online: [www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf)
23. Kumar, Manmohan, and Jaejoon Woo. 2010. Public Debt and Growth. International Monetary Fund Working Paper No. 10/174. Washington: International Monetary Fund.
24. Misztal, P. 2010. Public Debt and Economic Growth in the European Union. *Journal of Applied Economic Sciences* 5: 292–302.
25. Pegkas P. (2018) The Effect of Government Debt and Other Determinants on Economic Growth: The Greek Experience. *Economies*, 6, 10; d
26. Shkolnyk, I., & Koilo, V. (2018). The relationship between external debt and economic growth: Empirical evidence from Ukraine and other emerging economies. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1), 387–400.
27. Vitor Gaspar, W. Raphael Lam, and Mehdi Raissi (2020) Fiscal Policies to Contain the Damage from COVID-19. IMF, 15 April <https://blogs.imf.org/2020/04/15/fiscal-policies-to-contain-the-damage-from-covid-19/>

## ДОДАТОК А – ДИНАМІКА ПОКАЗНИКІВ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ У КРАЇНАХ СВІТУ

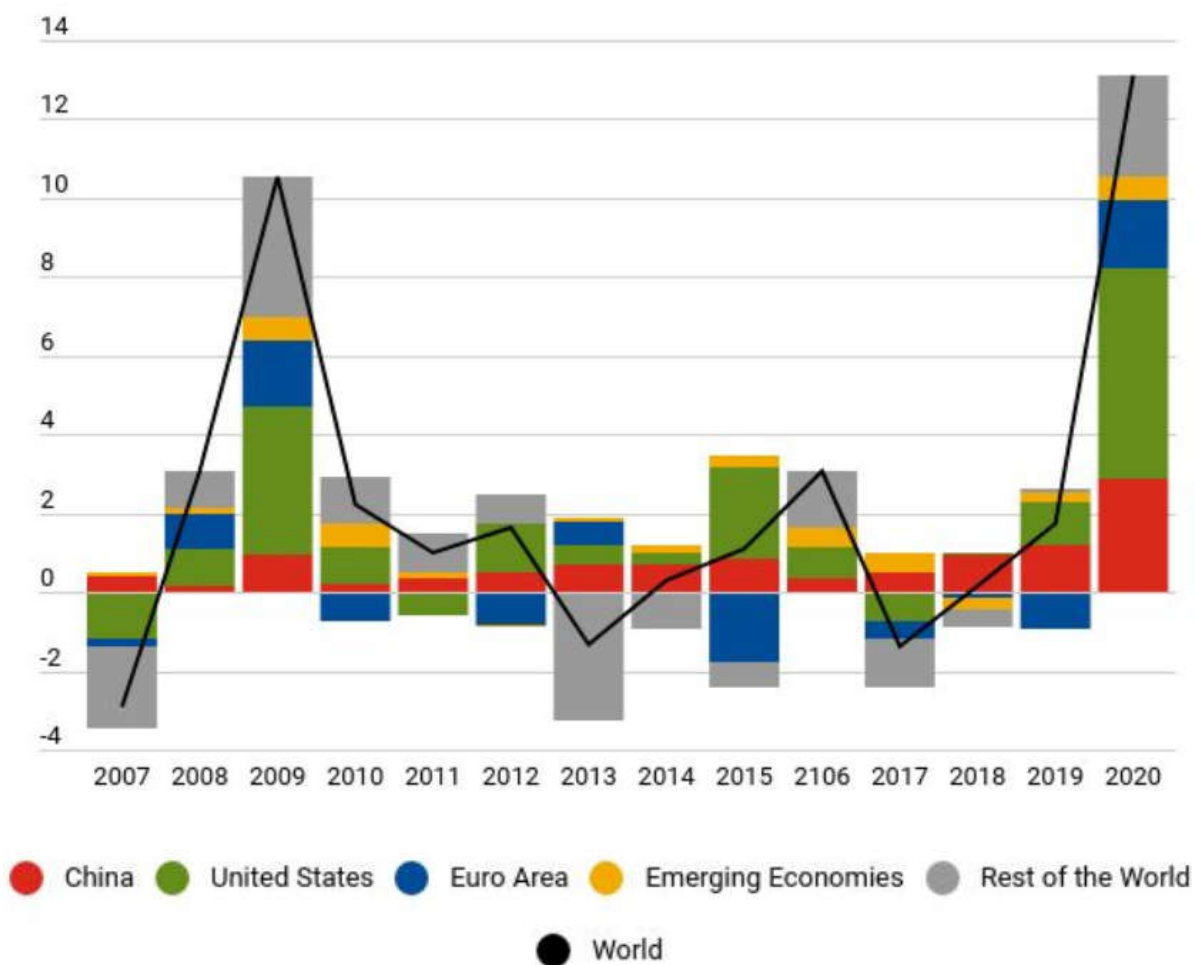


Рисунок А.1 – Динаміка розміру державного боргу (агрегована)[27]