

ЗОВНІШНІ ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ В УКРАЇНІ: ПОЛІТИКА ФОРМУВАННЯ ТА ЗАГРОЗИ ВИКОРИСТАННЯ

©2018 КОТІНА Г. М., СКРИПКА Н. Ю., СТЕПУРА М. М.

УДК 336.27

Котіна Г. М., Скрипка Н. Ю., Степура М. М. Зовнішні державні запозичення в Україні: політика формування та загрози використання

Метою статті є дослідження зовнішніх державних запозичень, зовнішнього державного боргу та пов'язаних з ним наслідків. Проаналізовано сучасний стан зовнішнього державного боргу та боргової безпеки України. За результатами дослідження визначено сильні та слабкі сторони використання зовнішніх державних запозичень; сформульовані висновки щодо ефективності здійснення боргової політики в Україні, а також запропоновано шляхи підвищення ефективності управління державним боргом. Одержані результати можуть бути використані як теоретична і методична основа для практичного вдосконалення підходів до здійснення зовнішніх державних запозичень та управління державним боргом.

Ключові слова: облигації зовнішньої державної позики, єврооблигації, державні запозичення, зовнішній державний борг.

Рис.: 5. **Табл.:** 5. **Бібл.:** 12.

Котіна Ганна Михайлівна – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри фінансів, Голова Ради молодих вчених, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: akotina@ukr.net

Скрипка Наталія Юрївна – магістр, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: nataskr@gmail.com

Степура Марина Михайлівна – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри фінансів, Голова Наукового товариства студентів, аспірантів, докторантів та молодих вчених, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: mstepura@ukr.net

УДК 336.27

UDC 336.27

Котина А. М., Скрипка Н. Ю., Степура М. М. Внешние государственные займы в Украине: политика формирования и угрозы использования

Целью статьи является исследование внешних государственных заимствований, внешнего государственного долга и связанных с ним последствий. Проанализировано современное состояние внешнего государственного долга и долговой безопасности Украины. По результатам исследования определены сильные и слабые стороны использования внешних государственных заимствований; сформулированы выводы относительно эффективности осуществления долговой политики в Украине, а также предложены пути повышения эффективности управления государственным долгом. Полученные результаты могут быть использованы как теоретическая и методическая основа для практического совершенствования подходов к осуществлению внешних государственных заимствований и управлению государственным долгом.

Ключевые слова: облигации внешнего государственного займа, еврооблигации, государственные займы, внешний государственный долг.

Рис.: 5. **Табл.:** 5. **Библ.:** 12.

Котина Анна Михайловна – кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры финансов, Председатель Совета молодых ученых, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

E-mail: akotina@ukr.net

Скрипка Наталья Юрьевна – магистр, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

E-mail: nataskr@gmail.com

Степура Марина Михайловна – кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры финансов, Председатель Научного общества студентов, аспирантов, докторантов и молодых ученых, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

E-mail: mstepura@ukr.net

Kotina H. M., Skrypka N. Yu., Stepura M. M. The External State Loans in Ukraine: Policy of Formation and Threats of Use

The article is aimed at researching the external public borrowings, external public debt and the related consequences. The current status of both the external State debt and the debt security of Ukraine is analyzed. The results of the research identified strengths and weaknesses in the use of external public borrowing; conclusions on the efficiency of the implementation of debt policy in Ukraine are formulated, as well as the ways of increasing the efficiency of the public debt management are proposed. The obtained results can be used as a theoretical and methodical basis for practical improvement of approaches to the implementation of external public borrowings and the public debt management.

Keywords: bonds of external State loan, Eurobonds, State loans, external public debt.

Fig.: 5. **Tbl.:** 5. **Bibl.:** 12.

Kotina Hanna M. – PhD (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Finance, Chairman of the Council of Young Scientists, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: akotina@ukr.net

Skrypka Nataliia Yu. – Master, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: nataskr@gmail.com

Stepura Maryna M. – PhD (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Finance, Chairman of the Scientific Society of Students, Postgraduates, Doctoral Candidates and Young Scientists, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: mstepura@ukr.net

В умовах фінансової глобалізації розвиток міжнародної фінансової системи характеризується значним зростанням обсягів зовнішніх державних запозичень у багатьох країнах світу. Необхідно констатувати, що державні запозичення є органічною складовою фінансових систем переважної більшості країн світу, дієвим важелем у механізмі макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії держави. Крім того, запозичення відіграють вагомий роль для суспільства через доволі потужний вплив на мікроекономічне середовище. В Україні за роки її незалежності формування запозичень відбувалося значною мірою під впливом потреб оперативного фінансування поточних бюджетних видатків.

Питання державних запозичень та пов'язаних з ними наслідків є досить актуальними для України. Дискусія щодо необхідності використання такого інструменту проводиться не лише між компетентними фахівцями, але й у популістичних цілях серед громадян держави, що нерідко призводить до нерозуміння останніми повної картини щодо важливості та необхідності залучення державою коштів за кордоном.

Необхідно розуміти, що здійснення нових запозичень та обслуговування вже існуючого боргу може суттєво впливати не лише на фіскальну й монетарну політику держави, але й на стан і розвиток економіки країни цілому. Тому вивчення ролі державного боргу в економіці, його впливу на всі сектори економіки, на параметри монетарної та фіскальної політики є необхідним елементом ефективної реалізації економічної стратегії країни та розв'язання першочергових завдань оперативного управління.

Перші кроки на ринку державних єврооблігаційних запозичень Україна зробила у серпні 1997 р., коли було здійснено розміщення українських єврооблігацій на японському ринку у вигляді фідуціарної позики (позики, умови надання якої пов'язані з іншою операцією) від японської компанії Nomura Int. загальним обсягом 396 млн дол. США під гарантію

випущених Міністерством фінансів України 12-місячних цінних паперів на суму 450 млн дол. США [8].

У структурі зовнішнього державного боргу (станом на 31.12.2017 р.) запозичення за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку складає більше половини обсягів – 53,18%, у той час як заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій – 37,72% (табл. 1).

Найбільша частка в структурі зовнішнього державного боргу заборгованості за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку пояснюється тим, що, отримуючи кредит через випуск облігацій зовнішньої позики, уряд не бере на себе ніяких зобов'язань з монетарної чи бюджетної політики. Також важливо зазначити, що для України кредит МВФ по лінії «stand by» виконує технічну роль і фактично надається на підтримку золотовалютних резервів. Кошти ж від єврооблігацій можуть використовуватися урядом на свій розсуд, у т. ч. і на соціальні виплати.

Обсяги випуску та ставки купонів за суверенними єврооблігаціями України, що перебувають в обігу станом на грудень 2017 р., наведено в табл. 2.

За період 2014–2017 рр. було емітовано 13 випусків українських державних єврооблігацій з часовим горизонтом 2019–2032 рр. загальним обсягом 19,04 млрд дол. США.

Закон України від 19.05.2015 р. № 436-VIII «Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом і місцевим боргом» надав старт процесу реструктуризації державного та гарантованого державою боргу. Так, даний Закон делегує Кабінету Міністрів України та відповідним міським радам повноваження приймати рішення про тимчасове зупинення здійснення платежів за наведеним у Законі переліком державних зовнішніх запозичень, гарантованих державою зовнішніх кредитів (позик) і місцевих зовнішніх запозичень, та введення

Таблиця 1

Структура зовнішнього державного боргу (за ознакою умовності) станом на 31.12.2017 р.

Заборгованість	Млрд дол. США	Млрд грн	%
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	14,52	407,47	37,72
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	1,76	49,30	4,56
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00
Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	20,47	574,46	53,18
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	1,75	49,08	4,54
У цілому	38,52	1033,42	100,00

Джерело: складено за [9].

Випуски єврооблігацій Україною, що перебувають в обігу, станом на грудень 2017 р.

Рік випуску	Код ISIN	Сума випуску, дол. США	Ставка купону, %	Рік погашення
2013*	XS1009483204 US903724AH50	3 000 000 000	5,0	2015
2014**	US903724AK89	1 000 000 000	1,844	2019
2015	XS1303918269	1 822 243 000	7,75	2019
2015	XS1303918939	1 779 837 000	7,75	2020
2015	XS1303920083	1 409 282 000	7,75	2021
2015	XS1303921214	1 383 692 000	7,75	2022
2015	XS1303921487	1 355 231 000	7,75	2023
2015	XS1303925041	1 339 057 000	7,75	2024
2015	XS1303925470	1 328 887 000	7,75	2025
2015	XS1303926528	1 317 940 000	7,75	2026
2015	XS1303927179	1 307 161 000	7,75	2027
2015**	US903724AL62	1 000 000 000	1,847	2020
2016**	US903724AP26	1 000 000 000	1,471	2021
2017	XS1577952952 US903724BM37	3 000 000 000	7,375	2032

Примітки: * – відмова реструктуризації ОЗДП; ** – випуск відбувся під гарантії Агентства США з міжнародного розвитку.

Джерело: складено за [9].

тимчасового мораторію на задоволення вимог кредиторів за такими зобов'язаннями суб'єктів зовнішніх запозичень, щодо яких Кабінетом Міністрів України та/або відповідною міською радою було прийняте відповідне рішення [1].

Згідно з вищенаведеним Законом передбачалося здійснення правочинів стосовно змін умов запозичень за зовнішніми державними (у т. ч. гарантованими державою) та місцевими зобов'язаннями на загальну суму 19,4 млрд дол. США. Однак реально відбулись правочини на суму 16,4 млрд дол. США, що було спричинено відмовою реструктуризації ОЗДП 2013 р. (у табл. 2 позначені *). Дані євробонди наприкінці 2013 р. були придбані Росією, яка очікувала їх погашення до 2015 р. З цього приводу колишній міністр фінансів України Наталія Ярьсько заявила, що Росія не може вимагати для себе кращі умови, ніж інші кредитори, тому що українські єврооблігації на суму 3 млрд дол. США, які придбала Росія, не є кредитом від російського уряду – Росія може їх продати або вже продала [7]. Таким чином, Україна відмовилась виплачувати зобов'язання за даними цінними паперами. У відповідь на це російська сторона подала до Високого суду Лондона позов з метою стягнення заборгованості по облігаціях України і відшкодування судових витрат РФ. На сьогоднішній день ситуація із даним позовом не завершилася, а проміжне рішення полягає в «замороженні» виплати даної позики щонайменше до 2018 р.

Випуски єврооблігацій 2015 р. зі ставкою купону в розмірі 7,75% було розміщено згідно з Постановою Кабінету Міністрів України від 11.11.2015 р. № 912 «Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання». Так, щорічно відсоткові платежі за даними цінними паперами будуть становити 1,01 млрд дол. США.

Цінні папери, у табл. 2 позначені **, мають нижчу ставку купону через те, що їх випуск відбувся під гарантії Агентства США з міжнародного розвитку (*US Agency for International Development, USAID*). Щодо таких умов фінансування на міжнародних ринках капіталу, то в Міністерстві фінансів вважають їх найкращими за всю історію існування нашої країни.

У 2016 р. відбулося залучення коштів під гарантії уряду США. Сучасний стан ринку зовнішніх державних запозичень України характеризується зменшенням попиту на боргові цінні папери, емітовані українським урядом. Іноземних інвесторів відлякують бойові дії на сході нашої держави, а також пов'язана з цим нестабільна економічна ситуація в країні. Однак, незважаючи на це, у 2017 р. Україні все ж таки вдалося вийти на міжнародний ринок капіталу і залучити 3 млрд дол. США.

Важливим джерелом зовнішніх запозичень також є ресурси міжнародних фінансових організацій. Суттєву роль при їх отриманні відіграє Міжнародний Валютний Фонд, який нині є одним із основних кредиторів України. Співпраця України з МВФ є однією

з найбільш плідних серед інших міжнародних фінансових організацій, незважаючи на те, що не завжди Україна отримувала кошти в повному обсязі за програмами кредитування, передусім, через невиконання вимог, висунутих МВФ.

У березні 2015 р. було затверджено чотирирічну домовленість в рамках механізму розширеного кредитування на суму 17,5 млрд дол. США, яка передбачала невідкладну виплату 5 млрд дол. США (з яких 2,7 млрд дол. США спрямовувались на підтримку бюджету). Дана програма направлена на те, щоб вивести економіку на шлях підйому, відновити зовнішньоекономічну стійкість, зміцнити державні фінанси та підтримати економічне зростання шляхом проведення структурних реформ і реформ управління при захисті найбільш вразливих верств населення [10]. Станом на 01.08.2017 р. було виділено чотирима траншами майже 50% від передбачених програмою коштів – 5 млрд дол. США у березні 2015 р., 1,7 млрд дол. США у серпні 2015 р., 1 млрд дол. США у вересні 2016 р. і 1 млрд дол. США у квітні 2017 р.

Також значну фінансову допомогу Україні надає і Європейський Союз. З 2014 р. з метою підтримки макроекономічної стабільності України ЄС надає Україні макрофінансову допомогу. Кошти в рамках допомоги виділяються для прямої бюджетної підтримки (покриття поточного дефіциту консолідованого бюджету), поповнення золотовалютних резервів Національного банку України.

Надання макрофінансової допомоги ЄС Україні здійснюється за умови успішного співробітництва нашої держави з Міжнародним валютним фондом та задовільного виконання попередніх вимог програм фінансової підтримки МВФ. Окрім цього, в рамках даної допомоги погоджується окремий пакет попередніх умов, які передбачають проведення реформ у секторах економіки та державного управління від реформування системи управління державними фінансами до реформи енергетичного сектора, податкової системи тощо [10].

На сьогоднішній день кошти в рамках макрофінансової допомоги було виділено в рамках трьох програм. *Перша програма* була запроваджена у травні 2014 р. і тривала до квітня 2015 р. Вона складалась із трьох траншів на загальну суму 748,5 млн. дол. США. Основними завданнями даної програми були забезпечення виконання невідкладних фінансових потреб і проведення реформ. *Друга програма* також розпочалась у 2014 р. і була спрямована на заохочення важливих структурних реформ щодо покращення управління та економічного зростання із одночасною гармонізацією законодавства України зі стандартами ЄС. Друга програма складалась із двох траншів на загальну суму 1253,5 млн дол. США. *Третя програма* макрофінансової допомоги почала діяти в липні 2015 р. Вона розрахована на три транші із загальною сумою

приблизно в 2000 млн дол. США. Перший транш було отримано у 2015 р., а другий лише у квітні 2017 р. Затримка відбулася через те, що Єврокомісія вимагала від України зняти мораторій щодо експорту лісу-кругляка. Однак дану вимогу Україна відмовилася виконати, і лише за допомогою переговорних процедур вдалося відновити співпрацю щодо даної програми макрофінансової допомоги.

Кошти задля надання трьох вищеперелічених програм Єврокомісія залучила за допомогою розміщення євробондів на 15 років під 1,363% річних. На тих самих умовах були запроваджені й програми Україні.

Також значну фінансову та технічну допомогу надає Група Світового Банку. З 2014 р. Група Світового банку надала Україні підтримку обсягом близько 5,5 млрд дол. США у вигляді серії з двох позик на політику розвитку, 7 нових інвестиційних проектів та однієї гарантії, спрямованих на вдосконалення ключових послуг у державній сфері, підтримку реформ і подальшого розвитку приватного сектора.

Реформи, які підтримує Світовий банк, призначені подолати ключові структурні прояви нищівної економічної кризи в Україні та закласти передумови для стійкого зростання. Допомога організації в цьому аспекті включає дві серії операцій з підтримки державного бюджету: серія мультисекторальних позик на політику розвитку (перша розміром у 750 млн дол. США була схвалена у 2014 р., друга – обсягом у 500 млн дол. США – у 2015 р.) і позики в галузі фінансового сектора (перша, розміром 500 млн дол. США, схвалена у 2014 р., а друга, обсягом 500 млн дол. США, – 2015 р.). Проведення реформ за допомогою цих чотирьох операцій з підтримки бюджету сприяє зміцненню системи врядування, прозорості та підзвітності в державному секторі, а також стабільності в банківському секторі; зниженню витрат на ведення бізнесу; ефективному використанню обмежених державних ресурсів для надання високоякісних державних послуг у важливий для країни момент [3]. Перелічені операції також покликані прискорити реформування системи житлових субсидій та зміцнення системи соціальної допомоги, яка б захистила бідні верстви населення від підвищення тарифів. Інвестиційні проекти Світового банку, як і раніше, спрямовані на поліпшення основних державних послуг, таких як централізоване тепlopостачання, електропостачання, дорожня інфраструктура, водopостачання та водовідведення, охорона здоров'я та соціальний захист [3].

Залучення зовнішніх позик відбувається і через виділення безпосередньо іноземними державами фінансової допомоги. Так, основними кредиторами України за останні 5 років були Канада, Німеччина та Японія. Станом на кінець 2017 р. борг перед цими країнами становить 1,14 млрд дол. США (3% зовніш-

нього боргу України) [23]. Кошти, залучені від даних позик, спрямовувалися на підтримку економічної та соціальної стабільності, на оновлення інфраструктури (у тому числі й на модернізацію Бортницької станції аерації), енергетику та відновлення Донбасу.

Взаємозалежність між ВВП та обсягом державного та гарантованого боргу наведено на *рис. 1*. Наведені дані дають змогу прослідкувати певний зв'язок між ВВП та обсягом державного боргу. Так, видно, що відносно стабільним обсяг державного боргу був у період стрімкого зростання ВВП України у 2002–2007 рр. Однак у період різкого спаду ВВП (2008–2010 рр.) державний борг зріс майже втричі.

У подальшому (2010–2013 рр.) знову відбувалося зростання ВВП, проте поряд із ним зростає і державний борг. Цього разу ситуація 2002–2007 рр. не відбулася через так звану «боргову спіраль», коли нові запозичення використовуються для сплати попередніх боргів. Після цього ВВП знову різко почало спадати, однак разом із ним і державний борг (через реструктуризацію).

Аналіз динаміки державного боргу України за період 2012–2017 рр. свідчить, що державний борг в аналізованому періоді мав постійну тенденцію до зростання.

Наочно динаміку державного боргу у гривнево-му еквіваленті наведено на *рис. 2*.

Млрд дол. США



Рис. 1. Взаємозв'язок між ВВП і державним та гарантованим боргом, млрд дол. США

Джерело: складено за [9; 12].

Млрд грн

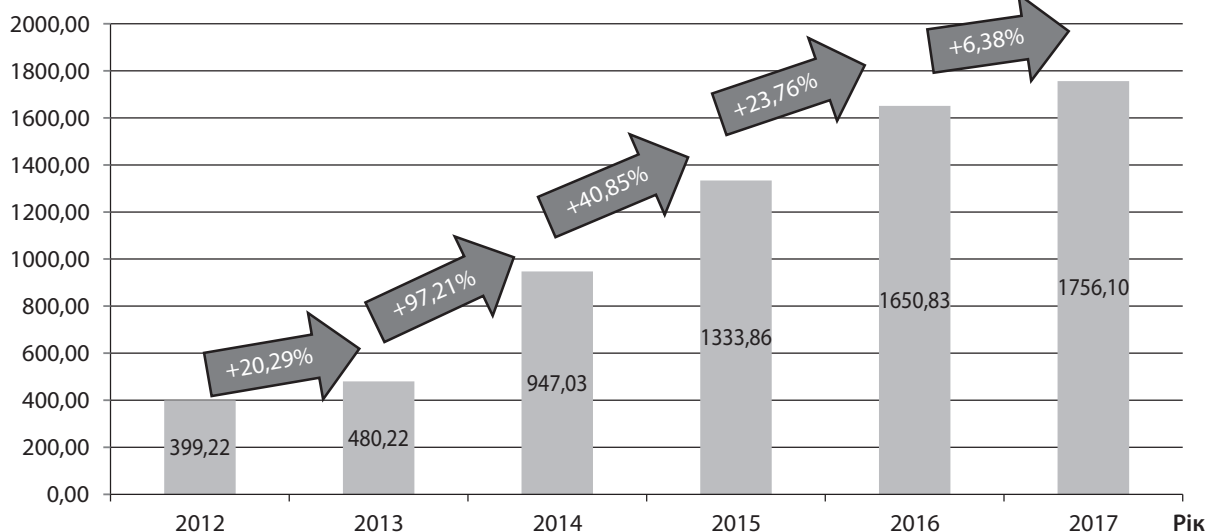


Рис. 2. Динаміка державного боргу в гривнево-му еквіваленті

Джерело: складено за [9].

Якщо ж аналізувати борг у доларовому еквіваленті, то в певні періоди, а саме, у 2014 та 2015 рр. спостерігалось незначне зменшення обсягів державного боргу – на 0,04% та 7,44% відповідно (рис. 3). Зменшення відбулося за рахунок зниження в доларовому еквіваленті внутрішнього державного боргу в дані роки через стрімку девальвацію гривні у 2014 р., а також через невиконання у 2015 р. плану за внутрішніми державними запозиченнями.

Основними причинами зростання державного боргу України є:

- ✦ хронічний дефіцит державного бюджету;
- ✦ перевищення темпів зростання державних видатків над темпами зростання державних доходів;
- ✦ фіскальна політика, спрямована на зменшення податкового навантаження без відповідного скорочення державних витрат і відповідно – зменшення податкових надходжень та збільшення соціальних видатків під час економічної кризи;
- ✦ надмірне збільшення державних видатків напередодні виборів з метою завоювання популярності у виборців тощо.

Стрімкому ж (майже вдвічі) зростанню державного та гарантованого державою боргу у 2014 р. сприяли декілька чинників. По-перше, нестабільна ситуація в країні через масові акції протесту, що були спровоковані необдуманими економічними та політичними рішеннями колишнього керівництва держави, а потім і втечею його з країни. Із економічних прорахунків найголовнішою помилкою минулого уряду було три-

вале штучне утримання курсу долара на одній позначці за рахунок використання золотовалютних резервів країни. Наслідком цього стало зниження резервів до критичної межі та, відповідно, – необхідність запозичення в міжнародних фінансових інституцій (МВФ та ін.) кредитів. По-друге, суттєво вплинули на збільшення обсягів боргу анексія Російською Федерацією частини території України – АР Крим і проведення анти-терористичної операції (АТО) на території Луганської та Донецької областей. АТО потребує значних витрат із бюджету на проведення мобілізаційних заходів, фінансування підрозділів Збройних Сил України, інших військових формувань та добровольчих батальйонів. Значних бюджетних витрат потребує і тимчасове переміщення переселенців з окупованої території та з територій, на яких ведуться бойові дії. Державний бюджет України через такі навантаження потребує залучення додаткових ресурсів.

Подальше зростання державного боргу у 2015 та 2016 рр. спричинене вищепереліченими чинниками. Крім того, протягом цих двох років відбулося подальше знецінення національної валюти, а АТО на сході України здобула риси довготривалого конфлікту, що також вплинуло на зростання обсягу державного боргу.

Аналіз у динаміці структури державного боргу за ознакою умовності, тобто співвідношення між державним боргом і гарантованим державою боргом за 2012–2017 рр. свідчать, що обсяг державного боргу перевищує гарантований державою борг протягом усього досліджуваного періоду. Дане співвідношення наочно проілюстроване на рис. 4.

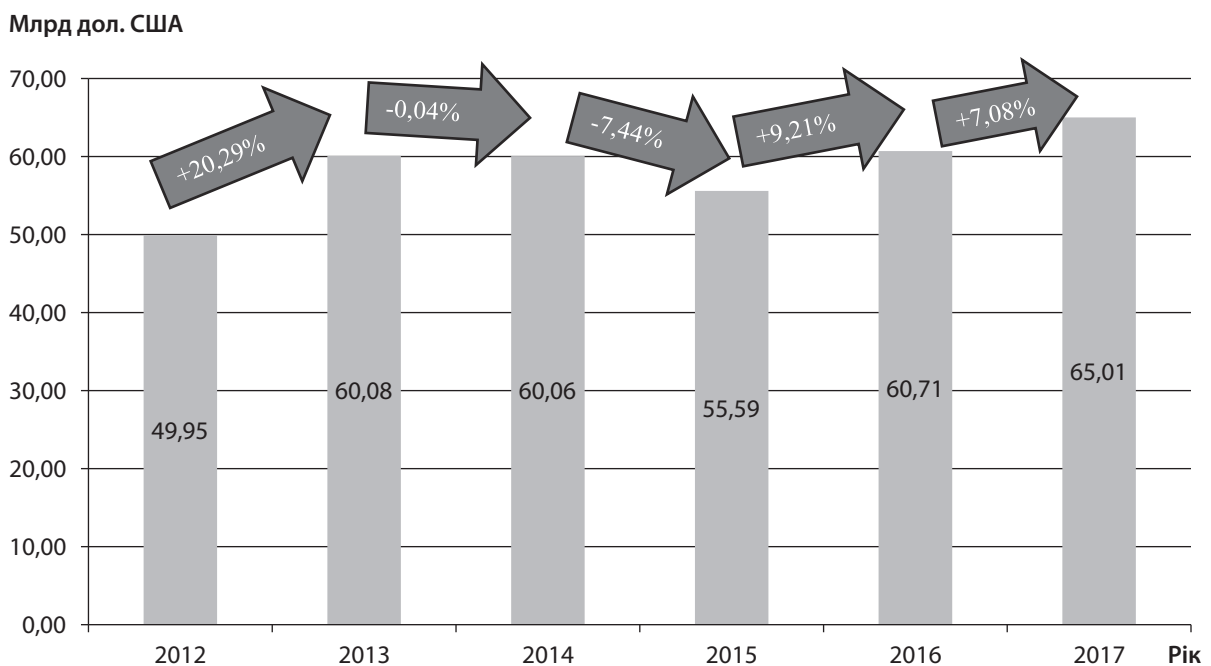


Рис. 3. Динаміка державного боргу в доларовому еквіваленті

Джерело: складено за [9].



Рис. 4. Співвідношення прямого та гарантованого державою боргу, %

Джерело: складено за [9].

Переважання в даній структурі частки державного боргу пояснюється тим, що Україна не спроможна надавати багато гарантій через незадовільний стан державних фінансів, економічну та політичну кризу в Україні, накопичені борги в попередні роки, низьку платоспроможність підприємств та інше.

Досить інформативним є і аналіз державного боргу за ознакою приналежності кредиторів (зовнішній та внутрішній борг). За даними рис. 5 видно, що протягом 2012–2016 рр. зовнішній борг переважав над внутрішнім і становив 52,30% у 2012 р., 51,30% – у 2014 р., 61,91% – у 2015 р. і 59,38% – у 2016 р. Винятком був лише 2013 р., де частка зовнішнього боргу складала 46,50%. Внутрішній борг займав меншу частку у складі загального державного боргу, і лише у 2013 р. становив більше половини загального державного боргу – 53,50%. Відносно стабільна економічна та по-

літична ситуація сприяли накопиченню внутрішніх ресурсів для здійснення запозичень держави (наявність у банків фінансових ресурсів, оскільки населення мало довіру до банківської системи, де переважно і зберігало свої заощадження), а також підвищували довіру до державних цінних паперів. У 2014 р. частка внутрішнього боргу, навпаки, зменшилася в порівнянні з попереднім роком становила – 48,70%. Причиною цього стала нестабільна ситуація в країні, криза в банківській сфері, значний відтік із банківської системи заощаджень населення, яке втратило впевненість у своєчасному поверненні своїх вкладів. У 2015 р. частка внутрішнього боргу ще раз знизилася – до 38,09%. Причиною цього стала реструктуризація зовнішнього державного боргу, що вплинуло на його структуру. У 2016 р. відбулося незначне збільшення внутрішнього державного боргу в загальній структурі – до 40,63%.

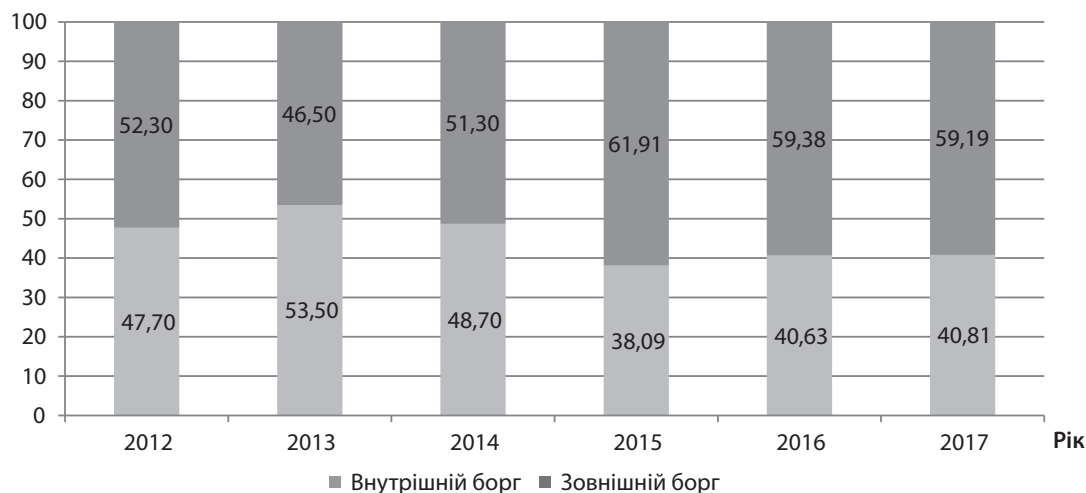


Рис. 5. Структура прямого державного боргу, %

Джерело: складено за [9].

Під час проведення дослідження була проаналізована також і відповідність стратегії, тактики управління державним боргом фактичним даним (табл. 3).

За даними табл. 3 видно, що існує невідповідність у деяких показниках стратегії та програми управління державним боргом (середньозважений строк погашення державного боргу), однак на це вплинула реструктуризація боргу у 2015 р. Щодо відповідності фактичних даних, то більше показників не відповідають заявленим стратегічним і тактичним цілям (наприклад, частка внутрішнього боргу, середньозважений строк погашення державного боргу, відношення державного боргу до ВВП і частка державного боргу із фіксованою ставкою).

Окремої уваги, на нашу думку, заслуговує оцінка фінансової безпеки країни (у розрізі її боргового складника), що входить до складу поняття національної безпеки держави.

У даній статті основний акцент робиться саме на борговій безпеці, однак всі перелічені елементи пов'язані між собою. Так, наприклад, якщо показники валютної безпеки перебуватимуть на критичній межі,

то, відповідно, існуватиме ризик, що певні показники боргової безпеки (ті, що стосуються запозичень у іноземній валюті) теж не відповідатимуть нормі.

У табл. 4 наведено індикатори боргової безпеки України згідно з Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки та їх значення протягом 2012–2016 рр. Індикатор «Індекс ЕМВІ+» було опущено через те, що, починаючи з 2014 р., його не обраховують для України.

У міжнародній практиці одним з основних критеріїв оцінювання боргової безпеки є співвідношення державного боргу та ВВП. Він визначає можливість країни без особливих труднощів обслуговувати свій державний борг. Протягом аналізованого періоду спостерігається підвищення показника – спочатку незначне (у 2012 р. він становив 36,7%, у 2013 р. – 39,9%), а потім суттєве – у 2014 р. значення співвідношення державного боргу до ВВП різко зросло до 69,4%. З огляду на те, що кредити нам надаються в іноземній валюті, а розрахунок даного показника здійснюється в національній валюті,

Таблиця 3

Відповідність стратегії та програм управління державним боргом фактичним даним, 2015–2017 рр.

Показник	Стратегія управління державним боргом			Програма управління державним боргом			Фактичні показники		
	2015	2016	2017	2015*	2016	2017	2015	2016	2017
Загальний обсяг запозичень, млрд грн	125,6	218,0	186,5	–	218,0	190,8	514,1	307,7	186,5
Частка державного внутрішнього боргу, %	> 50	> 35	> 33	–	35,5	33,7	38,1	40,6	34,5
Середньозважений строк погашення державного боргу, роки	> 5,4	> 5	> 4,5	–	>5,4	> 5,2	6,0	6,4	6,5
Відношення обсягу державного боргу до ВВП, %	31	71	67	–	–	–	79,0	81,0	84,3
Частка державного боргу з фіксованою ставкою, %	>65	> 70	> 71	–	87,6	91,6	67,5	68,8	62,2

Примітка: * – програма управління державним боргом на 2015 р. відсутня через проведення реструктуризації в цей рік.

Джерело: складено за [9].

Таблиця 4

Основні індикатори боргової безпеки України протягом 2012–2016 рр.

Показник	Рік					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Відношення загального обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	36,70	39,91	69,37	79,04	80,97	99,99
Відношення обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	14,87	15,24	30,63	41,53	41,13	50,41
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	12,37	12,98	13,12	12,45	9,12	10,47
Відношення міжнародних резервів до зовнішнього боргу, %	18,23	14,37	5,96	11,20	13,69	16,13

Джерело: складено за [2; 9; 11].

швидке знецінення гривні мало вирішальний вплив на таке різке підвищення співвідношення державного боргу до ВВП у 2014 р. Критичним рівнем для показника «державний борг/ВВП» є діапазон від 60% (за методологією Міжнародного Валютного Фонду, а також за Бюджетним кодексом України) до 80–100% (за методологією МБРР), хоча для України економічно безпечним рівнем провідні науковці називають близько 35% [5, с. 223]. У наступні роки також відбувалося зростання даного показника: у 2015 р. – 79,0%, у 2016 р. – до 81,0%, у 2017 р. – 99,99%.

Постійне нарощування державних видатків, циклічні коливання в економіці (кризові явища, економічна рецесія) і надзвичайні обставини (наприклад, війни або стихійні лиха), одночасний вплив усіх цих явищ в останні десятиліття невблаганно тягне за собою зростання дефіциту бюджету та державного боргу як обсягу накопичених дефіцитів.

Практично всі країни світу стикаються з проблемою державного боргу, що свідчить про широке застосування боргових інструментів фінансування дефіциту бюджету. Політика держави щодо обслуговування заборгованості державного сектора безпосередньо впливає на стабільність державних фінансів, інвестиційний клімат і стан на світовій арені тієї чи іншої країни. Як відомо, саме недооцінка ризиків і відсутність злагодженої та гнучкої системи управління державним боргом стали початком важкої європейської боргової кризи як продовження світової фінансової кризи 2008–2009 рр., наслідки якої відчуваються і сьогодні в цілому ряді країн Європейського Союзу.

Незалежно від режиму обмінного курсу або виду державного боргу кризи нерідко виникали через надмірну увагу уряду до можливої економії коштів, пов'язаної з великими обсягами короткострокових кредитів і боргових зобов'язань з плаваючою процентною ставкою. У результаті державні бюджети зазнають серйозного негативного впливу через зміни кон'юнктури фінансових ринків, у тому числі знижується кредитоспроможність країни-платника в той момент, коли борг приймається до погашення.

Заборгованість в іноземній валюті також несе собі певні ризики. Так, надмірна залежність від боргових зобов'язань в іноземній валюті може призвести до різких коливань валютного курсу та/або до фінансового тиску в тому випадку, якщо інвестори не хочуть рефінансувати урядовий борг в іноземній валюті.

Найбільш високий рівень державного боргу як у відносному, так і в абсолютному вираженні спостерігається в найбільш розвинених економіках світу – США, Японії та країнах Європейського Союзу. У більшості цих країн відсоткове співвідношення заборгованості державного сектора до ВВП перевищує критичні 60%, а в деяких випадках навіть долає його стовідсоткове значення. США і ЄС у більшості випад-

ках залучають кошти на зовнішніх ринках, у той час як країни, що розвиваються (наприклад, країни БРІКС), а також Японія більше орієнтуються на внутрішній ринок державних цінних паперів, що забезпечує їм певну «подушку безпеки», оскільки борг, номінований в національній валюті, легше і дешевше обслуговувати, ніж заборгованість в іноземній валюті.

Незважаючи на велику практику застосування зовнішнього боргового фінансування, даний інструмент погашення дефіциту бюджету несе за собою істотні ризики: обмеження інвестиційних капіталовкладень в національне господарство, відволікання частини бюджетних коштів від соціально-економічних потреб країни, надмірну залежність вітчизняної фінансової системи від міжнародних фінансових ресурсів тощо.

Чим для держави може обернутися надмірна заборгованість уряду в контексті національної економічної безпеки, добре простежується на прикладі Греції. Слід зазначити, що боргова криза Єврозони почалася в кінці 2009 р., коли уряд Греції визнав, що борги країни досягли 300 млрд дол. США, або 113% від ВВП.

У даній ситуації посилюється залежність країни від кредитів іноземних держав і міжнародних фінансових організацій: у структурі власників державного боргу Греції преважують Європейський фонд фінансової стабільності (організація фінансується країнами – членами Єврозони, покликана боротися з європейською борговою кризою), позики урядів країн Єврозони (передусім Німеччина, Франція, Естонія та Словаччина), ЄЦБ і МВФ. Така залежність дає право переліченим структурам диктувати економічну політику країні-боржнику, якої та повинна неухильно дотримуватися з метою реструктуризації своїх боргових зобов'язань. Невиконання умов МВФ про погашення траншу в 1,54 млрд євро призвело до дефолту Греції у 2015 р., а також до посилення політичної, економічної та соціальної нестабільності в країні, що врешті-решт призвело до затяжної кризи.

Щодо України, то на сучасному етапі зміни у формуванні зовнішнього державного боргу у фінансовій системі відбуваються під впливом аналогічних зовнішніх чинників у кризові та посткризові періоди, які відображені в погіршенні стану державних фінансів через зростання дефіциту державного бюджету, викликане надмірним збільшенням обсягу державних видатків, зменшенням доходів бюджету на всіх рівнях, зменшенням темпів зростання валового внутрішнього продукту, збільшенням зовнішнього боргу, а також погіршенням ряду показників боргової безпеки (табл. 5).

Досвід нових членів Європейського Союзу доводить необхідність запровадження не лише заходів із економії коштів у сфері бюджетних видатків, але і важливість пошуку способів збільшення дохідної

Окремі показники боргової безпеки (згідно з міжнародною методикою)

Показник	Гранично допустиме значення	Рік				
		2013	2014	2015	2016	2017
Погашення й обслуговування державного боргу, % доходів бюджету	45	9,38	13,52	15,90	15,65	15,07
Міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник А. Грінспена)	≥ 1	0,34	0,13	0,26	0,33	0,40
Відношення зовнішнього боргу до річного експорту товарів та послуг, %	200	44,12	57,18	90,30	99,14	109,48
Відношення сукупних платежів з обслуговування боргу до річного експорту товарів та послуг, %	22	6,26	7,49	10,15	10,31	9,45

Джерело: складено за [9].

бази централізованого фонду, зокрема шляхом підтримки та розвитку «середнього класу».

Крім того, ще одним заходом для стабілізації рівня боргової безпеки має бути забезпечення подальшого виконання заходів програми в рамках Механізму розширеного фінансування України Міжнародним валютним фондом і зміцнення співпраці з іншими міжнародними фінансовими організаціями. Оскільки кошти міжнародних фінансових організацій виділяються на виконання певної програми, то, відповідно, і ефективність від них більша, ніж від емісії державних цінних паперів, кошти від яких зазвичай використовуються для фінансування витрат бюджету.

Удосконалення потребує і боргова політика України та розроблення стратегії управління державним боргом на перспективу, що передбачає:

- ✦ вибір типу боргової політики відповідно до соціально-економічних умов та формування відповідних комплексних заходів щодо покращення ситуації. Враховуючи високий рівень боргового та податкового навантаження на економіку, високий рівень інфляції, в Україні (згідно з класифікацією МВФ) може застосовуватися тип боргової політики «фінансового придушення». Цей тип політики може бути успішним лише за активної співпраці Міністерства фінансів України та Національного банку України і суттєвого покращення умов кредитування суб'єктів економічної діяльності;
- ✦ розроблення та законодавче закріплення середньострокової боргової стратегії з урахуванням впливу внутрішніх та зовнішніх боргових ризиків, узгодження напрямів державної боргової, бюджетної й грошово-кредитної політики. З метою розроблення середньострокової Стратегії управління державним боргом пропонується створення постійної робочої групи із залученням представників Міністерства фінансів України,

НБУ, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Комітету ВРУ з питань бюджету, профільних науковців та експертів;

- ✦ удосконалення інституційної складової та адаптацію світового досвіду (впровадження рекомендацій з управління державним боргом, підготовлених МВФ спільно із Світовим банком тощо);
- ✦ експертну оцінку та подальше вдосконалення боргового нормативно-правового забезпечення сфери державного (місцевого) та гарантованого державою боргу з наближенням до міжнародних стандартів [6].

Підвищення ефективності боргової політики має відбуватися шляхом посилення регулювання державного боргу в частині оптимізації співвідношення обсягів, структури, вартості та джерел його погашення через законодавче забезпечення еквівалентності бюджетно-податкових змін та запровадження боргових фіскальних правил як чинників оптимізації державних запозичень, зокрема утримання балансу в емісійній діяльності та стягненні податків при нарощуванні боргу та збільшенні вартості його обслуговування. Найбільш показовим для України є досвід постсоціалістичних країн ЄС, зокрема Польщі та Угорщини. Наприклад, у Польщі при перевищенні державним боргом рівня 55% ВВП автоматично підвищується ставка ПДВ [4, с. 46].

Також слід більш детально проводити аналіз ризиків від залучення різних видів боргових інструментів, у тому числі з використанням методик міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ, і розширення за його результатами спектра використання боргових інструментів.

Ще одним заходом має бути активізація розвитку вітчизняного внутрішнього фінансового ринку як елементу цілісної фінансової системи та зниження вартості державних запозичень.

За рахунок запропонованих заходів можлива модернізація боргової політики, встановлення стійкої тенденції до зниження боргового навантаження та його поступового наближення до економічно безпечного рівня. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом» № 436-VIII від 19 травня 2015 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-19>
2. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 р. № 1277. URL: http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm
3. World Bank. 2017. Україна – Концепція партнерства з країною на 2017–2021 роки. Washington, D.C. : World Bank Group.
4. Варналій З. С., Марченко С. М. Ринок суверенних єврооблігацій України: проблеми становлення та перспективи розвитку : монографія. Київ : Знання України, 2010. 312 с.
5. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. Київ : Фенікс, 2006. 536 с.
6. Лондар Л. П. Оцінка стану державного боргу та ключові напрями підвищення рівня боргової безпеки України : аналітична записка. URL: <http://www.niss.gov.ua/articles/2290/>
7. Міністр пояснила, що означає для України угода з кредиторами. URL: <http://hromadske.tv/economics/55e0a052c02d7/>
8. Олійник О. В. Особливості діяльності України на ринку державних єврооблігацій в умовах нестабільності. *Збірник наукових праць Харківського національного педагогічного університету імені Г. С. Сковороди. Серія «Економіка»*. 2014. Вип. 14. С. 114–135.
9. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua/>
10. Офіційний сайт Представництва України при ЄС та Європейському Співтоваристві з атомної енергії. URL: <http://ukraine-eu.mfa.gov.ua/ua/ukraine-eu/eu-policy/assistance>
11. Офіційний сайт Світового банку. URL: <http://www.worldbank.org/>

12. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду. URL: <http://www.imf.org/external/index.htm>

REFERENCES

- [Legal Act of Ukraine] (2013). http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm
- [Legal Act of Ukraine] (2015). <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-19>
- Londar, L. P. "Otsinka stanu derzhavnogo borhu ta kliuchovi napriamy pidvyshchennia rivnia borhovoї bezpeky Ukrainy : analitichna zapyska" [Assessment of the state debt and key directions for raising the level of debt security in Ukraine: analytical note]. <http://www.niss.gov.ua/articles/2290/>
- "Ministr poiasnyla, shcho oznachaie dlia Ukrainy ughoda z kredytoramy" [The minister explained that it means an agreement with creditors for Ukraine]. <http://hromadske.tv/economics/55e0a052c02d7/>
- Ofitsiyni sait Ministerstva finansiv Ukrainy. <http://www.minfin.gov.ua/>
- Ofitsiyni sait Mizhnarodnogo valiutnogo fondu. <http://www.imf.org/external/index.htm>
- Ofitsiyni sait Predstavnytstva Ukrainy pry YeS ta Yevropeiskomu Spivtovarystvu z atomnoi enerhii. <http://ukraine-eu.mfa.gov.ua/ua/ukraine-eu/eu-policy/assistance>
- Ofitsiyni sait Svitovoho banku. <http://www.worldbank.org/>
- Oliinyk, O. V. "Osoblyvosti diialnosti Ukrainy na rynku derzhavnykh ievrooblihotsii v umovakh nestabilnosti" [Features of Ukraine's activity on the market of state Eurobonds in conditions of instability]. *Zbirnyk naukovykh prats Kharkivskoho natsionalnogo pedahohichnogo universytetu imeni H. S. Skovorody. Seriya «Ekonomika»*, no. 14 (2014): 114-135.
- Vakhnenko, T. P. *Zovnishni borhovi zoboviazannia u systemi svitovykh finansovo-ekonomichnykh vidnosyn* [External debt obligations in the system of world financial and economic relations]. Kyiv: Feniks, 2006.
- Varnalii, Z. S., and Marchenko, S. M. *Rynok suverennykh yevrooblihotsii Ukrainy: problemy stanovlennia ta perspektyvy rozvytku* [Market of sovereign Eurobonds of Ukraine: problems of formation and prospects of development]. Kyiv: Znannia Ukrainy, 2010.
- World Bank. 2017. *Ukraina – Kontseptsiiia partnerstva z krainoiu na 2017–2021 roky* [World Bank. 2017. Ukraine – Concept of partnership with the country for 2017–2021 years]. Washington, D.C. : World Bank Group.