

УДК 336.27

Н. С. Медведкова,
к. е. н., доцент кафедри фінансів,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ
ORCID ID: 0000-0001-6359-561X
В. В. Копецький,
студент 2 курсу магістратури кафедри фінансів,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ
ORCID ID: 0000-0002-9452-6980

DOI: 10.32702/2306-6814.2021.3.39

УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

N. Miedviedkova,
PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance,
Taras Shevchenko National University, Kyiv
V. Kopetskyi,
Master's student of the Department of Finance, Taras Shevchenko National University, Kyiv

MANAGEMENT OF UKRAINE'S EXTERNAL DEBT IN PROVIDING FINANCIAL STABILITY

Проаналізовано стан державного боргу в Україні та країнах ЄС протягом 2008—2020 рр., що дало змогу визначити проблему боргового навантаження та можливі першопричини загострення проблеми боргового навантаження в країнах ЄС та Україні. Зауважуючи на потребі пошуку шляхів та інструментів вирішення проблеми зростання державного боргу, зокрема зовнішнього боргу, висвітлено перелік можливих підходів до конструктивного зменшення боргового навантаження, які сприятимуть мінімізації витрат на обслуговування та погашення державного боргу в коротко- та середньостроковій перспективі. З урахуванням існуючих передумов, факторів та ризиків, які характерні для України, запропоновано перелік найбільш прийнятних заходів щодо удосконалення управління зовнішнім державним боргом, які сприятимуть можливості прискореного посткризового відновлення фінансової стабільності країни.

According to executed analysis of government debt evolution during the period from 2008 to 2020 in European Union countries and Ukraine, it was revealed that most EU countries and Ukraine faced with real danger of debt burden during the last decade which deteriorates not only sustainability of debt management, but also directly influence on sustainability of entire financial system of countries. The article describes possible causes of increased debt burden in EU countries which may related to low fiscal discipline in several EU countries, an absence of fiscal union in EU (which limited the ability to use certain fiscal tools), excessive private sector leverage, increasing inequality and global imbalances connected with the flow of leverage from relatively powerful countries to preferential countries.

The retrospective analysis of external government debt showed that from the beginning of independency, the amount of external government debt has continuously increased especially during several periods like global financial crisis in 2007—2008 years, political crisis and russian military aggression in 2014—2015 years. In addition, the paper represents the key problems of external debt management: predominance of external borrowing most of the time in government's debt portfolio; unproductive usage of external borrowings; usage external borrowing to solve current socio-economic issues, rather than being used for stimulating the development of the national economic

system. Given the existing problems of over-indebtedness, inefficiency in external debt management and presence of internal and external factors, aspects and risks, the article represents an analysis of existing ways to solve the problem of increasing debt-to-GDP ratio in order to provide debt and financial stability in the country. Considering the existing prerequisites, factors of influence and risks which are inherited by Ukrainian economy, a list of the most appropriate measures to improve the management of external public debt has been proposed. This set of measures will help to restore financial stability and provide the possibility for accelerated economic recovery in Ukraine.

Ключові слова: зовнішній державний борг, боргова політика, ВВП, боргові ризики, фінансова стабільність.

Key words: external public debt, debt policy, GDP, debt risks, financial stability.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

На сьогодні у період загострення глобальних криз економічного та епідеміологічного характеру уряди країн задля забезпечення фіскального захисту власних громадян та виконання покладених на них державних функцій вимушені все більшою мірою звертатися до державних запозичень, зокрема зовнішніх запозичень як потужного інструменту макроекономічного регулювання. Саме в такі періоди загострення проблеми боргового навантаження від поміркованості та ефективності управління зовнішнім державним боргом залежатиме стійкість і стабільність національної економічної системи та її посткризова швидкість відновлення.

З огляду на вищезазначене, набуває своєї актуальності дослідження питань удосконалення управління зовнішнім державним боргом у силу вимушеного переходу України від фіскально-консервативної парадигми до парадигми вимушеного розширеного фінансування дефіциту державного бюджету, що безпосередньо відобразилося на стані та показниках державного боргу та поставило під загрозу реалізацію послідовної політики до зменшення державного боргу країни на шляху забезпечення фінансової стабільності.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРШЕНИХ РАНИШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ ОЗНАЧЕНА СТАТТЯ

Зауважуючи на вагомій ролі зовнішніх державних запозичень у забезпеченні стабільності економічної та фінансової системи країни, велика кількість як іноземних, так і вітчизняних вчених відображали у власних наукових дослідженнях розкриття проблематики управління зовнішнім державним боргом. Так, зі свого боку Т.П. Богдан [1] приділила значну увагу економічній ролі і регулюванню зовнішнього боргу, а також стратегії управління державним боргом. І.О. Лютий та О.Д. Рожко [6] досліджували аспекти державного кредиту та проблеми боргової політики України. Н.Р. Слав'юк [10] акцентувала увагу на питаннях підвищення результатив-

ності використання зовнішніх державних запозичень в Україні та напрямах поліпшення управління зовнішніми державними запозиченнями. Н.В. Зражевська [4] аналізувала етапи формування зовнішнього державного боргу та обґрунтовувала шляхи удосконалення механізму управління державного боргу України.

Попри існування широкого спектру робіт, присвячених проблематиці управління державним боргом, у відповідь на поточні та майбутні виклики у сфері боргової політики, доцільним є проведення подальших досліджень, спрямованих на переосмислення та удосконалення окремих аспектів управління зовнішнім державним боргом, що, зі свого боку, сприятиме можливості подальшого економічного зростання.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є уточнення та удосконалення окремих аспектів управління зовнішнім державним боргом на основі аналізу поточного стану та структури державного боргу, сучасних викликів та загроз боргової політики та наявних конструктивних підходів і способів вирішення цієї проблеми.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Сучасні світові тенденції розвитку більшості країн світу дають можливість зрозуміти, що все більше урядів задля можливості забезпечення у першу чергу покладених на них державних функцій, особливо в період кризових явищ глобального характеру, пов'язаних з епідеміологічними та економічними викликами, проблемами міграційних процесів, вимушені значною мірою розширювати власні бюджетні дефіцити та вдаватися до залучення зовнішніх державних позик як найдоцільнішого джерела покриття існуючого бюджетного дефіциту. Утім, зростання державної заборгованості викликане кризовими явищами в економіці, лише збільшує навантаження на державний бюджет та відповідно стає визначальним фактором фінансової та загальної макроекономічної стабільності в країні.

Для визначення рівня заборгованості та оцінки впливу зовнішнього державного боргу на загальноекономічну ситуацію в країні, світовою практикою прийнято використовувати відносний показник співвідношення державного боргу до ВВП. Так, попри певну макроекономічну стабільність та високий розвиток окремих країн Європейського Союзу, варто відмітити присутність в

Таблиця 1. Динаміка співвідношення державного боргу до ВВП у країнах ЄС протягом 2008—2019 рр. у відсотках до ВВП

Країна	2008	2010	2012	2014	2016	2017	2018	2019
Бельгія	93,2	100,3	104,8	107	105	102	99,8	98,1
Болгарія	13	15,4	16,7	27,1	29,3	25,3	22,3	20,2
Чехія	28,1	37,1	44,2	41,9	36,6	34,2	32,1	30,2
Данія	33,3	42,6	44,9	44,3	37,2	35,9	34	33,3
Німеччина	65,5	82,3	81,1	75,6	69,3	65,1	61,8	59,6
Естонія	4,5	6,6	9,8	10,6	9,9	9,1	8,2	8,4
Ірландія	42,4	86	119,9	104,2	74,1	67	63	57,4
Греція	109,4	147,5	161,9	180,2	180,8	179,2	186,2	180,5
Іспанія	39,7	60,5	86,3	100,7	99,2	98,6	97,4	95,5
Франція	68,8	85,3	90,6	94,9	98	98,3	98,1	98,1
Хорватія	39,3	57,7	70,1	84,8	80,8	77,5	74,3	72,8
Італія	106,2	119,2	126,5	135,4	134,8	134,1	134,4	134,7
Кіпр	45,5	56,4	80,3	109,1	103,1	93,5	99,2	94
Латвія	18,6	47,9	42,2	41,6	40,4	39	37,1	36,9
Литва	14,6	36,2	39,7	40,5	39,7	39,1	33,7	35,9
Люксембург	15,4	20,2	22	22,7	20,1	22,3	21	22
Угорщина	71,8	80,2	78,4	76,7	74,9	72,2	69,1	65,4
Мальта	61,8	65,3	65,9	61,6	54,5	48,8	45,2	42,6
Нідерланди	54,7	59,3	66,3	67,9	61,9	56,9	52,4	48,7
Австрія	68,7	82,7	81,9	84	82,8	78,5	74	70,5
Польща	46,7	53,5	54,4	51,1	54,2	50,6	48,8	45,7
Португалія	75,6	100,2	129	132,9	131,5	126,1	121,5	117,2
Румунія	12,3	29,6	37,1	39,2	37,4	35,1	34,7	35,3
Словенія	21,8	38,3	53,6	80,3	78,5	74,1	70,3	65,6
Словаччина	28,6	41	51,8	53,6	52,4	51,7	49,9	48,5
Фінляндія	32,6	46,9	53,6	59,8	63,2	61,3	59,6	59,3
Швеція	37,5	38,1	37,5	45	42,3	40,7	38,9	35,1
Велика Британія	49,3	74,3	83,2	86,1	86,8	86,3	85,8	85,4

Джерело: складено авторами на основі [14].

деяких країнах певної тенденції до зростання обсягів боргів протягом останнього десятиріччя (табл. 1).

Починаючи з 2008 р. у більшості країн-членів ЄС зростає рівень державної заборгованості. Так, у Греції відношення боргу протягом десятиліття збільшилося на 71,1 п.п., в Іспанії на 55,8 п.п., Кіпрі — 48,5 п.п. До того ж у 2019 р. лише половина країн-членів ЄС змогла утриматися в межах прийнятної 60% значення відношення державного боргу до ВВП запровадженого у практику Маастрихтською угодою, а такі країни як Греція, Італія та Португалія взагалі перетнули психологічну позначку у 100% відносно ВВП.

Частка державного боргу у ВВП країн-членів ЄС у 2019 р. була такою: Бельгія — 98,11%, Болгарія — 20,2%, Чехія — 30,2%, Данія — 33,3%, Німеччина — 59,6%, Естонія — 8,4%, Ірландія — 57,4%, Греція — 180,5%, Іспанія — 95,5%, Франція — 98,1%, Хорватія — 79,8%, Італія — 134,7%, Кіпр — 94%, Латвія — 36,9%, Литва — 35,9%, Люксембург — 22%, Угорщина — 65,4%, Мальта — 42,6%, Нідерланди — 48,7%, Австрія — 70,5%, Польща — 45,7%, Португалія — 117,2%, Румунія — 35,3%, Словенія — 65,6%, Словаччина — 48,5%, Фінляндія — 59,3%, Швеція — 35,1%, Велика Британія — 85,4%. Така тенденція нагромадження, яка простежувалась роками, зумовила відповідну реакцію: певні країни значною мірою розширили власні дефіцити бюджету, а інші — провели сувору бюджетну консолідацію, яка з часом призвела до проявів глибокої рецесії [14].

Цілком зрозуміло, що першопричини таких боргових загострень для кожної країни різні, як і думки щодо них. Так, деякі науковці та міжнародні організації ак-

центують увагу на відсутності серед країн-членів ЄС єдиного фіскального союзу (що обмежувало уряди країн у застосуванні певних інструментів реагування) [15], існуванням проблем з практикою надмірного кредитування приватного сектору (що також зумовило перетікання приватного боргу у державний сектор), легковажності та марнотратстві урядів щодо витрат (як це спостерігалось в Греції), перетіканням левериджу з відносно могутніх країн до преференційних країн (як це сталося в Німеччині до кризи 2007—2008 рр., де досягнення високого профіциту поточного рахунку виявилось можливим завдяки зростанню обсягів кредитування на її експортних ринках) [12, с. 140—141].

Утім, більшість думок таки зводяться до того, що такого роду зростання боргової навіси зумовлено саме безвідповідальною фіскальною політикою та низькою фіскальною дисципліною окремих країн-членів ЄС, що безпосередньо відгукнулося на інших членах ЄС за рахунок існування занепокоєнь щодо майбутньої стабільності та і загалом існування ЄС.

Такого роду тенденції в ЄС щодо вагомого зростання рівня боргового навантаження та існування проблеми боргового нависання в країнах-партнерах та і загалом у більшості країн світу, свідчать про потребу оперативного пошуку інструментів регулювання такої проблеми та перегляду стратегії регулювання макроекономічного середовища в більшості країн світу задля скорочення рівня заборгованості та подальшого прискорення встановлення економічної стабільності загалом.

В Україні історичні значення відносного показника державного боргу до ВВП мали схожі тенденції під час кризи 2007—2008 рр. та протягом наступних років, що

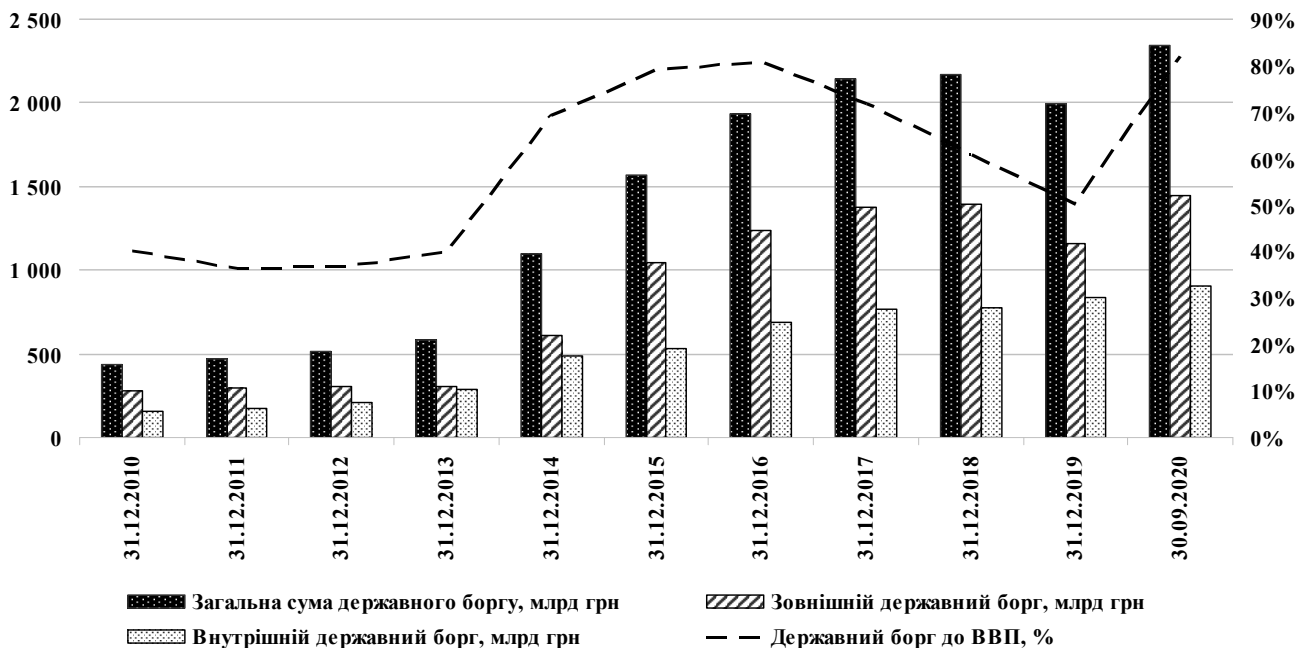


Рис. 1. Динаміка зміни загального, зовнішнього та внутрішнього державного боргу та частки державного боргу у ВВП протягом 2010—III-го кварталу 2020 рр.

Джерело: складено авторами на основі [2; 11].

звісно було зумовлено впливом глобальних факторів (рис. 1).

Утім, на відміну від інших країн, Україна за певною низкою негативних обставин зіштовхнулася із власними внутрішньокраїнними шоками, які зумовили вирування системних ризиків в економіці та поступове нарощування державного боргу ще більшою мірою. Так, протягом 2010—2013 рр. загальний державний борг збільшився на 152,48 млрд грн (переважно за рахунок зростання внутрішнього державного боргу на 128,53 млрд грн, що складало приблизно 84% такого зростання). Водночас у наступних роках Україна опинилась у центрі геополітичних потрясінь внаслідок російської військової агресії, що у сукупності призвело до банківської, валютної та відповідно боргової кризи. Наступні два роки відзначились приростом загального державного боргу на 987,39 млрд грн (169% зростання обсягу відносно 2013 р.), особливо за рахунок зростання зовнішнього державного боргу, який лише у 2013—2014 рр. зріс вдвічі та вже станом на кінець 2015 р. становив 1 042,72 млрд грн.

Відносні показники державного боргу, зокрема зовнішнього державного боргу до ВВП, поступово зростали: з 40,1% у 2010 р. до 79,1% станом на кінець 2015 р., перевищивши навіть зафіксовану у Бюджетному кодексі граничну межу для загального державного боргу країни у 60% [3]. Пікове значення співвідношення державного боргу до ВВП було досягнуто у 2016 р. — майже 81% ВВП, що звісно пояснюється сповільненням економічного зростання та застосуванням єдиного дієвого на той час інструменту фінансової політики — зовнішніх державних запозичень від міжнародних фінансових організацій. Такого роду борговий тиск безпосередньо впливав на стабільність фінансової системи та бюджетну дієздатність країни, утім завдяки коректній та виваженій борговій та фіскальній політиці

уряду країни вдалося стабілізувати становище, досягти значення загальноприйнятого показника боргової безпеки менше 51% на кінець 2019 р. та значною мірою зменшити частку зовнішнього державного боргу у борговому портфелі, зважаючи на той факт, що протягом значного періоду часу зовнішній державний борг мав домінуючу частку у борговому портфелі. До того ж вдалося сповільнити темпи нагромадження зовнішнього державного боргу, який вважається якорем при провадженні боргової політики саме в країнах із нестабільною економічною системою. Так, його темпи росту поступово спадали після пікового значення 103,5% у 2013—2014 рр. до 1,6% приросту у 2017—2018 рр., водночас продемонструвавши від'ємне значення приросту -17% вже у наступному 2019 р. за рахунок зміцнення реального обмінного курсу, погашенням значної частини запозичень та зростанням реального ВВП на фоні повільного накопичення загального державного боргу України.

Проте події кінця 2019 р. — початку 2020 р., що пов'язані з розгортанням кризових явищ епідеміологічного та економічного характеру в світі, спричинили для країн із середнім та низьким рівнем доходів (до яких відноситься Україна) нові шоки у вигляді термінової потреби у збільшенні видатків на забезпечення соціального захисту населення та відповідно зумовили уряди таких країн оперативно активізувати процес нагромадження боргів задля можливості фінансування розширених дефіцитів державних бюджетів, які супроводжувалися низхідною динамікою реального ВВП та девальваційної траєкторією курсу національної валюти.

Так, відношення державного боргу з початку 2020 р. почало зростати, а ключовий показник боргової стійкості — державний борг до ВВП знов перевищив граничне значення [3], та за оперативними розрахунками на кінець року таки може перевищити значення 80%

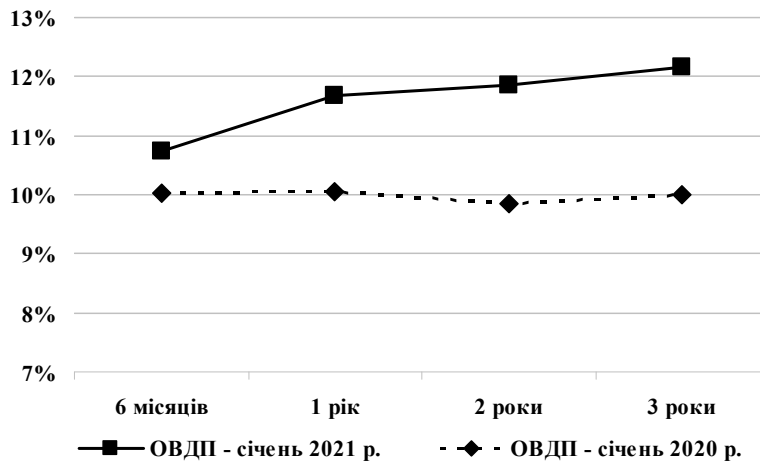


Рис. 2. Динаміка зміни дохідностей ОВДП номінованих у гривні у січні 2020–2021 рр.

Джерело: складено авторами на основі [8].

ВВП. До того ж проблематика зростаючого державного боргу підкріплюється додатковою проблемою, пов'язаною із зростанням валютної частки державного боргу (тобто зовнішніх запозичень) у силу характерної для країн з нестабільним макроекономічним середовищем і відносно низьким кредитним рейтингом — проблеми відтоку іноземних інвесторів з внутрішніх ринків, що також супроводжувалось погіршенням сприйняття міжнародними інвесторами схильності до ризиків в умовах глобальної невизначеності та існування високих інфляційних очікувань. Усе це відобразалося відповідним чином на вартості суверенних боргових цінних паперів (рис. 2).

Крива дохідності, яка відображає взаємозв'язок дохідності та строку до погашення, ще на початку 2020 р. мала відносно негативний нахил. Починаючи з лютого 2020-го р., крива дохідності почала вирівнюватись і вже на початку 2021 р. продемонструвала позитивний нахил. Причиною тому стало тривале перебування інфляції значно нижче рівня цільового коридору НБУ ($5+/-1\%$), що згенерувало негативні очікування вищого рівня інфляції та відобразилося на дохідності цінних паперів з довшим строком до погашення вже на початку 2021 р. і потенційному зростанні номінальної вартості обслуговування боргу в майбутньому, навіть при переході на гривневі запозичення як одного з ключових напрямів поточної стратегії управління державним боргом України.

Зауважуючи на загостренні значного ряду проблем у сфері управління зовнішнім державним боргом, які перетворилися на поточні та майбутні виклики для економіки України, задля можливої стабілізації боргової ситуації та забезпечення фінансової стабільності загалом, доцільним є розгляд можливих підходів та типів боргової політики у періоди кризових та посткризових періодів, які б посприяли удосконаленню управління зовнішнім державним боргом та мінімізували можливість поширення нових шоків на економіку України. У свою чергу ці підходи сприятимуть розробці комплексу заходів удосконалення управління зовнішнім державним боргом як передумови забезпечення прискореного посткризового відновлення економіки та фінансової стабільності країни.

Отже, управління зовнішнім державним боргом України має базуватися на певних існуючих обставинах для країн з середнім та низьким рівнем доходів, пов'язаних з такими чинниками: глобальною невизначеністю та впливом зовнішніх шоків; зменшенням рівня толерування міжнародними інвесторами ризиків; зростанням потреби у фінансуванні видатків соціального спрямування; хронічним переважанням частки зовнішнього державного боргу у структурі боргового портфелю; кореляції притоку іноземних інвестицій та успішного функціонування підтримуючої програми з МВФ; наявністю прихованого боргового тягаря у формі ВВП-варантів; високими інфляційними очікуваннями та ін.

Враховуючи вищенаведені обставини, варто розглянути існуючі варіанти підходів до управління державним боргом як однієї з визначальних опор боргового менеджменту в країні.

У світовій практиці прийнято виділяти такі підходи вирішення проблеми нагромадження державного боргу:

1. Інфляційне стимулювання. Сутність цього методу полягає в тому, що держава застосовує інфляцію як своєрідний "податок" на кредиторів держави. Такого висновку дійшли Дж. Сакс та Дж. Кейнс, які зазначали, що інфляційна грошова політика виступає прихованим типом оподаткування [9, с. 87]. Утім, для таких країн, як Україна (з ринками, що розвиваються) запровадження механізму "спалювання боргу за рахунок інфляційного стимулювання" є історично досить складним у силу існування вже сталої високої чутливості до інфляційних очікувань, що в такому разі відобразиться на вартості нових позик навіть із зовнішніх джерел і не зменшить реальну процентну ставку, і, відповідно, не знизить реальну вартість обслуговування суверенного боргу навіть у середньостроковому періоді. До того ж цей метод, прийнятний за умов помітної диверсифікації боргового портфелю в розрізі термінів погашення та домінуванні довгострокових джерел фінансування, а не короткострокових, як це спостерігається в Україні.

2. Підхід "фінансової репресії". Передбачає комплекс заходів, спрямованих на зменшення номінальної відсоткової ставки за суверенними облигаціями. Типовим інструментом такого підходу є викуп державних

активів. У розвинутих країнах такого роду повноваження беруть на себе центральні банки, а в країнах, що розвиваються — звичайні комерційні банки, яких відповідними стимулами схиляють до придбання суверенних облігацій [7]. В Україні застосування такого підходу мало місце ще до банківської кризи 2014 р., утім, на сьогодні, після реформування банківського сектору, реалізація такого роду практики ускладнилась за рахунок введення нових обмежуючих лімітів на державні облігації в структурі банківських портфелів. Серед ключових недоліків цього підходу є те, що за умови його застосування відбувається витіснення ресурсів з приватного сектору, що формує певний "ефект розмиття" фінансової системи та породжує певну неефективність її функціонування, що зазвичай може супроводжуватись валютною кризою.

3. Реструктуризація боргу або оголошення про технічний дефолт. Застосування такого підходу з історичної ретроспективи різних країн світу майже ніколи не мало позитивних наслідків для економіки країни, яка оголошувала суверенний дефолт. У контексті України, де вирують постійні проблеми із низьким рівнем довіри та високими інфляційними очікуваннями, застосування цього методу є неприйнятним у силу наявності ще досить вичерпного резерву інструментів, які мають менші негативні наслідки для державних фінансів України. До того ж такого роду підхід означатиме для країни повернення до боргової та валютної кризи. Щодо практики реструктуризації боргу, варто зауважити про те, що подібний інструмент носить радикальний та безнадійний характер, який насправді призводить до певної дисфункціональності державних фінансів. Так, досліджуючи досвід реструктуризації частини державного боргу у 2015 році внаслідок неспроможності виконання власних зобов'язань, урядом країни було випущено ВВП-варанти (як одна з умов плану реструктуризації), які передбачають виплату частини приросту ВВП починаючи з 2021 р. Так, передбачається, що у разі досягнення реального зростання принаймні на 3% суми, що перевищує 3% ВВП, країна буде вимушена виконати новоутворені зобов'язання у розмірі від 15% до 40% приросту ВВП за певних умов [1, с. 81]. До того ж українською практикою обліку державного боргу не передбачаються врахування такого роду деривативів частиною державного боргу, що звичайно є проявом ухилення від оцінки існуючих ризиків у сфері управління зовнішнім державним боргом. Відповідно, такого роду реструктуризація 2015 р. є тягарем для економіки України та потребує додаткового наукового аналізу можливих шляхів виходу з пастки дисфункціональності державних фінансів.

4. Толерування нових зовнішніх запозичень. Цей метод не передбачає застосування жодних нетипових інструментів щодо управління державним боргом країни. Застосування цього методу може мати скоріш вимушений характер, оскільки у період безпрецедентних криз епідеміологічного та економічного характеру перед усіма країнами, які не мають високого інвестиційного рейтингу постає проблема доступності джерел позикових коштів ринкового характеру унаслідок значного спаду схильності до ризикового інвестування та інвестиційної діяльності загалом. Реалізація цього підходу

до того ж може ускладнюватися недостатністю темпів економічного зростання, високими реальними процентними ставками та неефективним використанням зовнішніх державних запозичень. Серед ключових переваг цього підходу є те, що насправді позики від міжнародних фінансових організацій є найдешевшим джерелом додаткових фінансових ресурсів, які за умови інвестиційно-інноваційного спрямування слугуватимуть інструментом згладжування економічних дисбалансів.

5. Фіскальна консолідація. Цей підхід спрямований на підвищення стійкості державних фінансів за рахунок застосування переважно двох інструментів: скорочення бюджетних видатків і збільшення податкових надходжень. Це означає, що реалізуючи фіскальну консолідацію, уряд країни у кінцевому результаті прагне забезпечити стан державних фінансів, за якого спостерігатиметься первинний профіцит, що дасть змогу вивільнити кошти для зменшення рівня заборгованості сектору загальнодержавного управління. Застосування такого підходу на практиці різними країнами світу свідчило про різноманітні як негативні, так і позитивні наслідки. Досвід Греції, на жаль, свідчить про те, що фіскальна консолідація була проведена некоректно, що у кінцевому результаті привело до рецесії в економіці. Швеція навпроти мала позитивний досвід, провівши консолідацію у середині 90-х рр. суворо дотримуючись встановлених бюджетних правил. Україна ж у свою чергу мала досвід застосування такого підходу протягом 2015—2019 рр., що, звісно, дало змогу скоротити державний борг з приблизно 81% ВВП до прийнятних 50% ВВП на кінець 2019 р. Утім, сучасні реалії світової пандемії, які вимагають збільшення видатків соціального спрямування, майже відкидають можливість застосування цього методу на практиці у найближчій перспективі.

Кажучи про вплив на економічне зростання фіскальної консолідації, якої дотримувався уряд на практиці протягом останніх років, насправді жодним чином не призвела до абсолютної рецесії, навіть за умови хронічного недовиконання по факту плану дефіциту державного бюджету. Отже, це свідчить про наявність ще однієї проблеми — неефективності державних видатків, що виступає черговою перешкодою на шляху досягнення первинного профіциту державного бюджету та потребує додаткового наукового аналізу на предмет доцільності можливого вирішення цієї проблеми шляхом застосування інструменту середньострокового бюджетування — огляду витрат державного бюджету на регулярній основі.

Враховуючи існуючі науково обгрунтовані підходи до зменшення співвідношення державного боргу до ВВП, їх негативних та позитивних аспектів і поточних передумов макроекономічного середовища, удосконалена стратегія управління державним боргом має базуватися на мінімізації негативного впливу зростаючого державного боргу та прискореному посткризовому відновленні боргової стійкості як важливої умови фінансової стабільності в країні загалом.

Задля дотримання вищезазначеної стратегії у середньостроковому періоді необхідно сконцентруватися на вимушеному переході до політики активізації переважно зовнішніх запозичень від міжнародних фінансових організацій як найдешевших та найдоцільніших

джерел фінансування розширеного дефіциту бюджету, забезпечуючи переважно інвестиційно-інноваційний характер спрямування позикових коштів із застосуванням механізму узгодження зовнішнього державного запозичення із завданнями фінансової стабілізації країни.

За таким самим принципом має бути актуалізована мета як одна з ключових основ управління зовнішнім державним боргом. Головний акцент у меті має базуватися на мінімізації вартості зовнішніх позик та оптимізації процесу управління фіскальними ризиками із врахуванням існуючих загроз з боку емітованих ВВП-варантів.

Реалізація поставленої мети можлива лише за умови якісного встановлення та виконання певного переліку завдань. Сучасними завданнями мають бути: виважене залучення міжнародних офіційних позик як найприйнятніших з точки зору довгострокових наслідків для економіки країни; постійний моніторинг стану боргового портфелю зовнішніх запозичень; сприяння збалансованості обсягу та структури боргового портфелю зовнішніх запозичень задля можливості виконання власних зобов'язань без надмірного тиску; пошук можливостей вирішення проблеми механізму виплат за існуючими ВВП-варантами; ефективно спрямування зовнішніх позик на основі виваженого механізму визначення найважливіших напрямів для прискореного відновлення економіки країни; перегляд механізму надання державних гарантій з акцентом на скорочення утричі перевищеного граничного обсягу державних гарантій (згідно з бюджетом на 2021 р.) та стимулювання прямого кредитування проєктів державного значення; удосконалення існуючих фіскальних правил задля полегшення контролю за дотриманням фіскальної дисципліни та унеможливлення загострення боргових ризиків та сприяння підвищення інвестиційного рейтингу країни як важливого детермінанта вартості державних запозичень.

Виконання завдань з управління державним боргом (зокрема зовнішнім державним боргом) базується на певних методах. Серед загальноприйнятих виділяють такі: уніфікація (об'єднання та обмін раніше випущених позик на нові боргові інструменти); рефінансування (здійснення нових запозичень задля покриття старих боргів); конверсія (зміна умов обслуговування та доходності позик); консолідація (змін умов позики у частині пролонгації терміну погашення); дострокове погашення; реструктуризація (комплексна зміна умов обслуговування, погашення, вартості позики з можливим списанням частини боргу).

Доцільним з точки зору мінімізації впливу нових зовнішніх державних запозичень та підвищення результативності є застосування методів рефінансування та методу, який передбачає проведення активних операцій з управління державним боргом (достроковий викуп). Саме ці методи дадуть змогу оптимізувати структуру боргового портфелю за термінами погашення, валютою запозичень, рівнем ризиковості та сприятимуть вирішенню питання тягаря у вигляді емітованих ВВП-варантів, цикл виплат за якими має починатися у 2021 р.

Отже, запропоновані заходи удосконалення управління зовнішнім державним боргом дадуть змогу мінімізувати негативний вплив на економіку України

шоків глобального характеру, сприятимуть забезпеченню фінансової стабільності та можливості виходу України на траєкторію прискореного відновлення економіки.

ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Комплексне дослідження з аналізу формування державного боргу та впливу внутрішньокраїнних і глобальних шоків, які зумовили потребу у значному фінансуванні видатків соціального характеру та спричинили тиск на борговий менеджмент, дало змогу виявити нагальну потребу пошуку шляхів удосконалення управління зовнішнім державним боргом.

На основі характерних для країн, що розвиваються передумов та аналізу існуючих підходів до вирішення проблеми скорочення боргового навантаження на державний бюджет у період епідеміологічної та економічної криз світового масштабу, було запропоновано перелік найбільш прийнятних та актуальних заходів з удосконалення сучасного боргового менеджменту, що стосуються: стратегії, політики, мети, завдань, методів управління та боргових інструментів.

Запропоновані шляхи управління зовнішнім державним боргом, які базуватимуться на толеруванні зовнішніх позик від міжнародних фінансових організацій, нададуть змогу подолати кризовий етап завдяки мінімізації витрат на обслуговування та погашення державного боргу і певною мірою сприятимуть прискореному посткризовому відновленню національної економіки з подальшим виходом на траєкторію економічного зростання.

Література:

1. Богдан Т.П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. Фінанси України. 2018. № 4. С. 75—92. URL: http://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4507
2. Валовий внутрішній продукт, Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
3. Верховна Рада України, Бюджетний кодекс України. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
4. Зражевська Н.В. Зовнішній державний борг у фінансовій системі України: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01. Київ, 2006. 20 с.
5. Лисяк Л.В. Політика фіскальної консолідації в Україні як інструмент стабілізації державних фінансів. Ефективна економіка. 2015. № 8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4239>
6. Лютий І.О., Зражевська Н.В., Рожко О.Д. Державний кредит та боргова політика України: монографія. Київ: ЦУЛ, 2008. 352 с.
7. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Політика фінансових репресій: світовий досвід і практика України. Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. 2015. Вип. 2. С. 38—41.
8. Оголошення та результати аукціонів, Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniw>

9. Сакс Д. Економіка перехідного періоду (Уроки для України) / пер. з англ. О. Пивоварський. Київ: Основи, 1996. 345 с.

10. Слав'юк Н.Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни: монографія. К.: НАУКМА, 2019. 172 с.

11. Статистика державного боргу України, Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>

12. Тернер Е. Між боргом та дияволом: гроші, кредит і реформування глобальних фінансів / пер. з англ. д-ра екон. наук Тетяни Унковської; Growford institute Global Research on Optimal Ways for Development. Львів: Априорі, 2020. 416 с.

13. Cohen C., Ali Abbas S. M., Anthony M., Best T., Breuer P., Miao H., Myrvoda A., Togo E. The Role of State-Contingent Debt Instruments in Sovereign Debt Restructurings. IMF Staff Discussion Notes. 2020. № 2020/006. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/11/13/The-Role-of-State-Contingent-Debt-Instruments-in-Sovereign-Debt-Restructurings-49732>

14. General government gross debt — annual data, Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang>.

15. Opinion of the European Economic and Social Committee on 'The implications of the sovereign debt crisis for EU governance' (own-initiative opinion). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:52010IE1367>

References:

1. Bohdan, T.P. (2018), "Strategic management of public debt in an unstable debt position", *Finansy Ukrainy*, vol. 4, pp. 75—92. available at: http://finukr.org.ua/?-page_id=723&aid=4507 (Accessed 06 Jan 2020).

2. State Statistics Service of Ukraine (2020), "Gross domestic product", available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 15 Jan 2020).

3. Verkhovna Rada of Ukraine (2020), "The Budget Code of Ukraine", available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (Accessed 06 Jan 2020).

4. Zrazhevskaya, N.V. (2006), "External debt in financial system of Ukraine", Ph.D. Thesis, Finance and credit Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine.

5. Lysiak, L.V. (2015), "Policy fiscal consolidation in Ukraine as an instrument of public finances stabilization", *Efektivna ekonomika*, vol. 8, available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4239> (Accessed 07 Jan 2020).

6. Liutyj, I.O. Zrazhevskaya, N.V. and Rozhko, O.D. (2008), *Derzhavnyj kredyt ta borhova polityka Ukrainy* [State credit and debt policy of Ukraine], CUL, Kyiv, Ukraine.

7. Mischenko, V.I. and Naumenkova, S.V. (2015), "The policy of financial repression: the international experience and practice in Ukraine", *Sotsial'no-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy*, vol. 2, pp. 38—41.

8. Ministry of Finance of Ukraine (2020), "Announcements and results of auctions", available at: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniv> (Accessed 06 Jan 2020).

9. Sachs, J. (1996), *Ekonomika perekhidnoho periodu (Uroky dlia Ukrainy)* [Economics of transition (Lessons for Ukraine)], Osnovy, Kyiv, Ukraine.

10. Slav'iuuk, N.R (2019), *Zovnishni derzhavni zapozychennia ta ekonomichnyj rozvytok krainy* [External government borrowing and economic development of the country], NaUKMA, Kyiv, Ukraine.

11. Ministry of Finance of Ukraine (2020), "State debt of Ukraine", available at: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg> (Accessed 06 Jan 2020).

12. Ternier, A. (2020), *Mizh borhom ta dyiavolom: hroshi, kredyt i reformuvannia hlobal'nykh finansiv* [Between debt and the Devil: money, credit, and fixing global finance], Apriori, Lviv, Ukraine.

13. Cohen, C. Ali Abbas, S.M. Anthony, M. Best, T. Breuer, P. Miao, H. Myrvoda, A. and Togo, E. (2020), "The Role of State-Contingent Debt Instruments in Sovereign Debt Restructurings", IMF Staff Discussion Notes, no. 2020/006, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/11/13/The-Role-of-State-Contingent-Debt-Instruments-in-Sovereign-Debt-Restructurings-49732> (Accessed 10 Jan 2020).

14. Eurostat (2020), "General government gross debt — annual data", available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang> (Accessed 15 Jan 2020).

15. EUR-Lex (2011), "Opinion of the European Economic and Social Committee on 'The implications of the sovereign debt crisis for EU governance' (own-initiative opinion)", available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:52010IE1367> (Accessed 08 Jan 2020).

Стаття надійшла до редакції 29.01.2021 р.

www.dy.nayka.com.ua

Електронне фахове видання

ДЕРЖАВНЕ УПРАВЛІННЯ
удосконалення та розвитку

Виходить 12 разів на рік

включено до переліку наукових фахових видань України
з питань **ДЕРЖАВНОГО УПРАВЛІННЯ**
(Категорія «Б»)

Наказ Міністерства освіти і науки України
від 28.12.2019 №1643

Спеціальність 281

e-mail: economy_2008@ukr.net
тел.: (044) 223-26-28, (044) 458-10-73