МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА
Факультет фінансів

Кафедра фінансів імені Віктора Федосова

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА	«Фінанси»
ГАЛУЗЬ ЗНАНЬ	07 «Управління та адміністрування»
СПЕЦІАЛЬНІСТЬ	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: _____очна (денна)_____
очна (денна), заочна, дистанційна

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему «Управління державним боргом України та шляхи його вдосконалення »

здобувача __Матвієнко Валерії Оскарівни_____

(ПІБ, підпис)

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор,
_____Опарін Валерій Михайлович_____
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

_____
(підпис)

Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)

Завідувач кафедри: _доктор економічних наук, професор
_____Буряченко Андрій Євгенович_____
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

_____
(підпис)

Київ 2024

ЗМІСТ

ВСТУП.....

3.2. Інвестиційно орієнтовані вектори для реструктуризації економіки як один зі

.....

.....

ВСТУП

Актуальність теми. З урахуванням останніх подій, таких як війна та збільшення боргу, управління боргом стає надзвичайно актуальною темою для України. Військовий конфлікт та зростаючий обсяг боргових зобов'язань підкреслюють необхідність ефективного управління фінансовими ресурсами країни. Реструктуризація боргу в контексті геополітичних та економічних турбулентностей вимагає комплексного підходу до управління борговим портфелем. Аналіз та оптимізація державного боргу стають пріоритетним завданням для влади з метою забезпечення фінансової стабільності країни. У контексті сучасних викликів управління боргом стає стратегічно важливою складовою економічної політики України, адже важливо правильно направити нові залучені ресурси як у воєнний так і в післявоєнний період, для відновлення економіки країни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, у яких започатковано розв'язання конкретної проблеми із зазначенням авторів та їх наукового внеску, на які спирається автор. Питання щодо управління державним боргом України є актуальним протягом усього періоду незалежності країни. Питання управління державним боргом висвітлено в працях таких авторів як : Марія Мигаль, де було зроблено порівняння управління державним боргом кількома економічно-розвиненими країнами; Значення державного боргу України в умовах воєнного стану було розглянуто Лямзіною О. В. та Гарбінською-Руденко А. В., які здійснили аналіз динаміки та структури державного та гарантованого державою боргу України та надано рекомендації щодо законодавчого удосконалення управління державним боргом, удосконалення боргової політики для підвищення рівня боргової безпеки України; Поточні реалії і проблеми державного боргу України було розглянуто Катериною Сочкою, якою було досліджено тенденції та чинники динамічного зростання державного боргу України за останні роки та

проаналізовано окремі практичні інструменти зменшення державного боргу та виходу із «боргової спіралі» і можливість їх реалізації в Україні.

Мета і завдання дослідження. Мета кваліфікаційної роботи полягає у виявленні та аналізі необхідності раціонального та ефективного управління державним боргом для забезпечення стабільності та сталого економічного розвитку країни. Дослідження має на меті розглянути стратегії зменшення боргового навантаження, оптимізацію витрат на обслуговування боргу, а також здійснення ефективного управління державними фінансами з урахуванням поточної економічної ситуації та міжнародних фінансових тенденцій.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

– дати теоретичну характеристику сутності державного боргу;

– класифікувати державним борг за видами та розглянути класифікацію пропоновану іншими економічно-розвиненими країнами

– провести аналіз внутрішнього та зовнішнього боргу України

– аналіз показників державного боргу за останні 5 років, їх тенденції та зміни відносно подій в країні та світі

– провести аналіз впливу боргового тягаря на економіку України

– зробити порівняльний аналіз зовнішнього та внутрішнього боргу України та їх вплив на економіку

– визначити і провести аналіз ключових проблем в управлінні та нагромадженні державного боргу

– виявити та запропонувати нові стратегії та рекомендації щодо управління державним боргом

Об'єкт дослідження. Об'єктом дослідження є державний борг України, який включає як внутрішні, так і зовнішні боргові зобов'язання країни. Це охоплює всі аспекти, пов'язані з виникненням, обслуговуванням та погашенням боргових зобов'язань, а також вплив боргової політики на економічний розвиток країни, макроекономічну стабільність і фінансову стійкість.

Предмет дослідження. Предметом дослідження є механізми, інструменти та

методи управління державним боргом України. Це включає в себе аналіз чинних стратегій та політик, що застосовуються для управління борговими зобов'язаннями, фінансові інструменти, які використовуються для залучення та обслуговування боргу, а також підходи до реструктуризації та оптимізації боргового навантаження. *Методи дослідження.* У кваліфікаційній роботі застосовані такі методи дослідження як теоретичні (пізнання, аналогія, пояснення, класифікація та індукція) та емпіричні методи (вимірювання, розрахунок, аналіз, порівняння, опис та моделювання).

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. Теоретична значущість отриманих результатів полягає в тому, що вони поглиблюють розуміння факторів, що впливають на динаміку державного боргу України і виявляють проблеми та недоліки в системі управління державним боргом. Методична значущість полягає у розробці методичних рекомендацій щодо вдосконалення системи управління державним боргом, методів оцінки її ефективності та прогнозування динаміки боргу. Практична значущість полягає у можливості використання отриманих результатів для розробки практичних заходів щодо вдосконалення системи управління державним боргом, допомоги органам влади у прийнятті обґрунтованих рішень, сприянні підвищенню прозорості та звітності, зниженню ризиків, пов'язаних з боргом, та стійкому економічному розвитку України.

Інформаційна база дослідження кваліфікаційної бакалаврської роботи є літературні джерела (наукові статті, публікації в економічних та фінансових журналах, аналітичні звіти від державних органів, підручники та наукові збірники), державні джерела інформації (закони, постанови, розпорядження, що стосуються управління державним боргом України), міжнародні джерела (звіти та публікації Міжнародного валютного фонду, Світового банку, рейтингових агентств та фінансових або економічних журналів), статистичні дані (дані про структуру державного боргу, розміри, динаміку та відсоткові співвідношення), а також електронні ресурси (веб-сайти та академічні ресурси).

РОЗДІЛ 1

СУТНІСТЬ, ВИДИ І ФОРМУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

Сутнісні характеристики державного боргу

Державний кредит - це складний комплекс взаємозв'язків між державою, що виступає як позичальник, та кредиторами, які можуть бути фізичними або юридичними особами, іноземними урядами чи міжнародними фінансовими установами. Ці відносини формують загальнодержавний фонд грошових ресурсів і відображають соціальне призначення державного кредиту - забезпечення фінансових потреб, необхідних для виконання різноманітних економічних, соціальних та політичних функцій. Основна мета державного кредиту полягає у пошуку ефективних умов запозичення коштів з мінімізацією вартості боргу та використанні специфічних кредитних інструментів для задоволення фіскальних потреб. Держава, як правило, виходить за межі своїх фіскальних можливостей, що забезпечуються податками, тому потребує додаткових ресурсів для задоволення ростучих потреб суспільства. Фіскальне управління стикається з викликом пошуку альтернативних методів фінансування, таких як монетарне і позичкове фінансування. Хоча монетарне фінансування може призвести до інфляції і має обмежений застосування, позичкове фінансування, зокрема через емісію державних облігацій, вважається більш привабливим методом, оскільки дає можливість покрити дефіцит бюджету та розширити фінансування соціально-економічних програм. Проте боргове фінансування має свої ризики, що вимагає ретельного контролю і оптимального використання залучених коштів. Таким чином, державний кредит є важливим інструментом, який дозволяє державі забезпечити додаткові фінансові ресурси для вирішення соціально-економічних завдань та подолати фінансові виклики.

Державний борг – це важливий макроекономічний показник, який відображає обсяг заборгованості держави перед різними кредиторами, серед яких можуть бути:

- інші країни;
- іноземні та міжнародні корпорації;
- банки та інші фінансові організації;
- фізичні особи (кваліфіковані інвестори та звичайні громадяни).

Іншими словами, державний борг формується із боргу уряду, НБ та місцевих виконавчих органів. Це може бути викликано рядом причин, таких як фінансова криза, необхідність розвитку економіки або проведення соціальних програм.

Відповідно до Бюджетного кодексу України [1], державний борг країни представляє загальну суму зобов'язань, що виникають внаслідок запозичень для фінансування бюджету, рефінансування попередніх кредитів та інших потреб. Гарантований державою борг включає загальну суму заборгованості резидентів України, які отримали кредити з державною гарантією.

Перед набуттям чинності державною гарантією, операції, пов'язані з цими зобов'язаннями, не відображаються в державному бюджеті. Державні запозичення призначені для покриття дефіциту бюджету та рефінансування державного боргу.

Право на державні запозичення належить державі через Міністра фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів. Кабінет Міністрів визначає основні умови здійснення державних запозичень та порядок емісії державних облігацій.

Управління державним боргом здійснюється Міністерством фінансів України в межах законодавства. Для ефективного управління ліквідністю державного боргу Міністр фінансів має право проводити різноманітні операції з державним боргом.

Планування державних запозичень має враховувати економічні, фінансові, соціальні та національні інтереси. Портфель державного боргу складається з конкретних зобов'язань, що виникають внаслідок державних запозичень або гарантованого боргу.

До портфелю державного боргу можна віднести такі групи боргових зобов'язань:

1) прямі та гарантовані (внутрішні та зовнішні) боргові зобов'язання держави перед кредиторами;

2) боргові зобов'язання державного сектора економіки перед кредиторами;

3) адміністративний борг держави (не від кредитних відносин).

Існування множини інструментів та методів державного запозичення робить проблематичним визначення єдиної, універсальної класифікації складових внутрішньої структури державного боргу.

Для зменшення дефіциту у бюджеті уряд використовує додаткове фінансування через позики. Існує два способи, за допомогою яких держава може залучити кошти: внутрішні та зовнішні позики. Кожен з цих способів призводить до виникнення відповідного виду боргу: внутрішнього та зовнішнього. Внутрішній борг переважно формується шляхом розміщення державних цінних паперів. Процес виглядає наступним чином: держава емітує цінні папери (облігації), які підтверджують зобов'язання сплатити суму боргу (зазвичай одноразово при погашенні) плюс відсотки або "купони" (зазвичай щокварталу до погашення облігацій) протягом визначеного часу. Держава (у випадку України - Міністерство фінансів) продає ці папери інвесторам - банкам, інвестиційним фондам, іншим компаніям, а також населенню. Відсотки за такими паперами зазвичай невеликі, оскільки держава розглядається як надійний позичальник, а ризик невиплати коштів за цими паперами вважається низьким.

Державний зовнішній борг включає усі зобов'язання країни перед іншими країнами, включаючи кредити і позики від зарубіжних банків і міжнародних фінансових організацій, відсоткові виплати за ці кредити і позики, а також кошти, отримані від емісії державних облігацій на міжнародному ринку. Цей вид боргу є частиною загального зовнішнього боргу країни. Основним інструментом фінансування є цінні папери, відомі як єврооблігації (або євробонди). Вони отримали назву "євро" через своє походження в Європі, але наразі вони випускаються і торгуються не лише в Європі. Єврооблігації видаються на

міжнародних фінансових ринках і можуть мати термін погашення від одного до 40 років.

Крім того, країни можуть укладати боргові угоди з окремими іноземними державами, банками або міжнародними фінансовими установами. Щоб краще оцінити зовнішнє боргове навантаження, до загального боргу країни додається гарантований державою борг (прямий державний борг). Це зобов'язання компаній, банків та інших організацій, які мають гарантії держави і, отже, є потенційною відповідальністю для країни.

Багато країн у всьому світі зіткнулися з проблемою державного боргу, яка стала загальною для країн, що розвиваються. Цей борг пов'язаний з заборгованістю центрального уряду. В багатьох країнах, що розвиваються, уряди зазвичай використовують різні способи позичання, випускаючи облігації та інші цінні папери. Деякі звертаються безпосередньо до міжнародних організацій, таких як Світовий банк і МВФ. Метою цих позик зазвичай є поліпшення економічного стану країни, створення робочих місць, забезпечення можливостей для доходу або покращення інфраструктури для підвищення життєвого рівня. Більшість країн мають спільні цілі в управлінні державним боргом, що включають мінімізацію витрат з урахуванням ризиків [Додаток А]. Процес управління державним боргом передбачає наступні етапи:

1) залучення державних запозичень;

2) використання отриманих коштів;

3) погашення та обслуговування боргових зобов'язань.

Дефіцит державного бюджету часто є головною причиною зростання державного боргу. "Дефіцит" виникає, коли доходи бюджету не вистачають для покриття запланованих витрат. Просте скорочення бюджетних витрат, як правило, не розв'язує проблему (хоча у надзвичайних ситуаціях можливе таке скорочення - "секвестр"), оскільки державні витрати є виправданими та необхідними для подальшого функціонування та розвитку. Однак, коли доходи не відповідають очікуванням, ростуть витрати, і уряд змушений брати позики, щоб забезпечити таку експансивну політику.

Класифікація державного боргу

Важливість знання та розуміння класифікації державного боргу полягає у кількох аспектах, які в цілому допомагають ефективному управлінню державним боргом, а саме: оцінка фінансового стану країни, прозорість та підзвітність, аналіз та прогнозування та поліпшення зовнішньоекономічних відносин. Саме так класифікація боргу дає чітке уявлення про структуру та склад боргових зобов'язань, дозволяє аналізувати ризики, пов'язані з боргом, та його вплив на економіку і допомагає у прийнятті обґрунтованих економічних та політичних рішень. Також дана класифікація дає можливість уряду розробити та впровадити ефективну стратегію управління боргом та допомагає у виборі оптимальних джерел фінансування та методів погашення боргу, а класифікація боргу за стандартами МВФ та інших міжнародних організацій сприяє інтеграції країни у світову економіку, де вона може у майбутньому завоювати довіру інвесторів та полегшити собі доступ до зовнішніх запозичень на більш сприятливих умовах.

Загалом в українській практиці борг поділяють на державний та гарантований державою борг, який вже потім можна класифікувати більш детально. Державний гарантований борг – це сума боргів резидентів України, які отримали кредити та не погасили їх на звітну дату, а держава гарантує їх виконання. До настання гарантійного випадку дані про цю заборгованість не відображаються в держбюджеті. Держава гарантує від імені Кабінету Міністрів України повне або часткове погашення боргів комерційної організації, яка є громадянином України, постановою Кабінету Міністрів України, дії, пов'язані з його рішенням, будуть зроблені міністром фінансів України. Державні гарантії надаються для забезпечення оплати, терміновості та виконання зобов'язань у порядку, встановленому законом. Якщо прямим джерелом погашення кредиту (позики) є державний бюджет (за винятком заборгованості за кредитами (позиками),

отриманими від міжнародних фінансових інститутів), борг підприємства повинен бути забезпечений. Незалежно від суми коштів, визначеної на ці цілі в Законі Про Державний бюджет України, платежі за виконання зобов'язань за державними гарантіями регулюються відповідним договором.

Державний та гарантований державою борг не включає борги місцевих органів влади та державних підприємств, які не захищені державними гарантіями. Максимальний розмір державного боргу та державного гарантійного боргу визначається Законом України Про державний бюджет на кожен бюджетний період. Сума державного та гарантованого державою боргу розраховується в грошовому вираженні як непогашена номінальна вартість боргового зобов'язання. Статус державного та гарантованого державою боргу визначається у гривні та доларах США за офіційним обмінним курсом Національного банку України на останній день звітного періоду та включає операції дня.

Згідно з класифікацією державного та гарантованого державою боргу, його поділяють на п'ять типів, кожний з яких характеризує державний борг з різних сторін та за різними особливостями.

Характеристика структури зобов'язань портфеля державного боргу:

1) за типом одержувача позикових коштів: а) прямі зобов'язання (борг, який емітується самим урядом. Він може включати в себе державні облігації, казначейські векселі та державні гарантії); б) гарантовані зобов'язання;

2) за резидентством кредиторів та їх видами: а) зобов'язання перед резидентами (, включаючи зобов'язання перед національними юридичними та фізичними особами, банківськими установами та іншими органами управління, зобов'язання, не включені до інших категорій, що визначаються шляхом коригування вартісних оцінок), б) зобов'язання перед нерезидентами (перед урядами інших держав; перед міжнародними фінансово-кредитними організаціями; перед особами-нерезидентами юридичними та фізичними; перед іноземними комерційними банками; зобов'язання, не включені до інших категорій, включаючи зобов'язання, що зумовлені коригуванням вартісних оцінок);

3) за валютною структурою пасивів: а) у національній валюті країни-позичальника; б) у валюті країни кредитора; в) у валюті третьої країни; г) у міжнародних розрахункових одиницях;

4) за видами кредитів: а) комерційні (борг, який отримано на комерційних умовах від банків чи інших фінансових установ.); б) фінансовий (борг, який отримано з офіційних джерел, таких як Міжнародний валютний фонд (МВФ) або Світовий банк.);

5) за способом погашення: а) рівномірне погашення; б) викуп нерівними частками; в) одноразове погашення;

6) за умовами повернення: а) з можливістю дострокового повернення; б) без можливості дострокового погашення;

7) за умовами отримання: а) звичайних кредитів на ринкових умовах; б) пільгові кредити; в) кредити, надання яких залежить від виконання певних умов (економічних, політичних тощо);

8) за умовами випуску: а) номінальні, б) індексовані, в) дисконтні;

9) за періодичністю надходження: а) одноразове надходження; б) надходження траншами

10) за стабільністю ставок за запозиченнями: а) на основі плаваючої ставки; б) на основі фіксованої ставки; в) з використанням комбінованої ставки;

11) за строком погашення боргових зобов'язань: а) короткострокові з терміном використання позикових коштів до 1 року; б) середньострокові з терміном використання позикових коштів 1-5 років; в) довгострокові з терміном користування запозиченими коштами понад 5 років;

12) за напрямом фінансування: а) для фінансування дефіциту бюджету; б) для фінансування дефіциту платіжного балансу та поповнення золотовалютних резервів; в) для інвестиційних цілей; г) на рефінансування тощо.

У міжнародній практиці, також розрізняють інші види державного боргу. Коли державні борги базуються на ознаці терміну погашення, вони класифікуються як погашувані та непогашені (Redeemable and irredemable debt).

Борг, що підлягає погашенню: коли уряд обіцяє повернути основну суму позичених грошей після заздалегідь визначеного періоду часу, такий тип боргу називається боргом, що підлягає погашенню. Уряд сплачує відсотки за такими боргами на регулярній основі. Крім того, для погашення боргів, що підлягають погашенню, уряд країни створює фонд погашення і щороку зараховує в нього фіксовану суму, а після закінчення терміну боргу виплачує основну суму з цього фонду. Цей тип боргу потребує менше часу для повернення, і уряд працює відповідно до дати, зазначеної під час позичання грошей. Наприклад, муніципальна корпорація бере державний борг на короткий термін для певного розвитку села. На повернення таких боргів державним органам витрачається менше часу.

Коли уряд ніколи не повертає основну суму позичених грошей, це називається боргом, що не підлягає погашенню. Однак держава постійно сплачує відсотки за такими боргами. Цей тип боргу створює постійний тягар для платників податків, що робить його небажаним типом державного боргу. Наприклад, уряд бере державний борг у громадян на реалізацію великого проекту, який потребує більше часу. Під час таких позик уряд не дає обіцянок повернути їх у визначений термін. Це вимагає більше часу, ніж борги, що підлягають погашенню.

Коли борги прийняті відповідно до періоду або тривалості, вони класифікуються як фінансовані та нефінансовані борги (Funded and Unfunded Debt). Борги, для погашення яких держава відкриває окремий фонд, називаються фінансовими боргами. Фінансовані борги забезпечені, мають фіксовані відсотки та відповідають принципам. Кредитори, які тримають облігацію, мають права лише на відсотки. Уряд має більше часу для повернення таких боргів. Цей тип боргу використовується, зокрема, для довгострокового або тривалого використання урядом; тому також відомий як довгостроковий борг. Наприклад, конвертовані облігації, боргові зобов’язання, довгострокові векселі до оплати тощо. Якщо борги фінансуються на дуже короткий період, наприклад, три місяці або шість місяців, і уряд не підготував жодного окремого фонду для їх погашення, вони відомі як нефінансовані борги. Це типи боргів, які можна погасити протягом одного року. Уряд має менше часу для повернення коштів порівняно з фінансованими боргами.

Уряд повертає основну суму таких боргів, беручи додаткові позики на ринку; тому вони також відомі як плаваючий борг. Наприклад, казначейські векселі є найпоширенішим прикладом незабезпечених боргів. Як казначейські векселі використовуються на певний короткий термін. Ці рахунки оплачуються протягом менше ніж одного року.

І одна з, на мою думку, корисніших зарубіжних класифікацій – це поділ боргу на продуктивний і непродуктивний борг (Productive and unproductive debt). Продуктивний борг також відомий як репродуктивний борг. Коли державний борг використовується для прибуткових підприємств, він відомий як продуктивний борг. Коли державні органи залучають позики для підвищення продуктивності економіки країни, це часто називають продуктивним боргом. Ці типи позик уряд інвестує в іригацію, водопостачання, залізничні проекти тощо. Коли уряд витрачає гроші, отримані від таких боргів, на продуктивні цілі, це збільшує дохід уряду, з якого він може легко сплачувати відсотки на борг. У свою чергу, непродуктивний борг визначається як тип боргу, який не включає жодного типу продуктивних активів для країни, що ускладнює для уряду погашення таких боргів. Цей тип боргу не додає істотної вартості для економіки країни. Він також відомий як Dead Weight Debt. Непродуктивні типи позик беруться на такі завдання, як війна та видатки на державне управління. Наприклад, держава бере кредити на будівництво своїх офісів. Будівництво цього офісу не вплине на економіку країни, а також не принесе великої користі громадянам. У певних ситуаціях, коли взята позика дуже висока і, відповідно, гроші не використовуються на непотрібні речі, це призводить до додаткових проблем.

Система управління державного боргу

Управління суверенним боргом – це процес створення та реалізації стратегії управління державним боргом, щоб залучити необхідну суму фінансування,

досягти цілей щодо ризиків і витрат, а також досягти будь-яких інших цілей управління суверенним боргом, які може поставити уряд , наприклад розвиток і підтримка ефективного ринку державних цінних паперів. У ширшому макроекономічному контексті державної політики уряди повинні прагнути забезпечити стабільність рівня та темпів зростання державного боргу, який можна обслуговувати за різноманітних обставин, дотримуючись цільових показників в

и 1. Знаходження ефективних умов для запозичення коштів з метою мінімізації
т вартості боргу.
р 2. Запобігання неефективному та нецільовому використанню запозичених
а коштів.
т 3. Забезпечення своєчасної та повної сплати основної суми боргу та
нарахованих відсотків.
і 4. Визначення оптимального балансу між внутрішніми та зовнішніми
запозиченнями для забезпечення фіскальної стабільності.

р Менеджери суверенного боргу поділяють занепокоєння радників з
фіскальної та монетарної політики щодо того, що заборгованість державного
сектора залишається стабільною та що існує надійна стратегія зменшення
надмірних рівнів боргу. Менеджери боргу повинні переконатися, що фіскальні
органи знають про вплив вимог державного фінансування та рівня боргу на вартість
запозичень. Приклади показників, які стосуються питання стійкості боргу,
включають коефіцієнт обслуговування боргу державного сектора та
співвідношення державного боргу до ВВП і до податкових надходжень.

У керуванні державним боргом потрібні найбільш ліквідні фінансові інструменти у портфелем у країні. Він часто містить складні та ризиковані фінансові структури та може створити значний ризик для балансу уряду та фінансової стабільності країни. Як зазначає Робоча група з потоків капіталу Форуму фінансової стабільності, «останній досвід підкреслив необхідність для урядів обмежити накопичення ризиків ліквідності та інших ризиків, які роблять їхню економіку особливо вразливою до зовнішніх шоків». Таким чином, ефективне управління ризиками в

державному секторі також має важливе значення для управління ризиками в інших секторах економіки, «оскільки окремі суб’єкти в приватному секторі зазвичай стикаються з величезними проблемами, коли неадекватне суверенне управління ризиками створює вразливість до кризи ліквідності». Надійна структура боргу допомагає урядам зменшити ризик процентних ставок, валютних та інших ризиків. Багато урядів прагнуть підтримувати ці структури, встановлюючи, де це можливо, контрольні показники портфеля, пов’язані з бажаною структурою валюти, тривалістю та структурою строків погашення боргу, щоб керувати майбутнім складом портфеля.

Міністерство фінансів України виконує управління державним боргом в рамках повноважень, визначених законодавством України. З метою ефективного керування державним боргом та/або ліквідністю Єдиного казначейського рахунку, Міністр фінансів України може здійснювати операції з державним боргом від імені України. Ці операції включають обмін, емісію, придбання, викуп та продаж державних боргових зобов'язань, за умови дотримання граничного обсягу державного боргу на кінець бюджетного періоду.

Для ефективного управління державним боргом уряди повинні використовувати комбінацію інструментів фіскальної та монетарної політики. Фіскальна політика передбачає державні витрати та оподаткування, тоді як грошово-кредитна політика передбачає управління грошовою масою та процентними ставками, або ж використовувати різні стратегії скорочення боргу. Ці стратегії включають, зокрема, у себе реструктуризацію боргу, списання боргу та погашення боргу.

Погашення боргу - це виконання боргових зобов'язань перед кредиторами з виплати основної суми боргу, тобто суми кредиту, визначеної кредитним договором, або номінальної вартості державних облігацій;

Обслуговування боргу - це виплата відсотків за позикою (дохід, що виплачується на користь кредитора відповідно до умов позикового договору або випуску державних облігацій).

Погашення державного боргу та державні витрати на обслуговування боргу є обов'язковими та захищеними статтями бюджету, які не підлягають секвестру.

Методи управління державним боргом включають конвертацію, консолідацію, злиття (уніфікацію), обмін за регресивними ставками , відстрочку погашення, списання боргу та анулювання боргу.

Конверсія - це зміна прибутковості позики. Уряд у більшості випадків зменшує суму відсотків, сплачених за позику, але також можна підвищити прибутковість позики.

Консолідація - це зміна умов позики, пов'язаних з її умовами. Зміни в терміні погашення можуть відбуватися в напрямку збільшення або зменшення терміну вже виданого кредиту. Однак виплата відсотків за боргом не припиняється. У деяких випадках інтеграція та перетворення можуть бути об'єднані.

Кредитний пул (уніфікація позики) - це об'єднання декількох кредитів в один. Злиття може бути виконано одночасно з інтеграцією, але також може бути виконано і за її межами.

Щоб зменшити державний борг, замініть відсоток погашення державних облігацій за попередніми кредитами - новими. Даний метод також відомий як обмін за регресивним співвідношенням державних цінних паперів попередніх позик на нові. Цей спосіб є небажаний в управлінні державним боргом, оскільки він передбачає часткову відмову від державних зобов'язань.

Відстрочка погашення - це відстрочка погашення боргу. Він відрізняється від консолідації тим, що під час відстрочки не тільки відкладається термін погашення, але і припиняється виплата процентного доходу.

Реструктуризація - це використання всіх або частини перерахованих вище методів в комплексі.

Списання (анулювання) державного боргу - це міра, яка виникає в результаті того, що держава повністю відмовляється від своїх боргових зобов'язань. Це може призвести до дефолту, тобто нездатності держави виконати свої зовнішні зобов'язання. Дефолт в цьому випадку є дуже рідкісним випадком, оскільки всі країни-кредитори можуть накласти досить жорсткі санкції на країну-боржника.

Одним із сучасних методів управління державним боргом є викуп, тобто надання державі-боржнику можливості викупити свої боргові зобов'язання на вторинному ринку цінних паперів зі знижкою (дисконтом) в іноземній валюті.

Українська практика використання системи для оцінки ефективності управління державним боргом виявляє доцільність переходу до її регулярного застосування. Розв'язання цього питання включає розробку чітких (кількісних) показників ефективності управління державним боргом. Один із методологічних підходів, який довів свою ефективність і широко використовується в розвинених країнах, - "метод цільових орієнтирів". За цим підходом на основі аналізу ситуації на національних і світових фінансових ринках, а також з урахуванням потреб держави на визначений період, розробляються і нормативно закріплюються конкретні показники, які мають бути досягнуті в результаті здійснення позик та операцій з управління боргом.Для визначення прийнятного рівня державного боргу в країнах з ринком враховуються наступні показники:

1) відношення державного боргу до ВВП, що відображає стабільність державного боргу; високе відношення державного боргу до ВВП має на увазі збільшення ризику державного дефолту через збільшення вартості обслуговування боргу по відношенню до ВВП.;

2) частка боргу в загальному обсязі державного боргу в іноземній валюті перевищує його вартість, що вказує на потенційний ризик збільшення витрат на погашення боргу та обслуговування у разі девальвації національної валюти.

3) для характеристики платоспроможності країни-боржника в найближчому майбутньому використовується коефіцієнт обслуговування боргу, що розраховується як відношення запланованої оплати послуг з обслуговування боргу до валютних надходжень держави від експорту. Максимальною межею для показника вважається 25%.

4) про довгостроковий рівень платоспроможності країни можна судити по відношенню боргу до дисконтованої вартості експорту, і його значний рівень не повинен перевищувати 200-260%.

Згідно з Бюджетним кодексом України, розмір державного боргу не повинен перевищувати 60% ВВП. В загальному, тенденція частки державного боргу у відношенні до ВВП свідчить про стабільність державного боргу і показує здатність уряду виплачувати борги у короткостроковій і середньостроковій перспективі на основі реалістичних економічних прогнозів і зважаючи на політичні та соціальні обмеження, що впливають на ефективність фіскальної політики. Введення конституційних обмежень на державний борг є найбільш ефективним способом запобігання політичним зловживанням борговим фінансуванням. Їх участь та інтеграція в нинішній політичний процес дуже проблематичні, але оскільки нинішнє покоління не зацікавлене в об'єктивному встановленні жорстких конституційних бар'єрів, що перешкоджають передачі боргу майбутнім поколінням, за узагальненням Ш. Бланкарта [7].

Формування державного боргу може мати як позитивні, так і негативні наслідки для країни. Однією з основних переваг державного боргу є те, що він може допомогти країні залучити додаткові ресурси для розвитку економіки та інвестування у соціальні програми. Також, борг може бути використаний для зменшення впливу економічних криз і відновлення платоспроможності країни. З іншого боку, накопичення боргу може спричинити зростання процентних ставок, що може знизити кредитний рейтинг країни та призвести до зменшення інвестицій. Також, виплата більшої частини доходів на погашення боргу може обмежувати можливості уряду для фінансування соціальних програм та розвитку економіки.

Щодо інших аспектів впливу державного боргу на економіку:

- Інфляція

Одним із основних впливів державного боргу на економіку є інфляція. Коли уряд позичає гроші для фінансування своїх видатків, це збільшує пропозицію грошей в економіці. Це може призвести до інфляції, оскільки з’являється більше грошей для придбання товарів і послуг. Зі збільшенням пропозиції грошей вартість кожної окремої грошової одиниці зменшується, що призводить до подорожчання товарів і послуг. Це може призвести до зниження купівельної спроможності фізичних осіб і може також знизити вартість інвестицій.

- Процентні ставки

Іншим впливом державного боргу на економіку є підвищення процентних ставок. Коли уряд позичає гроші, він конкурує з іншими позичальниками за доступні кошти. Це може збільшити попит на кредити, що, у свою чергу, може призвести до зростання процентних ставок. Вищі відсоткові ставки можуть призвести до того, що фізичним особам і підприємствам буде дорожче позичати гроші, що може зменшити інвестиції та економічне зростання.

- Економічного зростання

Державний борг також може впливати на економічне зростання. Коли уряд витрачає гроші на програми та проекти, він може стимулювати економічне зростання шляхом створення робочих місць і збільшення споживчих витрат. Однак, якщо уряд позичає занадто багато грошей, це може призвести до підвищення процентних ставок та інфляції, що може призвести до зниження економічного зростання. Крім того, якщо уряд витрачає гроші на програми, які не мають позитивного прибутку від інвестицій, це може призвести до марної витрати ресурсів і зниження економічного зростання.

- Фіскальний дисбаланс

Одним із основних ризиків державного боргу є фіскальний дисбаланс. Коли уряд позичає занадто багато грошей, це може призвести до ситуації, коли його боргові зобов’язання перевищать його здатність генерувати дохід. Це може призвести до фіскального дисбалансу, який може бути важко виправити. Фіскальний дисбаланс може призвести до необхідності вжиття заходів жорсткої економії, таких як скорочення витрат і підвищення податків, що може бути непопулярним і може призвести до зниження економічного зростання.

- Суверенний дефолт

Іншим ризиком державного боргу є суверенний дефолт. Якщо держава не в змозі погасити свої боргові зобов’язання, вона може погасити свій борг. Це може призвести до втрати довіри до уряду та призвести до підвищення процентних ставок і зниження економічного зростання. Суверенний дефолт також може мати ширші наслідки для світової економіки, оскільки може призвести до кризи

впевненості в здатності країни виконувати свої фінансові зобов'язання. Це може призвести до втрати довіри інвесторів і може призвести до зменшення іноземних інвестицій, що може ще більше послабити економіку.

- Втрата впевненості

Ще одним ризиком державного боргу є втрата довіри до уряду. Якщо інвестори втрачають впевненість у здатності уряду погасити свої борги, вони можуть вимагати підвищення процентних ставок, щоб компенсувати підвищений ризик. Це може призвести до замкнутого кола, коли уряд буде змушений позичати більше грошей, щоб виплатити свої борги, що призведе до підвищення процентних ставок і подальшої втрати довіри. Це може призвести до значного економічного уповільнення та може призвести до довгострокового зниження економічного зростання.

Для ефективного управління державним боргом уряди повинні використовувати комбінацію інструментів фіскальної та монетарної політики. Фіскальна політика передбачає державні витрати та оподаткування, тоді як грошово-кредитна політика передбачає управління грошовою масою та процентними ставками, або ж використовувати різні стратегії скорочення боргу. Ці стратегії включають реструктуризацію боргу, прощення боргу та погашення боргу. Реструктуризація боргу передбачає перегляд умов боргу, щоб зробити його більш керованим. Прощення боргу передбачає анулювання всього або частини боргу. Погашення боргу передбачає погашення боргу протягом певного часу. Кожна з цих стратегій має переваги та недоліки, і уряди повинні ретельно розглянути, яка стратегія найкраще підходить для їхньої конкретної ситуації.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Оцінка ринку внутрішніх державних позик

Державний та гарантований державою борг України є важливим показником фінансового стану країни. Його динаміка впливає на макроекономічну стабільність, інвестиційний клімат, державні витрати, кредитні рейтинги та інші аспекти економічного розвитку. В цьому аналізі ми дослідимо динаміку державного та гарантованого державою боргу України за 2019-2024 роки. Для цього будемо використовувати дані з офіційних джерел, зокрема Міністерства фінансів України [14], Національного банку України та Державної казначейства України. Загальна сума державного та гарантованого державою боргу України за 2019-2024 роки значно зросла [Додаток Б], з 1 998,30 млрд грн у 2019 році до 5 519,51 млрд грн у 2023 році. Це зростання на 176,2% за 5 років. Це зростання на 176,2% за 5 років. Державний борг України також значно зріс за 2019-2024 роки, з 1761,37 млрд грн у 2019 році до 5 188,09 млрд грн у 2023 році. Найбільший приріст боргу спостерігався у 2022 році, коли він збільшився на 52%. У 2024 році спостерігається незначне зниження боргу на 0,4%.

Внутрішній борг України також значно зріс за 2019-2024 роки, з 829,5 млрд грн у 2019 році до 1 587,70 млрд грн у 2023 році. Найбільший приріст боргу спостерігався у 2022 році, коли він збільшився на 90%. У 2024 році спостерігається незначне зниження боргу на 0,6%. Внутрішній гарантований державою борг України, у свою чергу, також значно зріс за 2019-2024 роки, з 9,35 млрд грн у 2019 році до 68,8 млрд грн у 2023 році. Найбільший приріст боргу спостерігався у 2022 році, коли він збільшився на 641%.

Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку України також значно зріс за 2019-2024 роки, з 827,38 млрд грн у 2019 році до 1 596,81 млрд грн у 2023 році. Найбільший приріст боргу спостерігався у 2022 році, коли він збільшився на 93%. У 2024 році спостерігається незначне зниження боргу на 0,6%. Гарантований державою борг України також значно зріс за 2019-2024 роки, з 236,93 млрд грн у 2019 році до 331,41 млрд грн у 2023 році. Найбільший приріст боргу спостерігався у 2022 році, коли він збільшився на 40%. У 2024 році спостерігається незначне зниження боргу на 1,1%.

Зростання загальної суми державного та гарантованого державою боргу в Україні за період 2019-2024 років може бути пояснене декількома факторами:

1. Економічні ускладнення: Україна зазнала економічних труднощів після російської агресії в Криму та східних областях країни. Це призвело до зменшення внутрішнього виробництва, зростання безробіття та зниження податкових надходжень до бюджету.
2. Пандемія: У 2019-2020 роках світ охопила пандемія коронавірусу, що спричинило серйозні економічні та фінансові наслідки для багатьох країн, включаючи Україну. Заходи, введені для боротьби з пандемією, такі як карантин, локдауни та обмеження у руху, призвели до зупинки бізнесу, зменшення виробництва та збільшення безробіття. Уряд витрачав значні кошти на медичне забезпечення, соціальні підтримки та економічні стимули для підтримки населення та бізнесу, що призвело до збільшення державного боргу. Деякі країни також залучали додаткові кредити на міжнародних ринках для фінансування боротьби з пандемією, що також сприяло зростанню боргового навантаження.
3. Воєнні витрати: війна в країні з початку 2022 року спричинила значні витрати на оборону та військову діяльність. Уряд України змушений був залучати додаткові ресурси для фінансування армії, закупівлі зброї та підтримки військових дій.
4. Зовнішні кредити: Україна намагалася компенсувати дефіцит фінансування шляхом залучення зовнішніх кредитів від міжнародних фінансових установ,

таких як Міжнародний валютний фонд та Європейський банк реконструкції та розвитку. Це сприяло збільшенню зовнішнього боргу.

5. Валютні коливання: Зміни в курсі національної валюти, гривні, порівняно з іншими валютами можуть вплинути на розмір боргу, зокрема зростання курсу гривні може збільшити вартість боргу в іноземних валютах.
6. Системні проблеми: Недостатня ефективність державного управління, корупція та нестабільність політичної ситуації також можуть вплинути на зростання боргу, перешкоджаючи ефективному управлінню бюджетом та зменшенню бюджетних дефіцитів.

Звіт про розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) України станом на 16.04.2024 має наступний вигляд:

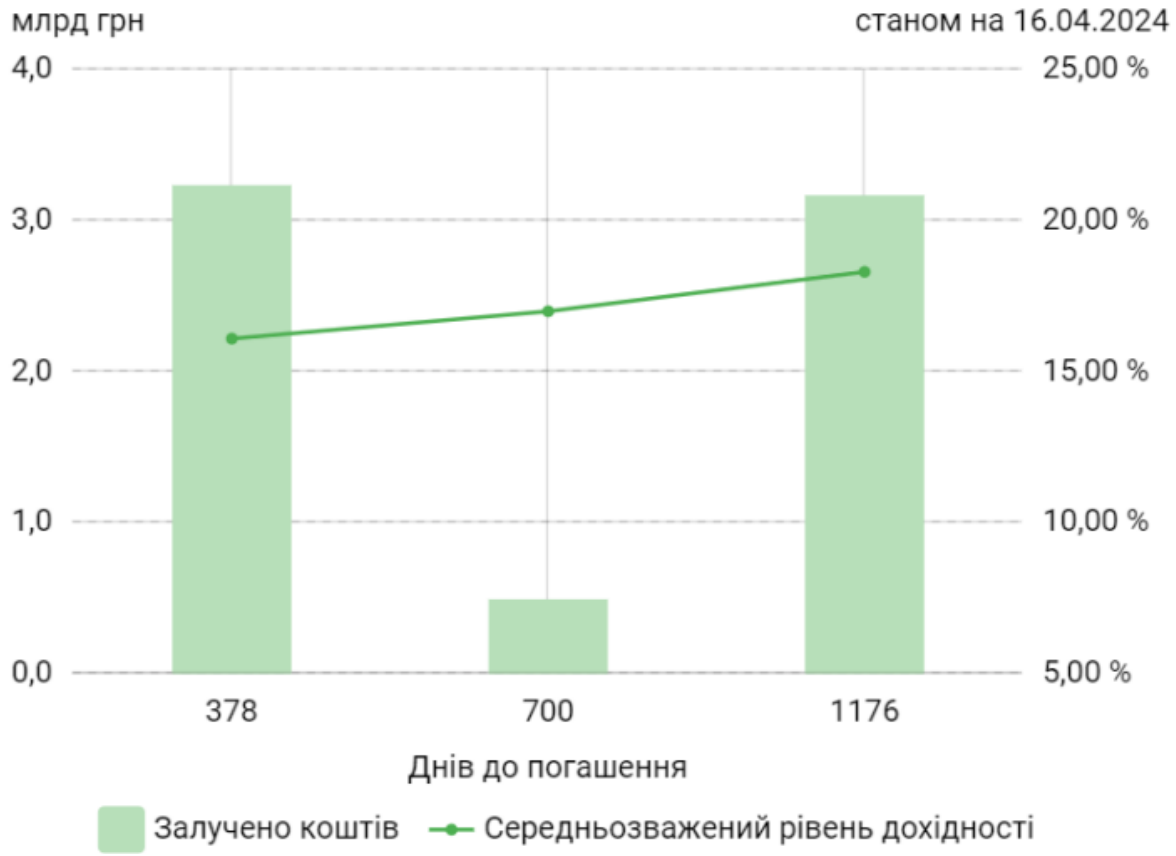


Рисунок 2.1 - Первинний ринок ОВДП на дату 16.04.2024, UAH – українська гривня

Джерело: Національний банк України [19]

З графіка видно, що:

- Найбільшою популярністю серед інвесторів користувалися ОВДП з терміном до погашення 1176 днів. На цю категорію ОВДП припало 79,8% від загальної суми розміщення.
- ОВДП з терміном до погашення 378 днів становили 17,5% від загальної суми розміщення.
- ОВДП з терміном до погашення 700 днів становили 2,5% від загальної суми розміщення.
- Дохідність ОВДП значно коливається протягом аналізованого періоду. Найвища дохідність спостерігалася у 2022 році, коли вона сягнула 19,5%. Це було пов'язано з війною в Україні, яка призвела до зростання інфляційних очікувань. У 2023 році дохідність ОВДП почала знижуватися. Це було пов'язано з низкою факторів, зокрема з політикою монетарного стимулювання НБУ, яка призвела до зниження процентних ставок на ринку. Станом на 16.04.2024 року найвища середньозважена річна дохідність ОВДП склала 18,30%.
- Дані графіка підтверджують висновки, зроблені на основі аналізу таблиці. ОВДП з терміном до погашення 1176 днів користувалися найбільшим попитом серед інвесторів, що може бути пов'язано з їх більш високою дохідністю. На розподіл залучених коштів могли вплинути ті ж фактори, що й на результати розміщення ОВДП загалом. Зокрема, це:
- Монетарна політика Національного банку України: НБУ проводить політику жорсткого монетарного стимулювання, що призвело до зниження процентних ставок на ринку. Це робить ОВДП з більш довгими термінами до погашення більш привабливими для інвесторів, оскільки вони гарантують більш високий фіксований дохід протягом більш тривалого періоду часу.
- Війна в Україні: Війна призвела до зростання інфляційних очікувань, що також робить ОВДП з більш довгими термінами до погашення більш привабливими для інвесторів, оскільки вони гарантують більш високий фіксований дохід протягом більш тривалого періоду часу.

- Фіскальна політика уряду: Уряд України вживає заходів щодо скорочення бюджетного дефіциту, що підвищує довіру інвесторів до української економіки та робить ОВДП більш привабливими загалом.

Завдяки випуску облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) протягом воєнного стану вдалося залучити на фінансування державного бюджету значну суму – 1,23 трлн грн в еквіваленті. З цієї суми 552,6 млрд грн в еквіваленті (388,5 млрд грн, $3,7 млрд, 735,8 млн євро) було залучено протягом 2023 року. Важливо зазначити, що протягом 2023 року також відбулося погашення ОВДП на суму 369,8 млрд грн в еквіваленті (225,1 млрд гривень, $3,3 млрд та 582,2 млн євро). В результаті, чисте залучення коштів за підсумками 2023 року склало 163,4 млрд грн, $370,4 млн та 153,6 млн євро.

Громадяни України подвоїли свої інвестиції в облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) з моменту початку повномасштабного вторгнення Росії, досягнувши рівня у 53,3 млрд гривень. Інвестиції юридичних осіб в ОВДП також зросли на 1,7 раза протягом цього періоду, до 139 млрд гривень. Структура власників ОВДП включає найбільшу частку в Національного банку України (43,5%) та банківського сектору (41,5%). Потім йдуть юридичні особи (8,8%), фізичні особи (3,4%), нерезиденти (2,7%) та територіальні громади (0,1%).

Однією з основних причин зростання інвестицій у державні облігації є їхня привабливість, оскільки дохідність ОВДП значно перевищує офіційний рівень інфляції. Наприклад, за результатами грудня 2023 року реальна середньозважена прибутковість облігацій у гривні (після відрахування офіційної інфляції) становила 12,1% у річному вимірі. Голова фінансового комітету Верховної Ради Данило Гетманцев зауважує, що спостерігається значна активізація на внутрішньому ринку ОВДП в порівнянні з попереднім роком. Обсяги продажу ОВДП на аукціонах зросли більш ніж удвічі, а рівень роловеру збільшився з 68% до 150%. Також активізація ринку ОВДП дозволила уникнути застосування бюджетної емісії Національним банком України і в цілому підтримати валютно-цінову стабільність.

2.2. Зовнішні державні позики української держави у воєнний період

Конфлікт в Україні та неочікувані економічні шоки призвели до значних фіскальних змін. Основними тенденціями у сфері державних запозичень та управління державним боргом є наступні

- Агресивні запозичення та збільшення державного боргу для покриття різкого падіння податкових надходжень та збільшення військових витрат.

- Збільшення грантової та кредитної підтримки з боку зовнішніх офіційних кредиторів (країн-партнерів, МВФ, Світового банку, ЄС, ЄІБ, ЄБРР) як вияв солідарності з Україною з боку провідних країн світу та міжнародних фінансових інституцій.

- Значне зростання дохідності іноземних облігацій на вторинному ринку (до 30% річних за довгостроковими облігаціями) та фактичне припинення зовнішніх джерел приватного фінансування на невизначений період.

- Випуск урядом облігацій внутрішньої державної позики та використання емісійних ресурсів Центрального банку для фінансування необхідного обсягу облігацій.

- Виведення коштів з внутрішнього ринку облігацій, коли українські комерційні банки мають надлишкову ліквідність.

Внаслідок повномасштабного вторгнення Росії валовий внутрішній продукт (ВВП) України впав майже на 30%. У 2023 році економічне зростання перевищило очікування, Національний банк України (НБУ) оцінив річний темп зростання реального ВВП на рівні 5,7% (на початку 2023 року прогноз НБУ становив 0,3%). Згідно з базовими прогнозами НБУ та Міжнародного валютного фонду (МВФ), зростання в найближчі роки очікується на рівні понад 4%. Інтенсивність і тривалість російської агресії залишається основним джерелом невизначеності прогнозів. Основне припущення базових сценаріїв у цьому відношенні полягає в тому, що війна припиниться наприкінці 2024 року. Навіть за цим базовим сценарієм реальний ВВП України досягне свого довоєнного рівня лише у 2030 році.

Вважається, що потенційний обсяг виробництва знизився більш ніж на 150 мільярдів доларів США (або приблизно на 20%) у 2022 році, а велика частка виробничих потужностей України а інфраструктура була зруйнована російською агресією.

Третя швидка оцінка збитків і потреб, видана Світовим банком, урядом України, Європейським Союзом (ЄС) та ООН, оцінює загальну вартість реконструкції та відновлення протягом наступного десятиліття в 486 мільярдів доларів США. Станом на кінець 2023 року прямий збиток оцінюється в 152 мільярди доларів США, причому найбільше постраждали житловий сектор, транспорт, торгівля та промисловість, сільське господарство та енергетика. Непрямі витрати війни, включаючи перебої в економічних потоках і виробництві, а також інші додаткові витрати досягають майже 500 мільярдів доларів США. Людське життя та людський капітал також сильно постраждали. Крім великої кількості людей, мобілізованих на війну, поранених або вбитих, у всьому світі було зареєстровано понад 6,4 мільйона українських біженців і є близько 3,7 мільйона внутрішньо переміщених осіб (дві групи разом становлять 23% довоєнного населення України).). Значне погіршення освітніх результатів та навичок і здібностей працівників безпосередньо спричинено війною, і ці наслідки лише поступово зникатимуть протягом наступних десятиліть. Результати свідчать про те, що ці наслідки для людського капіталу призведуть до падіння загальної продуктивності факторів виробництва приблизно на 7% до 2035 року. Реформи, спрямовані на прискорення зростання, є ключовими для міцного та сталого відновлення. Міжнародна фінансова допомога, зокрема від ЄС та МВФ, постачається з низкою структурних умов, які уряд України зобов’язався виконати, включаючи реформи, пов’язані з фіскальною політикою, державним управлінням та боротьбою з корупцією. Суттєві реформи також будуть здійснені в контексті процесу вступу до ЄС. 14 лютого 2024 року Міністерство фінансів України презентувало «Матрицю реформ» [36], яка містить огляд ключових умов та статус їх виконання.

Рівень зовнішнього боргу України у 2023 році зріс на 30.6 млрд доларів США і до кінця року становив 161.5 млрд доларів США. Відносно ВВП ця сума збільшилася з 81.6% до 90.4%. Зовнішній борг державного сектору зріс на 29.2 млрд доларів США і досяг 98.3 млрд доларів США (55.0% від ВВП). Зобов'язання приватного сектору зросли на 1.4 млрд доларів США і складали 63.2 млрд доларів США (35.4% від ВВП). Зобов'язання сектору загального державного управління зросли на 30.8 млрд доларів США і становили 96.1 млрд доларів США (53.8% від ВВП) завдяки залученню кредитів від міжнародних партнерів та МВФ. Надходження коштів за цінними паперами уряду склали 0.2 млрд доларів США. Зовнішній борг центрального банку зменшився на 1.6 млрд доларів США і становив 2.2 млрд доларів США (1.3% від ВВП) до кінця 2023 року через погашення кредитів МВФ. Зменшення обсягу зобов'язань сектору інших депозитних корпорацій на 0.3 млрд доларів США (до 1.7 млрд доларів США або 1.0% від ВВП) було спричинене погашенням єврооблігацій і скороченням зовнішньої заборгованості за кредитами та позиками. Зовнішній борг інших секторів економіки зріс на 1.1 млрд доларів США (до 40.3 млрд доларів США або 22.5% від ВВП), переважно через збільшення зобов'язань за торговими кредитами. Міжфірмовий борг підприємств, що відносяться до прямих інвесторів, зріс на 0.6 млрд доларів США і досяг 21.2 млрд доларів США (11.8% від ВВП) за рахунок збільшення зовнішньої заборгованості за кредитами та позиками. Загальна заборгованість інших секторів економіки (у тому числі міжфірмовий борг) зросла на 1.7 млрд доларів США (до 61.5 млрд доларів США або 34.3% від ВВП).

Обсяги непогашеної заборгованості реального сектору за негарантованими кредитами (включаючи міжфірмовий борг) збільшилися на 0.3 млрд доларів США і склали на кінець 2023 року 26.1 млрд доларів США (що становить 14.6% від ВВП). За географічною структурою заборгованості приватного сектору за негарантованими кредитами (включаючи міжфірмовий борг) на кінець 2023 року переважною країною-кредитором залишався Кіпр, з 48.2%, проте його частка зменшилася протягом року на 0.5 відсоткових пунктів. Частки Великої Британії (зменшилися на 0.2 відсоткових пунктів до 10.8%) та Британських Віргінських

Островів (зменшилися на 0.3 відсоткових пунктів до 2.3%) також скоротилися. У той же час зросли частки Нідерландів (на 1.0 відсоткових пунктів до 8.2%), Німеччини (на 0.2 відсоткових пунктів до 3.1%) та США (на 0.1 відсоткових пунктів до 3.1%). У простроченій заборгованості реального сектору за цими інструментами частка Кіпру зменшилася з 59.5% до 54.5%, тоді як зросла частка Нідерландів, з 5.3% до 9.6%.

На кінець 2022 року, долар США залишався основною валютою зовнішніх запозичень України, становлячи 47.7% від загального обсягу зовнішнього боргу, однак його вага зменшилася протягом року на 7.9 відсоткових пунктів. Також питомі ваги зобов'язань у СПЗ перед МВФ скоротилися на 0.8 відсоткових пунктів, опустившись до 10.2%, а частка боргу в гривні зменшилася на 0.5 відсоткових пунктів, досягнувши 1.4%. У той же період збільшилася частка запозичень у євро, з 29.1% до 37.8%. Обсяг короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення на 2023 рік збільшився на 2.7 млрд доларів США, досягнувши на кінець 2023 року 40.7 млрд доларів США.

З сектору загального державного управління, зобов'язання, які мають бути погашені впродовж наступних 12 місяців, підвищилися на 2.3 мільярди доларів США, досягнувши рівень у 4.9 мільярда доларів США. Це стало можливим завдяки зростанню очікуваних виплат за облігаціями з державного зовнішнього боргу на 0.8 мільярда доларів США та погашенням кредитів від МВФ на 1.5 мільярда доларів США. Водночас очікувані погашення обов'язків центрального банку зменшилися на 0.7 мільярда доларів США, досягнувши рівень у 1.0 мільярда доларів США, завдяки зменшенню платежів Міжнародному валютному фонду.

Прогнозовані погашення обов'язків банківського сектору скоротилися на 56 мільйонів доларів США, досягнувши 1.3 мільярда доларів США, переважно через зниження обсягів майбутніх погашень за кредитами та єврооблігаціями. Загальні обсяги обов'язків реального сектору, які мають бути погашені протягом наступних 12 місяців (включаючи міжфірмовий борг), збільшилися на 1.1 мільярда доларів США, досягнувши 33.6 мільярда доларів США, головним чином через зростання заборгованості за торговими кредитами на 1.3 мільярда доларів США.

Таблиця 2.1 - Динаміка зовнішнього державного боргу і валового зовнішнього боргу (ВЗБ) України з 2019 по 2024 рр. (млн. дол. США)

	Зовнішній державний борг			Валовий борг (ВЗБ)		
на 31.12.2019	48 941	-1522	-3.0%	121 739	+7029	+ 6.1%
на 31.12.2020	53 721	+ 4780	+ 9.8%	125 690	+3951	+3.2%
на 31.12.2021	57 197	+ 3476	+ 6.5%	129 711	+4021	+3.2%
на 31.12.2022	71 399	+14202	+ 24.8%	131 998	+2287	+1.8%
на 31.12.2023	101 705	+30306	+42.4%	161 533	+29535	+22.4%
на 29.02.2024	100 103	-1601	-1.6%	-	-	-

Джерело: розроблено авторкою на основі [14]

Зовнішній державний борг та ВЗБ України постійно зростають з року в рік, збільшуючи фінансове навантаження на економіку країни. Значне збільшення зовнішнього державного боргу у 2023 році вказує на те, що Україна залежить від зовнішнього фінансування для забезпечення своїх потреб. Варто зазначити, що Україна історично завжди була залежною від зовнішніх запозичень. Це особливо стало очевидним з лютого 2014 року починаючи з конфлікту на сході країни, коли зовнішні запозичення постійно переважали над внутрішніми джерелами фінансування та переважають і насьогодні. Середньозважена вартість державного боргу України на кінець червня 2023 року становила 7,3%. Даний показник становив 3,6% для країн, що входять до аналогічної рейтингової групи (до російського вторгнення), і 9,5% для країн, що входять до поточної рейтингової групи. В той самий час країни-аналоги за регіональною відзнакою демонструють значно нижчу вартість боргу - в середньому 2,5%. Середня вартість боргу становить 3,6% для зовнішнього боргу та 14% для внутрішнього, що пов'язано з інфляцією та зусиллями НБУ щодо її стримування. Вартість державного боргу України зросла лише на 0,4 відсоткових пункти порівняно з довоєнним рівнем,

незважаючи на війну та нещодавнє посилення глобального інфляційного тиску. Ця динаміка зумовлена активним залученням зовнішніх пільгових кредитів за ставками нижче ринкових (в середньому 2,0%) у 2022-2023 роках. Це призвело до зростання зовнішнього боргу з 55% на кінець 2021 року до 67% у червні 2023 року.

Зважаючи на великі прирости зовнішнього боргу України та незмогу виплачувати його через війну в країні звісно виникає питання про реструктуризацію для полегшення боргового тягаря. Але зважаючи на останні дані від міжнародного консалтингового агентства S&P, можливий дефолт України наближається. Крім того, суверенний кредитний рейтинг країни був понижений до рівня "CC", що є дуже близьким до дефолтного. " Очікується, що уряд України розпочне офіційні переговори щодо реструктуризації боргу з приватними кредиторами у найближчий період та завершить цей процес до середини поточного року. Ми практично впевнені, що Україна буде змушена оголосити дефолт на зовнішні комерційні зобов'язання [26, 39]", - повідомляє агентство S&P. Крім того, у звіті агентства зазначено, що після реструктуризації ймовірно знизиться кредитний рейтинг України до рівня "SD" (вибірковий дефолт). У серпні 2024 року закінчується угода з комерційними кредиторами про дворічне відстрочення платежів за боргами, укладена через вторгнення Росії. Уряд повинен знову домовлятися з власниками українських облігацій щодо продовження термінів виплат. Неофіційні переговори розпочалися ще восени минулого року, але офіційно вони розпочнуться після отримання Міжнародним валютним фондом аналізу стійкості боргу держави. У серпні 2022 року загальний борг України перед приватними інвесторами склав 21,1 мільярда доларів, а через рік він збільшився (завдяки відсоткам) до 22,7 мільярдів доларів. Ймовірно, у серпні поточного року він буде ще вищим, а уряд не має достатньо коштів для таких виплат.

Великий розмір зовнішнього боргу може створити ризики для економічної стійкості України, так як велика частина цього боргу може бути в іноземній валюті, піддаючи країну валютному ризику. Істотне зростання ВЗБ також може вказувати на те, що Україна залежить від зовнішнього капіталу для фінансування свого

внутрішнього споживання та інвестицій, що може підвищити її вразливість у випадку змін на зовнішніх фінансових ринках.

2.3. Вплив державного боргу на фінансову стабільність

Починаючи з 2008 року, державний борг України зростає. Як підкреслюють К.О. Семеленко та М.В. Савченко у статті "Державний борг України: теоретичні аспекти та сучасні тенденції", необхідність фінансування поточних видатків становить загрозу борговій безпеці України. Наголошено на необхідності фінансування поточних видатків як основній меті формування державного боргу України у 1991-2021 роках. Автори виділяють наступні етапи формування боргу, як показано на рисунку 2.2 [6].

Рисунок 2.2 – Етапи збільшення державного боргу України

Джерело: розроблено авторкою на основі [6]

Війна в Україні створює безпосередні ризики для фінансової стабільності та питання щодо довгострокового впливу на ринки. На початку року фінансові ринки були зосереджені на зростаючих ризиках для прогнозів інфляції та наслідків для світової економіки, особливо з огляду на побоювання щодо можливого уповільнення економіки в Китаї. Інвестори були стурбовані тим, що центральним банкам у розвинутих економіках доведеться нормалізувати політику більш агресивно, ніж передбачалося всього кілька місяців тому, що призведе до різкого погіршення фінансових умов, особливо на ринках, що розвиваються.

Незважаючи на те, що війна в Україні на даний момент не є глобальною системною подією з фінансової точки зору, очікується, що вона матиме суттєвий вплив на економіку через підвищену невизначеність щодо перспектив. Крім того, різке зростання цін на сировинні товари ще більше ускладнює завдання, з яким стикаються центральні банки, намагаючись достовірно знизити інфляцію до цільового рівня, одночасно зберігаючи відновлення після пандемії. Наслідки російського вторгнення в Україну з точки зору економічних збитків будуть більшими для регіону війни та Європи. Зокрема, офіційні санкції1 та їх подальша ескалація, численні компанії, які добровільно розривають зв’язки з Росією, а також кроки, вжиті декількома країнами щодо відмови від імпорту російських енергоресурсів, завдадуть значної шкоди російській економіці. Але також очікується, що війна матиме значні наслідки для світової економіки (див. World Economic Outlook за квітень 2022 року [44]) і для світових фінансових ринків, окрім безпосередніх ризиків для фінансової стабільності. Серйозність збоїв на товарних ринках і глобальних ланцюжках поставок значною мірою вплине на перспективи інфляції, глобальної економіки та, можливо, макрофінансової стабільності. Крім того, рекордно високі ціни на продовольство можуть мати наслідки для соціальних заворушень на деяких ринках, що розвиваються, і на прикордонних ринках. Війна — це ризик, від якого важко застрахуватися або застрахуватися, тому цілком природно, що інвестори раптово відмовляються від ризику, що спричиняє зростання волатильності та кореляції між класами активів. Згодом, однак, ціни на активи ненадовго стабілізувалися навколо нової норми, оскільки учасники ринку

оцінюють розвиток війни, геополітичні наслідки та перспективи для різних класів активів та економіки.

Державні фінанси залишаються під тиском, поглинаються військовими витратами та залежать від зовнішнього фінансування. Державний бюджет України зазнав серйозного тиску через війну. Податкові надходження впали у 2022 році та дещо відновилися у 2023 році. Збільшення потреб у фінансуванні було частково покрито фінансовою підтримкою міжнародних партнерів, а решту – за рахунок значного фіскального дефіциту. Загальні витрати зросли на 270% з 2021 по 2023 роки, причому видатки на оборону та безпеку різко зросли більш ніж у 16 разів і в 3 рази відповідно. Держбюджет-2024 передбачає найбільший дефіцит в абсолютному вираженні – 1,6 трлн грн (близько 41 млрд доларів, що на 19% більше, ніж у 2023 році). Доходи закладені на рівні 1,8 трлн грн, а видатки збільшені майже вдвічі – 3,35 трлн грн, з яких половина (1,7 трлн грн) призначена на оборону. Незважаючи на великий дефіцит, який має бути покритий борговим фінансуванням, загальні та пов'язані з обороною витрати нижчі, ніж в абсолютному вираженні у 2023 році, на 17% та 19% відповідно. МВФ очікує, що відношення державного боргу до ВВП України майже подвоїться порівняно з довоєнними роками та досягне піку близько 100% між 2024 і 2027 роками, а потім поступово знизиться до рівня нижче 80%. Цей базовий сценарій припускає, що війна завершиться наприкінці 2024 року. Відповідно до негативного сценарію, який передбачає більш інтенсивну та тривалу війну на один рік, Україна матиме більш значний фіскальний дефіцит до 2026 року, що призведе до рівня державного боргу майже до 140% ВВП. Щоб полегшити тягар обслуговування боргу, основні офіційні та приватні кредитори погодилися призупинити борг. У липні 2022 року шість офіційних двосторонніх кредиторів-членів G7 та Паризького клубу («Група кредиторів України») оголосили про призупинення платежів з обслуговування боргу України з серпня 2022 року до кінця 2023 року. Крім того, великі приватні Утримувачі боргу України також погодилися тимчасово (на два роки) призупинити виплати з обслуговування боргу. Після схвалення Програми розширеного фінансування (EFF) МВФ у березні 2023 року Група кредиторів України

домовилася про двоетапний підхід. По-перше, мораторій подовжено на час дії програми EFF (до березня 2027 року). По-друге, буде додатковий режим боргу для відновлення боргової стійкості України до закінчення терміну дії програми EFF. Це залежить від того, що приватні кредитори нададуть принаймні такий же сприятливий режим боргу. Українська влада працює над тим, щоб налагодити співпрацю з приватними кредиторами до середини 2024 року, до закінчення поточної зупинки. У найближчі роки Україна залишатиметься залежною від зовнішньої фінансової підтримки. Базові оцінки МВФ показують, що дефіцит зовнішнього фінансування України може становити 85,2 мільярда доларів США на період 2024-2027 років. За сценарієм зниження ця сума може зрости до 103,9 млрд доларів США. Найбільша частка фінансування мала б надходити від офіційних кредиторів, таких як ЄС і США.

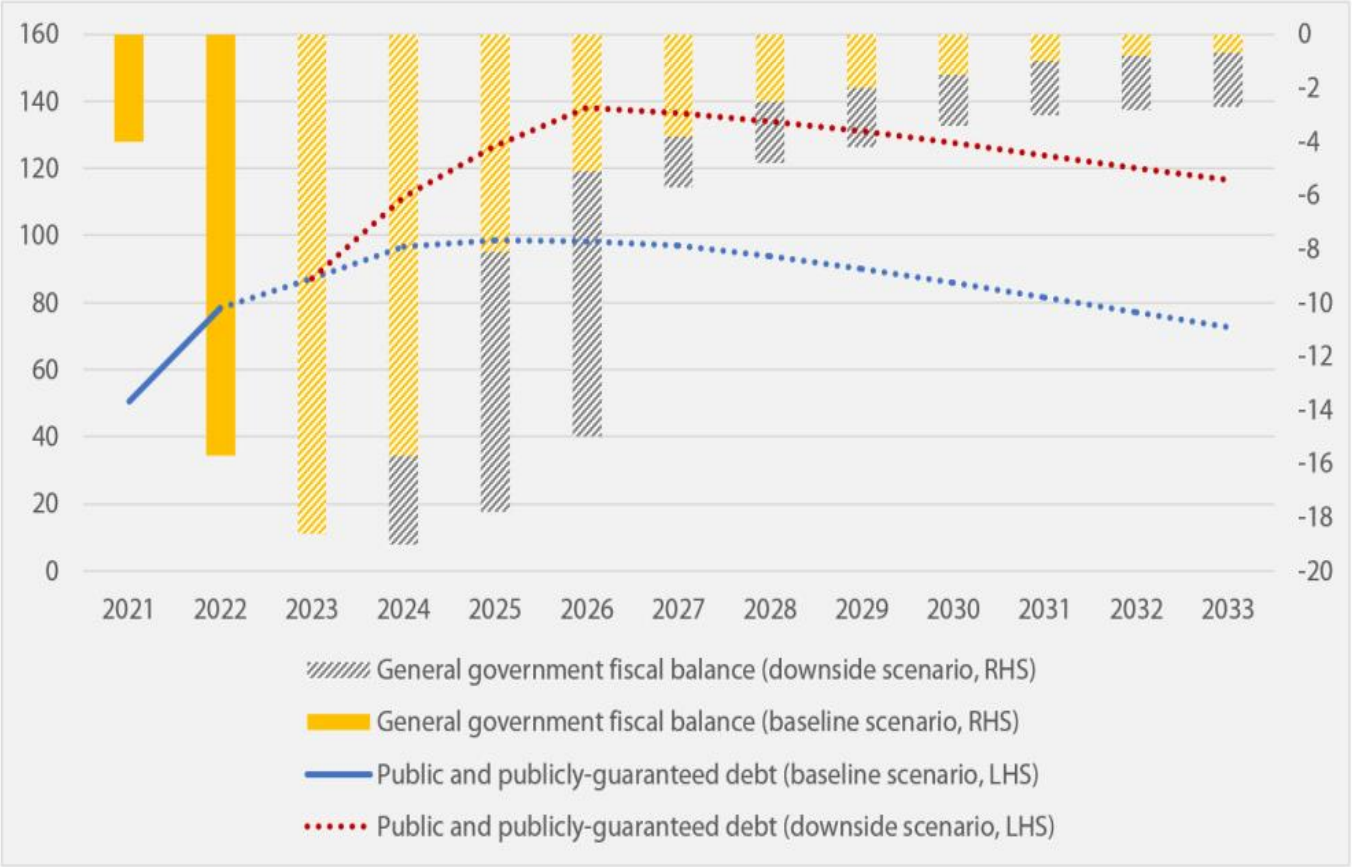


Рисунок 2.3 - Державний борг і дефіцит бюджету, % до ВВП *[41]*

Аналізуючи динаміку державного боргу та ВВП України (див. табл. 2.2) за період з 2009 по 2024 роки, можна чітко окреслити стрімке зростання боргового навантаження на державу. За цей період борг збільшився в 17,3 рази, сягнувши 5

490 098 млн. грн. у 2024 році, порівняно з 316 885 млн. грн. у 2009 році. Найбільш значні прирости спостерігалися у 2014 році (88,4%) та 2022 році (52,4%), що збіглося з періодами війни на Донбасі, девальвації гривні та економічною кризою. Варто зазначити, що темпи зростання ВВП протягом 2009-2024 років хоч і були суттєвими (з 913 345 млн. грн. до 6 537 825 млн. грн., що в 7,1 рази більше), проте не змогли випередити динаміку боргового навантаження. Це призвело до значного збільшення співвідношення державного боргу до ВВП, яке сягнуло 84,4% у 2023 році, порівняно з 34,7% у 2009 році. Цей показник свідчить про зростання складнощів для держави в обслуговуванні своїх боргових зобов'язань.

Ситуація з державним боргом України несе в собі ризики для макроекономічної стабільності країни та може обмежити можливості уряду щодо стимулювання економічного зростання. Такими ризиками є насамперед:

1. Зростання витрат на обслуговування боргу:

Збільшення державного боргу призводить до зростання видатків на його обслуговування, тобто на виплату процентів. Це може призвести до дефіциту бюджету та скорочення коштів, які можна використовувати на інші цілі, такі як інфраструктура, освіта та охорона здоров'я. У 2023 році Україна витратила 15,1% ВВП на обслуговування державного боргу. Цей показник значно вищий, ніж у більшості інших країн світу, і свідчить про те, що державі стає все важче обслуговувати свій борг.

2. Зниження суверенного рейтингу:

Високий рівень державного боргу може призвести до зниження суверенного рейтингу України. Це подорожчить запозичення для держави та українських компаній, що може негативно вплинути на економічне зростання. А як було скзаано раніше у 2024 році довгостроковий суверенний кредитний рейтинг України був знижений до "CC" за версією S&P Global Ratings [39]. Це свідчить про те, що інвестори вважають, що Україні стає все важче обслуговувати свій борг.

3. Ризик дефолту:

Якщо Україна не зможе обслуговувати свій борг, це може призвести до дефолту. Дефолт матиме серйозні наслідки для української економіки, включаючи різке

падіння курсу гривні, гіперінфляцію та банківську кризу. І вже з 2022 року, із початком війни ризик дефолту стає все дедалі вищим (особливо з новиною України про реструктуризацію державного боргу, після якої рейтингові агентства бажають знизити кредитний рейтинг майже до дефолтного)

4. Обмеження можливостей уряду для стимулювання економічного зростання:

Високий рівень державного боргу обмежує можливості уряду для стимулювання економічного зростання. Це пов'язано з тим, що уряд змушений витрачати більше коштів на обслуговування боргу, а не на інвестиції в інфраструктуру, освіту та інші сфери, які можуть стимулювати економічне зростання.

5. Втрата довіри інвесторів:

Високий рівень державного боргу вже призводить до втрати довіри інвесторів до української економіки. Це призводить до відтоку капіталу з країни, що негативно впливає на курс гривні та економічне зростання, а також унеможливлює у майбутньому співпрацю як зі старими так і з новими потенціальними інвесторами.

Таблиця 2.2 - Динаміка сукупного державного боргу і ВВП України з 2009 по 2024 рр. (млн. грн.) *[14]*

Державний борг (усього)			Валовий внутрішній продукт (ВВП)			держборг / ВВП
на 31.12.2009	316 885		за 2009	913 345		34.7%
на 31.12.2010	432 235	36.4%	за 2010	1 082 569	18.5%	39.9%
на 31.12.2011	473 122	9.5%	за 2011	1 316 600	21.6%	35.9%
на 31.12.2012	515 511	9.0%	за 2012	1 408 889	7.0%	36.6%
на 31.12.2013	584 114	13.3%	за 2013	1 454 931	3.3%	40.1%
на 31.12.2014	1 100 564	88.4%	за 2014	1 566 728	7.7%	70.2%
на 31.12.2015	1 572 180	42.9%	за 2015	1 979 458	26.3%	79.4%
на 31.12.2016	1 929 759	22.7%	за 2016	2 383 182	20.4%	81.0%
на 31.12.2017	2 141 674	11.0%	за 2017	2 982 920	25.2%	71.8%

Продовження таблиці 2.2

на 31.12.2018	2 168 627	1.3%	за 2018	3 558 706	19.3%	60.9%
на 31.12.2019	1 998 275	-7.9%	за 2019	3 974 564	11.7%	50.3%
на 31.12.2020	2 551 936	27.7%	за 2020	4 194 102	5.5%	60.8%
на 31.12.2021	2 671 828	4.7%	за 2021	5 459 574	30.2%	48.9%
на 31.12.2022	4 071 683	52.4%	за 2022	5 191 028	-4.9%	78.4%
на 31.12.2023	5 519 484	35.6%	за 2023	6 537 825	25.9%	84.4%
на 29.02.2024	5 490 098	-0.5%	за 2024			

Графік, пов'язаний з таблицею 2.2 демонструє динаміку ВВП та державного боргу України за період з 2014 по 2024 рік у мільйонах гривень та їх співвідношення у відсотках (див рисунок 2.4).

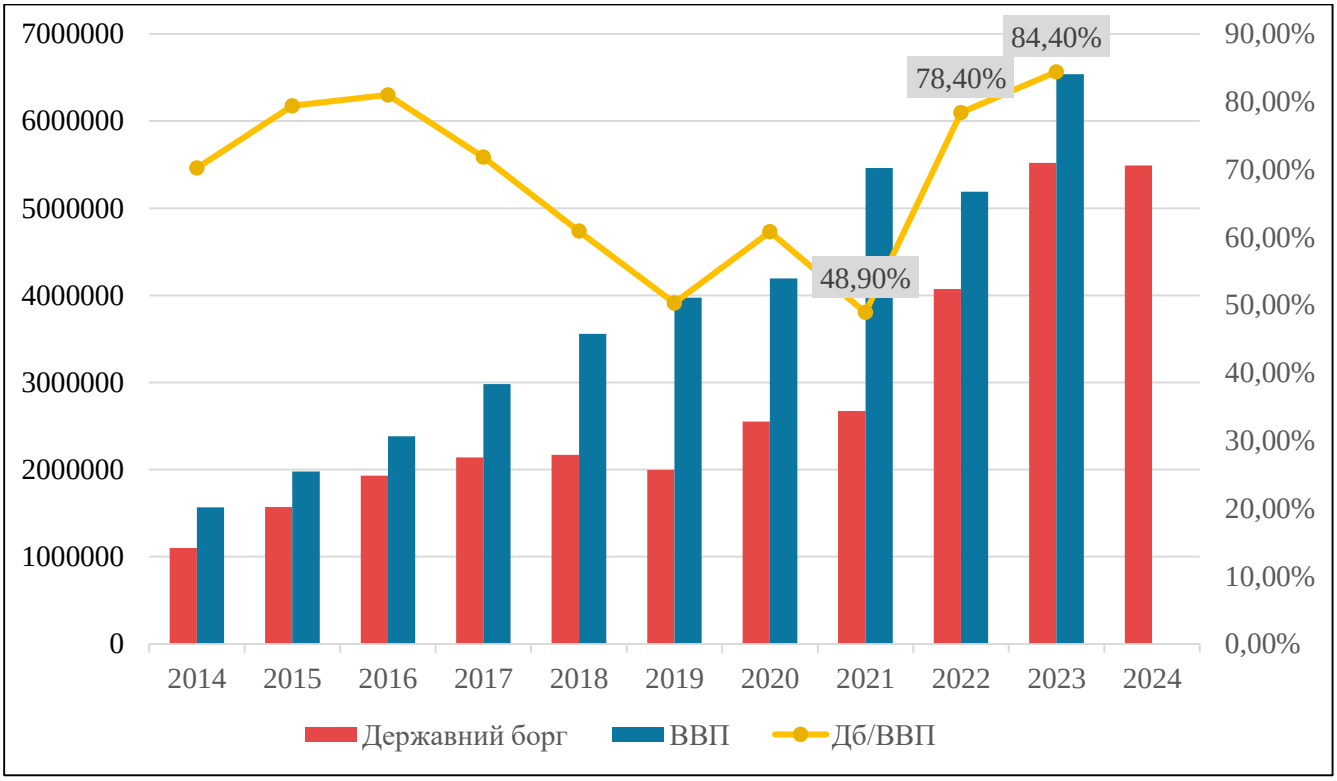


Рисунок 2.4 – Динаміка ВВП та державного боргу млн. грн. та їх співвідношення у відсотках

Джерело: розроблено авторкою на основі [14]

З нього видно, що з 2014 по 2019 рік спостерігалося зниження співвідношення державного боргу до ВВП з 70,2% до 50,3% завдяки стабілізації економіки та зростанню ВВП. Проте у 2020 році через пандемію COVID-19 та економічну кризу цей показник знову зріс до 60,8%, але зважаючи на норму у 60% можна сказати що таке співвідношення не було надто критичним для економіки країни. 2021 рік ознаменувався його незначним зниженням до 48,9%, яке не досягло рівня 2019 року. Повномасштабне вторгнення Росії в Україну у 2022 році стало причиною різкого зростання співвідношення держборгу до ВВП до 78,4%, а у 2023 році воно й далі продовжує зростати, сягаючи 84,4%.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

Визначення джерел погашення державного боргу у повоєнний період

Важливість погашення державного боргу є важливою з декількох причин. По-перше, великий державний борг може створити фінансовий тиск на державний бюджет, оскільки відсотки за позиками треба буде оплачувати з бюджету, відводячи кошти з інших потреб, таких як освіта, охорона здоров’я або інфраструктурні проекти. По-друге, великий борг може підірвати довіру ринків та інвесторів до економічної стійкості країни, що може призвести до збільшення відсоткових ставок та загального погіршення фінансового стану. Вибір правильного джерела для погашення державного боргу має бути об'єктивним і зорієнтованим на довгострокові перспективи фінансової стійкості країни. Для погашення державних боргів джерела можуть бути різноманітними:

- генерація прибутку від інвестування запозичених коштів;
- додаткові доходи, отримані від оподаткування;
- ефективна економія через зниження витрат;
- контрольована емісія грошової маси;
- залучення нових коштів через рефінансування боргових зобов’язань.

Проте не всі з них є дієвими, або такими, що відповідають ситуації в країні. Основними джерелами для погашення та обслуговування державного боргу України визначаються різноманітні механізми, що охоплюють як внутрішні, так і зовнішні джерела фінансування. Україна має на увазі ретельне планування та використання фінансових ресурсів, щоб забезпечити стабільність та ефективне керування своїм державним боргом. Серед основних джерел виділяються кошти,

відведені у державному бюджеті на ці цілі, доходи від приватизації державного майна, а також залучення внутрішніх і зовнішніх державних запозичень. Крім того, значну роль відіграють золотовалютні резерви країни та інші фінансові ресурси. Проте зважаючи на нинішню ситуацію в країні та потребу у додаткових джерелах погашення боргу, можна розглянути такі нові джерела як: репарації від країни-агресора, Debt-for-climate swaps, DfC, або інакше «борг на клімат», і також не забувати про вже визначене законодавством джерело – приватизація майна (державних активів). Також варто пам'ятати про один з методів управління боргом як реструктуризація боргу, що і несе за собою багато проблем та важливих рішень, проте є важливою реформою для зменшення боргового тягаря на даний період часу.

У післявоєнні часи Другої світової війни, країни-агресори виплачували репарації в «натуральній» формі, наприклад, машинами, обладнанням, робочою силою. Однак держави, яким виплачували, отриманими коштами задоволені не були. Югославія, наприклад, отримала від колишніх країн-агресорів (Німеччини та Італії) тільки 1% своїх збитків, а самі репараційні угоди вимагали часу. Причому виплачувалися вони не всі відразу, а лише згодом і протягом довгих років. Досить гарним прикладом слугує Кувейт, якому Ірак виплачував репарації протягом тридцяти одного року і з затримаками через внутрішні проблеми з бюждетом країни. Польща, у свою чергу, відмовилась отримувати репарації від Німеччини через радянський тиск у 1953 році є прикладом того, як вони можуть бути припинені будь-якої миті з геополітичних причин. Водночас, приклад постколоніальних країн показує, що репараційним виплатам передували складні та тривалі переговори, часто в судах, а більшість позовів взагалі не були врегульовані. Погашення зовнішнього боргу за рахунок репарацій від росії є найбільш бажаним та справедливим кроком для України для зменшення боргового навантаження у післявоєнний період. Агресор має відшкодувати всі збитки. Однак отримання коштів може затягнутися в часі, тому вже зараз ми маємо активно працювати над конфіскацією активів росії та її громадян в Україні та в дружніх до нас країнах та перерахуванням коштів в Україну. Використовуючи ці кошти, ми могли б частково покрити фінансові втрати країни навіть зараз, якщо застосуємо сек'юритизацію

активів або забезпечимо спрямування доходів від них на компенсацію завданих Україні збитків. Наразі нам потрібно активно вивчати можливі варіанти, обирати бажані та рухатися максимально швидко та ефективно. Але наразі це питання все ж залишається досить важким, зважаючи на проблеми сьогодення та певну неможливість стягнення репарацій через велику конфліктність країн.

Під час війни Україна на власному досвіді відчула важливість грантових коштів. Країна отримала близько 18 млрд доларів, або 11% ВВП 2022 року, на безповоротній та безповоротній основі. У воєнний час важливо залучити якомога більше фінансової допомоги у вигляді грантів, щоб уникнути зростання боргового навантаження. Кредити, які зараз залучає Україна, мають бути довгостроковими та надаватися за пільговими ставками. Хорошим прикладом таких кредитів є кредити від ЄС. Вони надаються на 35 років з пільговим періодом до 2033 року, а відсотки виплачуються країнами-членами ЄС до 2027 року. [38] У разі необхідності Україна також зможе продовжити субсидовану відсоткову ставку на обслуговування боргу після 2027 року. Кредит МВФ, за оцінками, 5-6% річних, [33,42] послужив способом рефінансування старих боргів України перед МВФ (оскільки фонд не може погодитися на реструктуризацію боргу), але ставка за цим кредитом вища, ніж хотілося б Україні, та й термін до погашення значно коротший (10 років). Надання грантів і дешевих кредитів МФО та ЄС, або від країн-партнерів - це один з найбільш бажаних варіантів покрити бюджетний дефіцит. За цих умов Україна матиме можливість продовжити обслуговування боргу і створить сприятливі умови для стійкого економічного зростання без тиску швидкого погашення великих військових боргів.

Вважається, що європейські країни змогли подолати післявоєнний борговий тягар завдяки «економічному диву» – високим номінальним темпам економічного зростання, подекуди поєднаним із політикою фінансових репресій, коли ставки за ОВДП були нижчими за інфляційні (детальніше див. огляд міжнародного досвіду). Вона була підживлена американським «планом Маршалла», спрямованим на допомогу післявоєнній Європі. Високе номінальне зростання досягається за рахунок двох факторів - інфляції і реального економічного зростання. Для України

ситуація, коли ставки за облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) знаходяться нижче за рівень інфляції, вже не новизною. У початковий період війни уряд намагався розмістити ОВДП за ставками, що були помітно нижчими за очікувану інфляцію. Очевидно, попит на такі цінні папери на ринку був низьким. Цей крок можна розглядати як компроміс між перекладенням ризиків з державного бюджету на баланси державних банків і непрямим збільшенням грошової маси через канали рефінансування державних банків з використанням ОВДП як застави. Нарешті, Міністерство фінансів потрапило в своєрідну суперечку з Національним банком України, який у червні 2022 року підвищив облікову ставку з 10% до 25% з метою стабілізації фінансового стану країни і почав настоювати на підвищенні доходності від розміщення ОВДП. Вчені-економісти визнають, що фінансові обмеження, поєднані з інфляцією, в післявоєнний період дійсно допомагають значно знизити боргове навантаження країни, подібно до того, як це було в країнах після Другої світової війни. Це розглядається як більш поступовий спосіб зменшення боргу, ніж його реструктуризація або скасування (з урахуванням, звісно, можливості швидкої інфляції). Проте варто зазначити, що в післявоєнній Європі фінансові обмеження відбувалися під час введення в дію Бреттон-Вудської системи, що означало наявність обмежень на потоки капіталу. [11]

Водночас нинішні фінансові ринки відрізняються від 1940-1970-х років наявністю вільного руху капіталу – можливості вибирати, куди інвестувати і з якою швидкістю. Крім того, дослідники вважають, що для країн, що розвиваються, фінансові репресії приносять більше шкоди, ніж користі. Вони підривають функціонування фінансових ринків, спотворюють розподіл капіталу і стимули до заощаджень. В результаті чого, економічні показники зростають повільніше. [18] Деякі експерти вважають, що не варто застосовувати фінансові обмеження, оскільки це лише загострює тиск на економічних учасників та сприяє відтоку капіталу з країни. За необхідності, у відсутність будь-якої іншої альтернативи, можна розглядати можливість емісії ОВДП за низькими процентними ставками, які не відповідають рівню інфляції.

Для України бажаним є стимулювання економічного зростання (зростання реального ВВП), завдяки якому ми могли б природним чином прийти до зниження співвідношення боргу до ВВП. Цього можливо досягти завдяки програмі націленій на фінансування вітчизняних підприємств, а також закупівлю необхідних товарів та виробів місцевого виробництва урядом. Яскравим прикладом такої програми може слугувати програма «Купуй американське», завдяки якій уряд США використовують публічні закупівлі у якості захисту своїх виробників, а тим самим збільшенню робочих місць і врешті-решт збільшенню ВВП. [12]

Фіскальна політика, яка визначає первинний дефіцит, означає, що доходи бюджету перевищують видатки до виплати відсотків за запозиченнями. Враховуючи, що відсоткові видатки для України є історично високими навіть у мирний час (на них припадає десята частина загальних видатків держбюджету), а середні відсоткові витрати протягом наступних 5 років прогнозуються на рівні близько 5% від номінального ВВП 2022 року, уряд радикально скоротить видатки та розширить податкову базу або підвищить податкові ставки. Такі заходи не можуть бути реалізовані під час війни, і їх дуже важко вжити в перші повоєнні роки, коли гуманітарна ситуація та економічна криза вимагатимуть фіскального стимулювання, а не жорсткої економії. Вчені попереджають, що жорстка фіскальна

п

о

л

і

т

и

Щодо зменшення боргово тягаря, один з найперспективніших способів його зменшення при одночасному сприянні реалізації екологічних проектів є свопи боргу за клімат (DfC). Цей інструмент, відомий як "борговий своп на клімат", передбачає списання боргу кредитором у обмін на зобов'язання країни-боржника інвестувати кошти в місцеві проєкти, спрямовані на боротьбу зі зміною клімату. DfC дають можливість країнам-боржникам полегшити борговий тягар та

м

о

спрямувати фіскальні ресурси на "зелені" інвестиції. Істотною перевагою DfC для країни-боржника виступає можливість спрямувати звільнені кошти на фінансування проектів на її території. Це не лише стимулює внутрішню економіку, але й усуває необхідність купувати іноземну валюту для погашення боргових зобов'язань. Для DfC- кредиторів несе в собі подвійну вигоду: зменшення боргового навантаження на позичальника, це, ймовірно, призведе до кращого обслуговування залишкового боргу, адже менший тягар робить позичальника більш платоспроможним, а також можливість зарахувати списаний за DfC борг як внесок у кліматичне фінансування або допомогу розвитку. Це може покращити імідж кредитора та допомогти йому виконати свої цілі в цій сфері. Боргові свопи на клімат не є новою концепцією. DfC з'явилися в 1980-х роках, коли вперше були застосовані свопи «борг за природу» (DfN). Відмінність цього виду свопу від «боргу за клімат» полягає в його більшій спрямованості на екологічні проекти, спрямовані на збереження навколишнього середовища. DfC – це більш широке

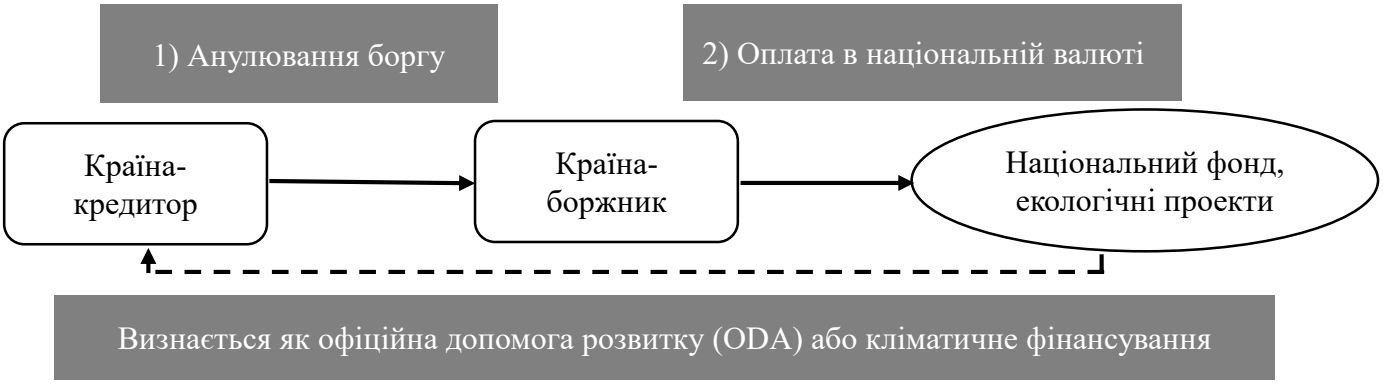
п

о

н

1. Пряма модель (див. рисунок 3.1): кредитор та боржник проводять прямі переговори, де кредитор списує борг в обмін на зобов'язання боржника інвестувати певні кошти в екологічні ініціативи.

2. Тристороння модель (див. рисунок 3.2): до процесу залучається посередник, зазвичай неурядова організація. Посередник викуповує борг у кредитора за ринковою ціною, а потім списує його в обмін на зобов'язання боржника інвестувати в боротьбу зі зміною клімату.



п

р

Рисунок 3.1 - Базова модель свопу боргу на клімат

Джерело: розроблено авторкою на основі [3]

Тристороння модель має свої недоліки: вона менш гнучка, адже потребує залучення посередника. Як правило, вона дозволяє залучити менші обсяги коштів на екологічні проекти. Тристороння модель частіше використовувалася для свопів "борг за натуру", де борг погашається товарами або послугами. Пряма модель, навпаки, більш характерна для DfC-свопів, і може охоплювати ширший спектр проектів.

Рисунок 3.2 - Тристороння модель свопу боргу на клімат

Джерело: розроблено авторкою на основі [3]

Одним з недавніх успішних прикладів свопу DfN є справа Сейшельських островів: Американська некомерційна організація Nature Conservancy викупила на ринку і списала майже 22 мільйони доларів боргів Сейшельських островів в обмін на посилений захист територіальних вод країни. За п'ять років площа охоронюваних вод зросла з 0,04% до 30% територіальних вод країни, зберігши від зникнення цінні коралові рифи та кілька рідкісних видів ссавців.[40] Критики вказують на те, що з 1980-х років свопи боргу за природу принесли лише трохи більше 1 мільярда доларів США для екологічних проектів, чого недостатньо для остаточних змін на краще. [35] Пропозиції щодо впровадження свопів боргу за клімат вносяться все частіше і частіше. Ідея особливо популярна в невеликих

острівних державах, що розвиваються, оскільки проблема зміни клімату для них стоїть вкрай гостро через загрозу повеней через підвищення рівня світового океану.

Реструктуризація боргу та його списання - це найбільш дискусійна тема серед усіх можливих варіантів управління боргом України. Реструктуризація зменшує суму боргу, витрати на обслуговування, мінімізує потребу в рефінансуванні за рахунок продовження термінів погашення. Післявоєнна Німеччина, отримавши значне полегшення боргового тягаря завдяки Лондонській угоді та за наявності плану Маршалла, почала швидко зростати, і економічне «диво на Рейні» стало однією з причин зниження боргового тягаря з 379% у 1945 році до 20% ВВП у 1954 році. Згідно з планом Брейді, країни, які отримали полегшення боргового тягарства, продемонстрували стійке економічне відновлення та здатність забезпечити фінансову стабільність. Тим не менш, існують і значні негативні наслідки реструктуризації. Наприклад, країна, яка не сплачує свої борги, відрізана від приватних боргових ринків або стикається з непомірно високими відсотковими ставками за своїми боргами. Це стосується не лише суверенів, а й приватних компаній у таких країнах, які змушені виходити на невигідні для них ринки та платити високі відсотки за своїми боргами. Це не є чимось новим для України, оскільки за свою історію вона вже пережила кілька дефолтів та реструктуризацій, а ставки за українськими єврооблігаціями та облігаціями, випущеними українськими компаніями, вже давно є одними з найвищих на ринку. При цьому, після війни для українських компаній та держави в цілому критично важливо отримати доступ до приватних капітальних ринків. Дефолт та реструктуризація суверенного боргу можуть мати тривалий негативний вплив на потенціал економічного зростання та стійкість фінансової системи країни. Вони можуть призвести до втрати довіри інвесторів, підвищення відсоткових ставок та зниження інвестиційного попиту в майбутньому. Реструктуризація внутрішнього боргу, в якому базовими кредиторами виступають: державні банки та НБУ, а другорядними виступають приватні гравці, особливого сенсу не має, оскільки наслідки в кінцевому підсумку позначаються на державному бюджеті через збитки державних банків, зменшення прибутку НБУ, що перераховується до бюджету, або

банкрутство приватних банків, за які держава повинна буде заплатити гарантовані суми.

Переговори про зміну умов зовнішнього приватного боргу (реструктуризацію) – це те, щодо чого Україні доведеться прийняти дуже складне рішення найближчим часом. Термін дії угоди про відстрочку спливає у 2024 році, а програма МВФ містить зобов'язання продовжити її на час дії Фонду Східна Європа та, за необхідності, після 2027 року. Якщо до того часу війна не закінчиться, борги доведеться реструктурувати. Однак, якщо війна закінчиться перемогою України, уряд і кредитори матимуть кілька варіантів, доцільність яких залежатиме від конкретних ринкових умов, які переважатимуть для України на той момент, включаючи можливість продовження обслуговування боргу на умовах, визначених у поточних проспектах.

Загалом потреба у реструктуризації зовнішнього боргу виникає і наразі, але найкращим рішенням може бути затвердження пільгового періоду на певний час та відновлення обслуговування та погашення боргу з початком нового етапу економічного розвитку України. Проте, є і кроки, які мають бути зроблені в питанні управління зовнішнім боргом. По-перше, це переговори щодо відсоткових ставок та комісійних виплат МВФ. Вони становлять 3,25 млрд доларів США на найближчі п'ять років. Аналогічний крок також варто обговорити з іншими кредиторами – IFO. Необхідно також звернути увагу на інноваційні інструменти, такі як боргові свопи. Як майбутній член ЄС та країна, яка потребує масштабної відбудови, Україна має розглянути варіант використовувати «зелене відновлення» як стратегію для полегшення боргового тягаря. Такі переговори доцільні в першу чергу з МФО, які є бюджетними кредиторами, чиї борги необхідно обслуговувати і погашати в найближчі роки. Заборгованість перед Європейським Союзом є довгостроковою і надається на дуже вигідних умовах, тому її зменшення не є пріоритетом.

Також невід’ємним пунктом у стратегії з управління боргу є приватизація державних активів. Під час війни доходи від приватизації державних активів є невеликими, хоча і має вже певні успіхи, що є важливим кроком для України. У

2023 році Фонд держмайна здійснив успішні торги, що призвело до отримання понад 2,69 млрд грн до доходу бюджету. Загальний економічний виграш від приватизації є ще більшим, оскільки до нього входить не лише дохід, а й сума сплаченого ПДВ від угод та погашення боргів на суму 602 млн грн. На зазначений період Фонд продав майже 371 об'єкт, а кількість успішних аукціонів становила 431. Середній показник збільшення вартості активів при продажі порівняно зі стартовою ціною перевищує 2,7 рази, що свідчить про ефективність процесу. Значна конкуренція на ринку приватизації призвела до великої кількості пропозицій на торгах, особливо у випадках об'єктів, що викликали підвищений інтерес. Усього понад 1,5 тисячі учасників брали участь у торгах, з яких понад 320 стали переможцями. Зазначений успіх також відображається у різноманітності активів, що були приватизовані, що дозволило підприємцям будь-якого масштабу здійснити придбання. Очікується, що після війни та в період активної відбудови та початку економічного зростання на тлі перспективи вступу до ЄС інвестори можуть зацікавитися українськими активами, а держава отримає додаткові фінансові ресурси. Приватизація є для нас бажаним заходом для зменшення потреби в запозиченнях у післявоєнний період. Пояснити це можна тим, що після війни інвестори будуть більш зацікавлені в придбанні державних активів, тому їхня вартість значно зросте.

3.2. Інвестиційно орієнтовані вектори для реструктуризації економіки як один зі шляхів ефективного використання залучених коштів

Досвід країн ЄС демонструє необхідність державного стимулювання економічного зростання. [23,28] Він показує, що державні підприємства є

рушійною силою активізації інвестиційного процесу. Це явище є найбільш помітним у періоди економічних криз. Коли приватний сектор споживає ресурси, державні інвестиції призводять до економічного зростання, стабілізуючи процес споживання та нагромадження. Фінансування інвестицій спочатку поглинає бюджет, але в довгостроковій перспективі розширює базу оподаткування. З вищезазначених причин необхідно дослідити напрямок реформування державної боргової політики. Основна ідея полягає в тому, щоб дослідити, як найкраще витратити отримані кошти, щоб показники боргової безпеки залишалися в межах допустимого. При цьому необхідно враховувати, що поточний рівень інвестиційної безпеки корелює з борговим покриттям бюджету. В Україні наразі головним інвестором в економічні проекти має бути держава. Причому, капітальні вкладення в розвиток державного виробництва є найбільш оптимальними. У зв'язку з цим залучені кошти слід спрямовувати на збільшення виробничих потужностей, а зовнішні запозичення - лише на інвестиції та розвиток експорт орієнтованих виробництв. Таке використання зовнішніх запозичень допоможе уникнути проблем з виконанням та погашенням зовнішніх боргів у майбутньому.

Проте фінансування різних проектів не повинно перенавантажувати бюджет країни, що може призвести до унеможливлення фінансування нагальних потреб держави. Саме тому необхідно вирахувати оптимальний рівень капітальних інвестицій, які доцільно здійснювати за рахунок державних запозичень, що буде виміряний у відсотковому відношенні до ВВП. Але наперед можна сказати, що для можливості такого використання фінансів, Україні необхідно буде щорічно інвестувати в 2 рази більше, щоб подвоїти ВВП протягом наступних десяти років. [Додаток В]

Варто зазначити, що зміни у ВВП спричиняються змінами у державних видатках, коли цей процес зумовлений збільшенням попиту на товари та послуги, що підвищує прибутковість суб'єктів господарювання, а отже, розширює їхню базу оподаткування. Як наслідок, зростання попиту сприяє збільшенню бюджетних надходжень і навпаки. З іншого боку, надмірне втручання держави в інвестиційний процес може перешкоджати виходу на ринок приватних інвесторів, що призводить

до надмірних бюджетних витрат. Вчений Ф. Модільяні показав у сфері боргового фінансування державних витрат, що за нормальних умов долар боргу витісняє в межах одного долара приватного капіталу (згідно з "золотим правилом"),а якщо запас капіталу падає нижче рівня, визначеного "золотим правилом", то скорочення капіталу є ще більшим, оскільки процентні виплати перевищують випуск нових боргових цінних паперів. У свою чергу, скорочення державних інвестицій свідчить про надмірну автономізацію економічного процесу та незацікавленість держави в інвестуванні у власну економіку. Стимулюючий вплив мультиплікативного ефекту покращує очікування доходів приватного сектору та збільшує інвестиційний попит, протидіючи ризику витіснення. Зростання виробничої та інвестиційної активності приватного сектору мультиплікує зростання ВВП. Таким чином, падіння ВВП спричиняє бюджетний дефіцит, що призводить до накопичення запозичень та витрат на їх погашення, "проїдання" бюджету призводить до нових фіскальних дисбалансів та залежності від ресурсів держав-донорів, а фінансове використання запозичень стимулює приватні інвестиції та пожвавлення економічних процесів, що в кінцевому підсумку призводить до позитивної динаміки валового внутрішнього продукту. Для реалізації оптимістичного сценарія, необхідні бути виконані наступні умови: державні запозичення є виправданими лише за умови високої прибутковості інвестиційних проектів та наявності стабільних передумов для повернення інвестицій та нарахованих відсотків.

Безумовно, існує нагальна потреба в реструктуризації економіки. Тому інвестиційно орієнтовані вектори мають бути спрямовані у таких пріоритетних напрямках:

I Реальні інвестиції

1. У виробництво продукції з високою доданою вартістю: високотехнологічна продукція (авіабудування, космічна галузь, оборонна промисловість, енергетика тощо); розробка технологічних винаходів на доконкурентній стадії; підприємства, що потребують переоснащення: суднобудування, автомобілебудування, приладобудування, якісно-нові види виробництва з використанням високих

технологій (сонячні панелі, вітрогенератори, механізми біопереробки відходів, інші сучасні розробки).

2. Розвиток експортоорієнтованих виробництв. Зі збільшенням експортної складової національного виробництва виникають прямі вигоди для державних боргових відносин. Так, крім зростання ВВП, зайнятості та інфраструктури, позитивне сальдо торговельного балансу призведе до притоку іноземної валюти в країну, яка виступатиме засобом погашення державного боргу, вимірюваного переважно в доларах США, в умовах знецінення національної валюти. Інвестиції у виробничі потужності підприємств, на які країна експортує позикові ресурси лише за певних обставин були б ефективними: зовнішня торгівля товарами з високою доданою вартістю, постачання нішевої продукції, що користується світовим попитом (зокрема підприємствами малого і середнього бізнесу); здійснення необхідних фундаментальних наукових і прикладних досліджень і розробок та стимулювання попиту, участь держави в укладанні довгострокових торговельних угод, міждержавне співробітництво та пільгове внутрішнє оподаткування.

3. Зважаючи на складну економічну ситуацію, спричинену війною з Росією, Україні необхідно шукати нові шляхи для стимулювання економічного зростання та підтримки вітчизняних виробників. Ініціатива "Купуй українське", адаптована за зразком американської програми "Buy American", може стати дієвим інструментом для досягнення цих цілей. Програма "Купуй українське" передбачає надання пріоритету закупівлі товарів та послуг, вироблених в Україні, державними органами, комунальними підприємствами та державними компаніями. Це може бути реалізовано шляхом:

- Встановлення квот: Визначення мінімального відсотка закупівель, які мають бути зроблені у вітчизняних виробників.
- Віддавання переваги українським товарам: Запровадження системи бальних оцінок, яка надає перевагу пропозиціям від українських компаній під час тендерів.
- Спрощення процедур закупівель: Зменшення бюрократичних перешкод та спрощення процесу закупівель для вітчизняних компаній.

- Інформаційні кампанії: Запуск інформаційних кампаній, які стимулюють українських споживачів віддавати перевагу вітчизняним товарам.

Така програма стане перевагою для країни, оскільки вона сприяє зростанню обсягів виробництва , що, в свою чергу, стимулюватиме створення нових робочих місць та загальне покращення економічної ситуації, заменшенню залежності від імпорту , що дозволить скоротити відтік капіталу з країни та покращити платіжний баланс. Також підвищення інвестиційної привабливості України в цілому , адже програма "Купуй українське" може зробити її більш привабливою для іноземних інвесторів, які віритимуть у стабільність та подальший розвиток українського ринку. В цілому, програма "Купуй українське" має великий потенціал, адже вона може стати рушійною силою для процвітання української економіки та покращення життя всіх українців.

Інтелектуальні інвестиції

Інтелектуальні інвестиції , тобто відродження галузей, основним ресурсом яких є інтелектуальна праця, нові прогресивні технології та винаходи, є , на наш погляд, найбільш привабливими з точки зору використання в умовах кризи. Українська держава має багатий людський науковий та винахідницький потенціал, який розвивається, наприклад, у сфері інформаційних технологій. Зараз для України важливо використати цей фактор для побудови економіки, яка незалежатиме від корисних копалин, ринкових коливань чи політичної волі сусідніх країн.

ВИСНОВКИ

Державний борг має свої переваги та недоліки для країни. Важливо, щоб держава була обережною при формуванні свого боргу та враховувала ризики. Під час війни найефективнішим способом управління державним боргом під час активних бойових дій є отримання грантів та дешевих довгострокових кредитів від країн-партнерів та міжнародних фінансових організацій. Також доцільно було б співпрацювати з МВФ щодо зниження ставки за кредитною програмою. Україна

також має працювати над конфіскацією активів, якими володіє Росія та її громадяни як в Україні, так і за кордоном, щоб покрити фінансові втрати.

У 2022-2024 роках державний борг України неспинно зростає, створюючи для держави великий борговий тягар, який вже зовсім скоро доведеться оплачувати і надалі обслуговувати. Така важка економічна ситуація насамперед пов'язана з війною, та необхідністю країни забезпечувати себе усім необхідним для підтримки своєї армії та власної безпеки. Проте як вже було сказано, ці борги викликають велике нагромадження на економіку країни та створюють незручне положення, в якому Україна знаходиться прямо зараз: збільшення боргів, реструктуризація боргу, зниження кредитний рейтингів, тощо. Все це є наслідками, неефективного використання запозичених коштів. Завдання управлінських органів знайти правильне рішення, щодо нагромадження державного боргу, його обслуговування, знаходження джерел погашення даного боргу та можливе використання майбутніх запозичень у більш інвестиційно-привабливе середовище, яке дасть як прибуток так і науково-економічний розвиток та товчок для України.

Зменшення бюджетного дефіциту та реформування податкової системи є ключовими завданнями для України, але їх реалізація може бути ускладнена потребою у значних видатках на соціальні програми та відновлення інфраструктури після війни. Варіанти щодо управління державним боргом для України включають:

- спрямування коштів, отриманих від Росії як репарації, на погашення боргів
- сприяти економічному зростанню за допомогою обґрунтованого регулювання, не обтяжуючи країну додатковими боргами.
- залучення безповоротної фінансової допомоги та використання її для фінансування проектів післявоєнної відбудови
- приватизація державних активів – попит на активи має зрости, а доходи бюджету будуть вищими, ніж під час активних бойових дій.

Також важливим напрямом в управлінні державним боргом є інвестиції запозичень в інтелектуальну та реальну власність. Такі інвестиції насамперед мать приносити дохід у майбутньому, збільшувати частку ВВП та створювати нові

робочі місця. Також такі вкладення роблять країну більш інвестиційно-привабливою серед іноземних партнерів та розвивають науковий та виробничий потенціал населення та країни вцілому.

В умовах війни, Україна, на мою думку непогано справляється з державним боргом, проте наскільки добре вона буде й надалі управляти їм, можна побачити, коли будуть відомі результати, які публікуються на офіційному сайті Міністерства Фінансів України в документах під такими назвами як: «Середньострокова стратегія управління державним боргом», «Програма управління державним боргом» та «Звіт про виконання Програми управління державним боргом». Важливо пам’ятати, що управління державним боргом потребує не тільки правильного знаходження джерела запозичень, але й використати ці державні запозичення у такому напрямі, що принесе найбільше вигоди країні як економічно так і інвестиційно. Саме така вигода була запропонована у даній роботі, а саме реальні та інтелектуальні інвестиції. Використовуючи запропоновані рекомендації щодо ефективного використання державних запозичень можуть принести у довгостроковій перспективі як розвиток інфраструктури, національного виробництва так і просто зростання економіки, а саме зростання ВВП та прибутковість за рахунок збільшення виробництва товарів та послуг у різних галузях та їх подальшого продажу як на вітчизняному так і на міжнародному ринках.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ро державний борг та гарантований державою борг: Закон України: за

с

оргова складова забезпечення стійкості публічних фінансів України: стан і

тенденції розвитку / [Бенч Л. Я., Коляда Т. А., Рибіна Н. Д.]. К.:

БІЗНЕСІНФОРМ № 7. 2021. URL: https://www.business-

і

оргові свопи на кліматичні свопи Країни, що розвиваються, ІКЕМ. 2021. –

f

н

(Дата звернення: 13.04.2024)
илізти з боргів / [Алесіна, Альберто, Карло А. Фаверо та Франческо
Д
ержавний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти / [В.В.
Лісовенко, Л.Я. Бенч, О.І. Бец.]. *Фінанси України* № 12. 2014. С. 7-31.
ержавний борг України: теоретичні аспекти та сучасні тенденції К. О.
Семеренко. Тернопіль: Вісник Студентскього Наукового Товариства ДонНУ
ц
ержавні фінанси в умовах демократії: Вступ до фінансової науки / [Шарль
Бланкарт, пер. з нім. С.І. Терещенко, за наук. ред. В.М. Федосова] К.:
Либідь, 2000. С. 409.
ержавний та локальний борг і фіскальна спроможність територій в
Мультирівневій бюджетній системі / [Степура М. М., Котіна Г.М., Матвійчук
(Дата звернення: 22.04.2024)
ефективність системи управління державним боргом в Україні Г. В. Кучер.
Фінанси України. 2012. С. 44-57
Кредитні інструменти як складова політики зелених фінансів / [Бенч Л. Я.,
К
ліквідація державного боргу / [Рейнхарт, Кармен М. і М. Белен Сбрансія].
Р
Локалізація по-американськи / Дмитро Кисилевський, *ZN UA* . 5 лютого
(Дата звернення: 16.04.2024)
Можливості адаптації міжнародного досвіду управління державним боргом
Міністерство фінансів України. Зовнішній державний борг України. 2024.
Міжнародні фінанси: підручник / [О.М. Мозговий, Т.В. Мусієць, Л.В.
Руденко-Сударєва та ін.; за наук. ред. д.е.н., проф. О.М. Мозгового] К.:
КНЕУ, 2015. С. 515.

Національний банк і грошово-кредитна політика : підручник / М-во освіти і науки України, Київ. нац. екон. ун-т, Нац. банк України ; ред. А. М. Мороз. - Електрон. текстові дані. - К. : КНЕУ, 1999. С. 368.

Новітні технології управління державним боргом / [Л. Бенч, В. Лісовенко

Інновації у фінансовій сфері: монографія. В.М.Опарін, Т.В.Паєнтко, В.М.Федосов та ін.; За заг. ред. В.М.Опаріна]. К.: КНЕУ, 2013. С. 163-182.

Остерігайтеся фінансових репресій: уроки історії / Андреас Гофман.

М

Первинний ринок ОВДП на дату 16.04.2024. Національний банк України. (Дата звернення: 13.03.2024)

Проблематика залучення фізичних осіб на ринок державних позик в Україні.

Політика управління державним боргом в Україні та її ефективність / "Інтернаука". Серія: "Економічні науки" №4, 2024. URL:

Розпакування нової програми МВФ для України, О. Бетлій. CARNEGIE, (Дата звернення: 21.04.2024)

Сутність та особливості управління державним боргом у різних країнах світу / В. В. Руденко. *Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Проблеми економіки та управління*. 2013. № 754. С. 61-67.

Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан. *Вісник Національного банку України* № 11, 2011. С. 10-19.

Політика боргової політики України, [Л. Бенч, Ю. Івасенко], *Ринок цінних паперів*. № 11-12, 2013. С. 47-54.

Україна йде до дефолту: чим це загрожує кожному українцю / Віктор

правління державним боргом / Г.В. Кучер. автореф. дис. … канд. економ. наук – Київ, 2002. С. 4.
Управління державним боргом: світовий досвід для України / Марія Мигаль. *Економічна праавда.* 8 лютого 2023. URL:
(Дата звернення: 13.05.2024)
інанси: Загальна теорія: навчальний посібник / В. М. Опарін ; М-во освіти України, Київ. нац. екон. ун-т. - К. : КНЕУ, 1999. С. 164.
інансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. С. 759.
іскально-бюджетна та грошово-кредитна політика в Україні: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку: монографія / за ред А.І. Даниленка. – К., 2010. – С. 236.
інансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В.Л. Андрущенко. Львів: *Каменяр*,

Що не так з новою програмою МВФ для України / Олександр Паращій. *NV*.
1
9
/
к
BU Opens Fundraising Account for Humanitarian Assistance to Ukrainians
M
V
S&P знизило рейтинг України до «СС» в очікуванні дефолту / Financial Club.
R
(Дата звернення: 21.04.2024)
M
Unpacking Ukraine's New IMF Program, / by O. Betliy. CARNEGIE. 2023.
d
№
S

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1 - Цілі управління державним боргом

Країна	Мета
Австралія	Основне завдання... - привертати кредитні ресурси, ефективно управляти боргом та обслуговувати його з найменшими довгостроковими витратами і прийнятною стійкістю до ризику.
Данія	Загальна мета державної боргової стратегії полягає в мінімізації вартості запозичень на тривалий термін наскільки це можливо. Для досягнення цієї мети необхідно вживати наступні заходи: • зберігати ризик на прийнятному рівні; • забезпечити стабільну та ефективну роботу фінансового ринку; • створити сприятливі умови для урядової участі на фінансовому ринку на тривалий період.
Ірландія	Мета управління боргом полягає в тому, щоб перепланувати погашення боргу і забезпечити фінансування потреб уряду на протязі року таким чином, щоб забезпечити коротко- та довгострокову ліквідність, стримувати зростання боргу і коливання фіскальних витрат на його обслуговування, зменшити вразливість уряду до ризику і перевищити еталонний портфель.

Продовження таблиці А.1

Нова Зеландія	Метою є максимізація довгострокового економічного прибутку від фінансових активів та боргу уряду, враховуючи фіскальну стратегію та недопущення урядом ризику.
Португалія	Метою є залучення позикових коштів та проведення інших фінансових трансакцій від імені Республіки Португалія з такими цілями: • задоволення потреб республіки у позикових ресурсах на стабільній основі; • мінімізація урядових витрат на обслуговування боргу у довгостроковій перспективі з врахуванням розроблених стратегій управління ризиками.
Швеція	Мета управління боргом центрального уряду полягає у мінімізації вартості позик в довгостроковій перспективі з врахуванням боргових ризиків. Проте, таке управління завжди повинно відповідати вимогам грошової політики та рішенням кабінету міністрів.
Великобританія	Забезпечення обсягу, визначеного міністрами казначейства, для торгівлі державними облігаціями з метою мінімізації довгострокових витрат з урахуванням ризиків.

Джерело: складено авторкою на основі [23,28]

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1 - Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд. грн.

						млрд. грн
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу						
Державний борг						
Внутрішній борг						
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку						
ОВДП (10 - річні)						
ОВДП (11 - річні)						
ОВДП (12 - місячні)						
ОВДП (12 - річні)						
ОВДП (13 - річні)						
ОВДП (14 - річні)						
ОВДП (15 - річні)						
ОВДП (16 - річні)						

ОВДП (17 - річні)						
ОВДП (18 - місячні)						
ОВДП (18 - річні)						
ОВДП (19 - річні)						
ОВДП (2 - річні)						
ОВДП (20 - річні)						
ОВДП (21 - річні)						
ОВДП (22 - річні)						
ОВДП (23 - річні)						
ОВДП (24 - річні)						
ОВДП (25 - річні)						
ОВДП (26 - річні)						
ОВДП (27 - річні)						
ОВДП (28 - річні)						
ОВДП (29 - річні)						
ОВДП (3 - місячні)						
ОВДП (3 - річні)						
ОВДП (30 - річні)						
ОВДП (4 - річні)						
ОВДП (5 - річні)						
ОВДП (6 - місячні)						
ОВДП (6 - річні)						

ОВДП (7 - річні)						
ОВДП (8 - річні)						
ОВДП (9 - місячні)						
ОВДП (9 - річні)						
Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами						
Національний банк України						
Гарантований державою борг						
Внутрішній борг						
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку						
Державні цінні папери						
Облігації ДІУ (10 - річні)						
Облігації ДІУ (7 - річні)						
Облігації Укравтодору (12 - місячні)						
Облігації Укравтодору (3 - річні)						
Облігації Укравтодору (4 - річні)						

Облігації Укравтодору (5 - річні)						
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами						
АБ "УКРГАЗБАНК"						
АТ "БАНК КРЕДИТ ДНІПРО"						
АТ "ПУМБ"						
АТ "ТАСКОМБАНК"						
ПАТ "Державний експортно-імпортний банк України"						
ПАТ "Державний ощадний банк України"						
Портфельні гарантії						
3. Заборгованість, не віднесена до інших категорій						

ДОДАТОК В

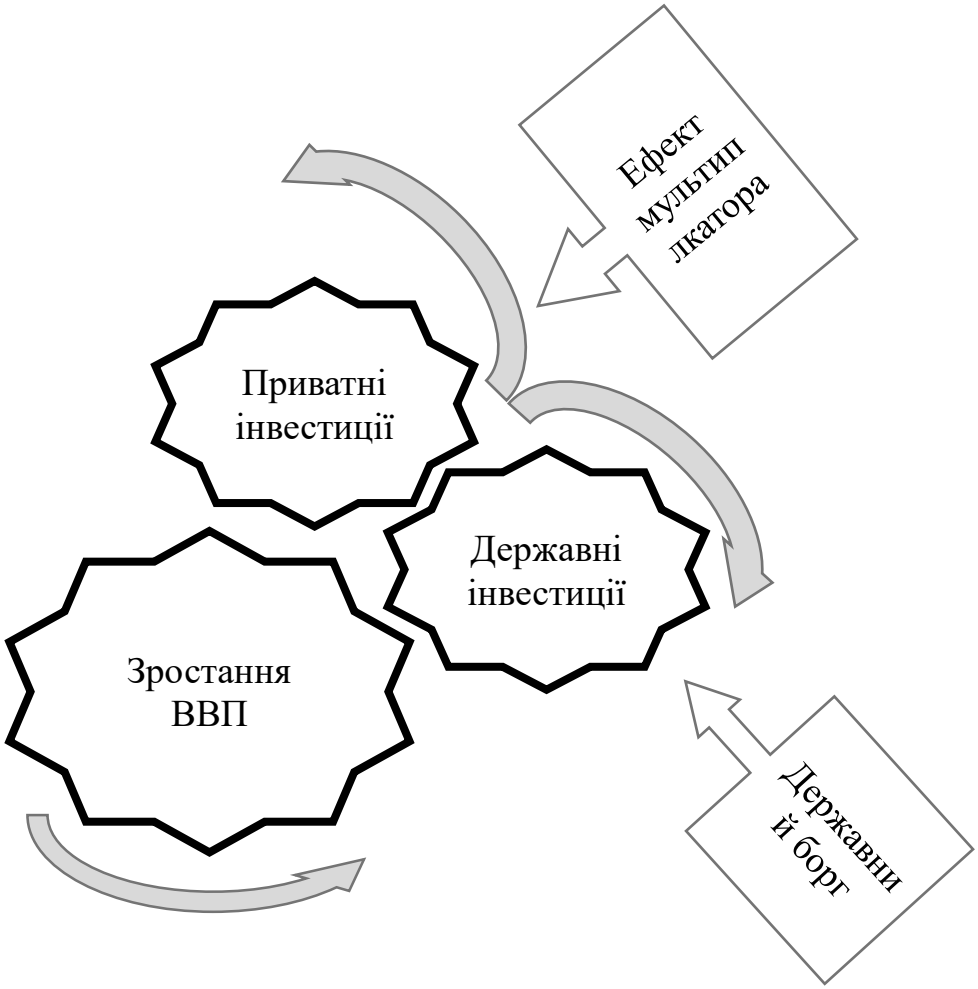


Рисунок В.1. - Роль державного боргу у стимулюванні зростання ВВП

Джерело: розроблено авторкою