

І. О. Лютий

доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України, завідувач кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, liyuyi@knu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

А. П. Софієнко

аспірант кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, nastasiafn1990@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0359-1369>

**ЗОВНІШНІ ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ
ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ УРЯДУ**

Анотація. Розвиток світової фінансової системи відбувається на тлі поглиблення глобалізаційних та інтеграційних процесів, що супроводжуються стрімким нарощенням обсягів зовнішньої заборгованості абсолютної більшості країн, в т. ч. провідних. Зовнішні державні запозичення стали невід'ємною складовою механізму регулювання макроекономічних процесів у країнах із ринковою економікою. У статті визначено місце таких запозичень у фінансовій системі держави. Доведено, що вони відіграють важливу роль не лише у фінансовій, а й у економічній системі, а в умовах посилення глобалізаційних процесів ця роль стає ще вагомішою. Проаналізовано переваги та недоліки здійснення зовнішніх державних запозичень. Досліджено їх вплив на бюджетну й монетарну сфери. На прикладі вітчизняної практики останніх років розглянуто ключові напрями та ефективність використання зовнішніх державних запозичень. Розкрито основні умови, за яких такі запозичення сприятимуть стабілізації фінансової системи та подальшому економічному зростанню.

Ключові слова: зовнішні державні запозичення, валовий зовнішній борг, боргова спіраль, управління зовнішніми запозиченнями, дефіцит державного бюджету.

Табл. 3. Рис. 5. Літ. 21.

Igor Lyutyi

Dr. Sc. (Economics), Professor, Honored Economist of Ukraine, Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, liyuyi@knu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

Anastasiia Sofienko

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, nastasiafn1990@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0359-1369>

**EXTERNAL GOVERNMENT LOANS AS AN INSTRUMENT
OF PUBLIC FINANCIAL POLICY**

Abstract. In modern conditions, access to the sources of financial resources is greatly simplified. This leads to the expansion of possibilities for external government loans. At the same time, the main issue is the possibilities of efficient use of these financial resources in order to stimulate economic potential. The authors study the influence of external public loans on the financial system of the country and find out their place and role in the public financial policy. It is proved that external government loans play a significant role not only in the financial but also in the economic system of the state. The influence of external government loans on the budget and monetary spheres is substantiated. The key directions and efficiency of external government loans are considered using the example of domestic practices of recent years. It is determined that in the recent years the

© Лютий І. О., Софієнко А. П., 2019

monetary sphere has been the main sector to which external government loans were directed. The main conditions under which external government loans would have positive consequences for the stabilization of the financial system and further growth of the economy as a whole are analyzed. The study of domestic practices of external government loans enabled to identify two main directions of their use: to finance the public budget deficit and replenish the NBU's international reserves. In order to minimize the negative effects that may result from the ineffective use of the government loans instrument it is suggested to develop a comprehensive program for managing the previous external government loans. In particular, such a program should envisage a full range of measures for the effective management of the already accumulated gross external debt, as well as the principles that should be allowed for in taking further external loans.

Keywords: external government borrowing, gross external debt, external borrowing management, state budget deficit.

JEL classification: E52.

И. А. Лютый

доктор экономических наук, профессор, заслуженный экономист Украины, заведующий кафедрой финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

А. П. Софиенко

аспирант кафедры финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

**ВНЕШНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ
КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ПРАВИТЕЛЬСТВА**

Аннотация. Развитие мировой финансовой системы происходит на фоне углубления глобализационных и интеграционных процессов, которые сопровождаются стремительным наращиванием объемов внешней задолженности абсолютного большинства стран, в т. ч. ведущих. Внешние государственные заимствования стали неотъемлемой составляющей механизма регулирования макроэкономических процессов в странах с рыночной экономикой. В статье определено место таких заимствований в финансовой системе государства. Доказано, что они играют важную роль не только в финансовой, но и в экономической системе, а в условиях усиления глобализационных процессов эта роль становится еще более весомой. Проанализированы преимущества и недостатки осуществления внешних государственных заимствований. Исследовано их влияние на бюджетную и монетарную сферы. На примере отечественной практики последних лет рассмотрены ключевые направления и эффективность использования внешних государственных заимствований. Раскрыты основные условия, при которых такие заимствования будут способствовать стабилизации финансовой системы и дальнейшему экономическому росту.

Ключевые слова: внешние государственные заимствования, валовой внешний долг, долговая спираль, управление внешними заимствованиями, дефицит государственного бюджета.

Поступ світової фінансової системи відбувається в умовах посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, особливістю яких є стрімке зростання обсягів зовнішньої заборгованості абсолютної більшості країн, у т. ч. найбільш розвинутих.

Зовнішні державні запозичення стали невід'ємною складовою механізму регулювання макро економічних процесів у країнах із ринковою економікою. Це пов'язано з реалізацією урядом бюджетної політики, котра потребує

чималих витрат на виконання економічних і соціальних зобов'язань. Особливо стрімко бюджетні витрати зростають у кризові періоди, коли подальша підтримка економічної й фінансової систем перекладається на державу, що, у свою чергу, призводить до виникнення бюджетного дефіциту. Втім, останній не завжди є однозначно негативним явищем: у окремих випадках він може стимулювати економіку та сприяти її поживленню. Бюджетний дефіцит зумовлює потребу у використанні зовнішніх державних запозичень як одного з найдієвіших інструментів його фінансування.

Ефективність використання зовнішніх державних запозичень та їх вплив на національну фінансову систему залежать від багатьох чинників, і передусім від умов залучення й цілей використання позикових коштів. Протягом останніх років Україна витрачала їх переважно на оперативне покриття бюджетного дефіциту. Серед основних чинників, що призвели до стрімкого та не завжди економічно обґрунтованого збільшення обсягів зовнішніх державних запозичень, варто назвати:

- 1) хронічний дефіцит державного бюджету;
- 2) військовий конфлікт і анексія частини території України;
- 3) перманентне загострення кризових явищ економічного й соціально-політичного характеру;
- 4) залежність фінансової системи країни від попередніх боргових зобов'язань;
- 5) зменшення міжнародних резервів Національного банку України.

Управління зобов'язаннями за попередніми зовнішніми державними запозиченнями, в разі їх значного накопичення, є одним із найнагальніших питань фінансової політики більшості країн, адже від цього залежить стабільність як їхніх, так і світової фінансової системи. Вдосконалення чинних механізмів боргової політики України, особливо в контексті зовнішніх державних запозичень, є надзвичайно актуальною проблемою, котра пов'язана не лише з її політичним, а й із економічним суверенітетом, а отже, потребує невідкладного дослідження.

Зважаючи на вагому роль зовнішніх державних запозичень у структурі фінансової системи держави, вони становлять інтерес для багатьох зарубіжних і вітчизняних учених. Серед західних класиків економічної думки на важливій ролі таких запозичень у державних фінансах наголошували Дж. Бьюкенен, Дж. Ітон, Дж. Кейнс, А. Лернер, Д. Рікардо, Дж. Сакс, Е. Селігман, А. Сміт та ін. [1–10].

Роль зовнішніх державних запозичень у фінансовій системі України ґрунтовно й різнобічно розкрили вітчизняні вчені. Так, Т. П. Богдан визначила місце зовнішніх боргових зобов'язань у світових валютно-фінансових відносинах, вивчала питання стратегічного управління державним боргом України [11–13]. В. М. Геець аналізував вплив державного боргу на економічну безпеку країни [14], а В. В. Козюк – державний борг в умовах ринкової трансформації національної економіки [15]. Г. В. Кучер досліджувала бюджетний дефіцит і систему управління державним боргом в Україні [16],

В. В. Лісовенко – взаємозв'язок останнього та фіскальних і монетарних індикаторів у контексті забезпечення фінансової стійкості та стабільності [17]. О. С. Лондар вивчав гарантований державою борг [18], О. Д. Рожко – державний кредит і боргову політику нашої країни [19].

Незважаючи на вагомий науковий доробок, окремі аспекти проблематики зовнішніх державних запозичень як дієвого інструменту фінансової політики потребують подальшого розгляду. Наприклад, необхідно переосмислити теоретичні підходи до управління такими запозиченнями в умовах кризових явищ, причому не лише економічних і фінансових, а й соціально-політичних, що характерні для України в останні роки. Крім того, потребують пильної уваги такі питання, як оптимізація структури зовнішніх державних запозичень; цільовий характер і ефективність державного боргу України та місце в ньому зовнішніх державних запозичень як умови забезпечення подальшого економічного зростання.

Метою статті є дослідження впливу зовнішніх державних запозичень на фінансову систему, а також аналіз ефективності їх використання у фінансовій політиці держави з урахуванням сучасних викликів соціально-політичного характеру й перманентності кризових явищ в економіці України.

Наразі постала потреба в переосмисленні стратегічних пріоритетів та інструментів державного втручання в економічні процеси задля підвищення ефективності фінансової політики як умови активізації підприємницької діяльності, розвитку внутрішнього ринку й зростання добробуту громадян. Зазвичай боргова політика уряду є похідною бюджетної політики та пов'язана з необхідністю фінансування дефіциту державного бюджету, причому така ситуація є перманентною й щорічно повторюється. Так, більшість урядів, у т. ч. розвинутих країн, не здатні забезпечити збалансованість дохідної та видаткової частин бюджету, що пов'язано зі зростанням витрат на соціальні програми і глобальним характером світових кризових явищ, проблемами світової інтеграції та міграційних процесів. Дефіцит, котрий виникає ще на етапі бюджетного планування, змушує уряд вдаватися до зовнішніх державних запозичень як джерела його покриття. При цьому спроможність обслуговувати боргові зобов'язання за поточними й раніше здійсненими запозиченнями великою мірою визначає макроекономічну та фінансову стабільність країни.

Проблема обслуговування раніше залучених зобов'язань особливо гостро постала під час і після фінансової кризи 2008–2009 рр. Саме відтоді в багатьох розвинутих країнах, зокрема європейських, почала накопичуватися чимала зовнішня заборгованість [20]. Для оцінки загальноекономічної ситуації в країні досить часто використовуються відносні величини, основною з яких у цьому випадку є відношення зовнішнього боргу до ВВП (табл. 1).

Як бачимо, в багатьох країнах ЄС, як і в їхніх об'єднаннях на рівні Співтовариства, показник боргової безпеки на рівні 60 %, встановлений Маастрихтською угодою 1992 р., було істотно перевищено. Починаючи з 2008 р. лише Данія і Швеція не перетнули цю межу. Разом із тим сама по

Таблиця 1. Динаміка відношення державного боргу до ВВП у окремих країнах ЄС протягом 2008–2017 рр., %

Країни	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ЄС (28 країн)	60,7	73,3	78,8	81,4	83,8	85,7	86,4	84,4	83,3	81,6
Єврозона (19 країн)	68,7	79,2	84,6	86,6	89,7	91,6	91,8	89,9	89,1	86,8
Великобританія	49,7	63,7	75,2	80,8	84,1	85,2	87,0	87,9	87,9	87,4
Німеччина	65,2	72,6	81,0	78,6	79,9	77,4	74,5	70,8	67,9	63,9
Франція	68,8	83,0	85,3	87,8	90,6	93,4	94,9	95,6	98,2	98,5
Італія	102,4	112,5	115,4	116,5	123,4	129,0	131,8	131,6	131,4	131,2
Нідерланди	54,7	56,8	59,3	61,7	66,2	67,7	67,9	64,6	61,9	57,0
Австрія	68,7	79,9	82,7	82,4	81,9	81,3	84,0	84,8	83,0	78,3
Швеція	37,7	41,3	38,6	37,8	38,1	40,7	45,5	44,2	42,4	40,8
Данія	33,3	40,2	42,6	46,1	44,9	44,0	44,3	39,9	37,9	36,1
Іспанія	39,5	52,8	60,1	69,5	85,7	95,5	100,4	99,3	99,0	98,1
Греція	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	178,9	175,9	178,5	176,1
Португалія	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,6	128,8	129,2	124,8
Ірландія	42,4	61,5	86,0	110,9	119,9	119,7	104,1	76,8	73,4	68,4

Складено за: General government gross debt – annual data / European Commission. URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina225>.

собі заборгованість за раніше одержаними запозиченнями не є основним показником, відповідно до котрого можна оцінювати макроекономічну ситуацію, про що свідчить досвід провідних країн Європи і світу.

Більш показовою для порівняння з українськими реаліями є статистика державного боргу країн близького зарубіжжя (табл. 2).

Для країн із нестабільною економічною системою, зокрема України, оцінити вплив зовнішніх державних запозичень на ВВП і макроекономічну ситуацію загалом доволі складно. Як правило, економічна нестабільність тісно пов'язана з політичною, а також високим рівнем корупції, що, у свою чергу, призводить до низької економічної ефективності використання запозичених коштів. На певному етапі такі запозичення збільшують ресурси економічного розвитку, водночас вони потребують подальших витрат на їх обслуговування. Тому нерідко саме зовнішня державна заборгованість вважається однією з основних причин економічних колізій у зазначених країнах.

Фінансові відносини, котрі виникають при здійсненні зовнішніх державних запозичень, створюють як позитивний, так і негативний імідж державних фінансів, впливають на інвестиційний клімат, кон'юнктуру ринку, міжнародне співробітництво та інші аспекти соціально-економічного розвитку країни. Серед переваг їх використання слід назвати такі: вони дають можливість отримати додаткові кошти для забезпечення фінансування нагальних потреб соціально-економічного характеру; в разі залучення на довгостроковій основі сприяють примноженню інвестиційних ресурсів фінансового ринку, а отже, соціально-економічному розвитку країни; дають змогу в короткостроковому періоді стабілізувати обсяги міжнародних резервів та, як результат, курс національної грошової одиниці, рівень процентних ставок на кредитно-фінансовому ринку.

Таблиця 2. Динаміка відношення державного боргу до ВВП в Україні та окремих країнах близького зарубіжжя впродовж 2008–2017 рр., %

Країни	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Україна	13,8	24,9	30,0	27,5	33,7	37,0	63,7	70,3	76,0	71,8
Болгарія	13,0	13,7	15,3	15,2	16,7	17,0	27,0	26,0	29,0	25,6
Чехія	28,3	33,6	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7
Естонія	4,5	7,0	6,6	6,1	9,7	10,2	10,7	10,0	9,4	8,7
Латвія	18,2	35,8	46,8	42,7	41,2	39,0	40,9	36,9	40,6	40,0
Литва	14,6	28,0	36,2	37,2	39,8	38,8	40,5	42,6	40,1	39,4
Угорщина	71,0	77,2	79,7	79,9	77,6	76,0	75,2	74,7	73,9	73,3
Польща	46,3	49,4	53,1	54,1	53,7	55,7	50,2	51,1	54,1	50,6
Румунія	13,2	23,2	30,2	34,4	37,3	37,8	39,4	37,9	37,6	35,1
Словаччина	28,5	36,3	41,2	43,7	52,2	54,7	53,5	52,3	51,8	50,9
Білорусія	10,7	19,2	18,9	39,4	24,4	23,8	24,5	37,6	39,4	39,3
Грузія	27,0	34,6	36,8	32,5	32,5	33,9	35,4	41,3	44,4	44,6
Молдова	18,4	27,6	26,3	23,7	24,3	23,7	24,8	25,3	31,6	28,9

Складено за: General government gross debt – annual data / European Commission. URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina225>; даними офіційних веб-сайтів Світового банку (URL: <http://www.worldbank.org>), Міністерства фінансів України (URL: <http://www.minfin.gov.ua>), Міністерства фінансів Білорусії (URL: <http://www.minfin.gov.by>), Міністерства фінансів Грузії (URL: <http://www.mof.ge>), Міністерства фінансів Молдови (URL: <http://www.mf.gov.md>).

Таким чином, завдяки зовнішнім державним запозиченням з'являються додаткові фінансові ресурси, що може бути не лише потужним чинником економічного зростання, а й умовою згладжування економічних дисбалансів. Стабільність економічних показників країни на глобальному фінансовому ринку капіталів та своєчасне й повне виконання урядом раніше взятих на себе зобов'язань сприяють зміцненню її авторитету, результатом чого є можливість і далі залучати фінансові ресурси, причому на вигідніших умовах.

З огляду на цільовий характер використання, найпродуктивнішими для національної економіки є зовнішні запозичення, спрямовані на інвестиційно-інноваційний розвиток. До них належать синдиковані або двосторонні кредити, а також цільові позики. Хоча такі запозичення становлять невелику частку в загальному обсязі зовнішніх запозичень в Україні, вони можуть сприяти інвестиційно-інноваційному розвитку окремих секторів економіки й регіонів та країни в цілому. За цільовим спрямуванням інвестиційні проекти, що реалізуються за рахунок зовнішніх запозичень, поділяються на комерційні, економічні й соціальні. Перші орієнтовані на одержання прямого прибутку, другі – непрямого, треті – на генерування певних благ для населення. При цьому зовнішні запозичення з метою подальшого їх використання для стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності мають залучатися з урахуванням термінів окупності таких проектів і кінцевих результатів їх реалізації.

У разі неефективного й нецільового використання залучення зовнішніх державних запозичень має негативні наслідки. Наприклад, зростає сума обслуговування заборгованості за попередніми зовнішніми державними запозиченнями, посилюється навантаження на поточний державний бюджет, що призводить до скорочення видатків на розвиток економіки й соціальне забезпечення населення. Крім того, обслуговування заборгованості за попередніми запозиченнями потребує збільшення дохідної частини бюджету, що може спричинити посилення податкового навантаження на бізнес і зростання інших видів відрахувань, а це негативно позначається на соціально-економічному розвитку країни та добробуті її громадян. Більше того, постійна залежність держави від зовнішніх запозичень може призвести до втрати політичної незалежності в прийнятті рішень соціального й економічного характеру, посилення загрози фінансовій і економічній безпеці країни, а перманентність та пріоритетність зовнішніх державних запозичень – до гальмування соціально-економічних процесів внутрішнього ринку, втрати економічного й політичного суверенітету.

Відповідно до кейнсіанської теорії, дефіцит державного бюджету сприяє активізації підприємницької діяльності. Це відбувається через стимулювання урядового попиту, який при цьому має бути забезпечений податками та достатнім обсягом запозичень. Пожвавлення підприємницької діяльності обумовлює підвищення зайнятості та ВВП. Отже, зовнішні запозичення, котрі здійснюються з метою фінансування дефіциту державного бюджету, можуть мати позитивний кінцевий вплив на економіку, тому їх не можна розглядати як однозначно негативне явище.

У країнах із нестабільною економічною системою, зокрема Україні, наявність бюджетного дефіциту й зовнішні запозичення, що спрямовуються на його погашення, здебільшого негативно позначаються на загальному стані державного боргу та можливості його обслуговування в майбутньому. Адже за недостатньої сформованості ринкових механізмів на практиці зовнішні запозичення спрямовуються не на активізацію урядового попиту, а на погашення витрат поточного споживання.

Уявлення про розміри зовнішнього державного боргу України за останніх вісім років у розрізі суб'єктів дає табл. 3. Привертає увагу стрімке зростання зовнішнього боргу сектору загального державного управління, з 25,9 млрд дол. США у 2011 р. до 40,1 млрд дол. у 2018 р., тобто на 35 %.

Бюджетний дефіцит є однією із характерних рис сучасної бюджетної політики, проте останнім часом його розмір істотно збільшився. Одночасно з цим зростали обсяги зовнішніх державних запозичень (рис. 1). Цікаво, що у 2015 р., коли дефіцит держбюджету був найменшим за період 2012–2018 рр., зовнішні запозичення досягли піку, збільшившись порівняно з 2011 р. у 8 разів [21]. До того ж упродовж усього аналізованого періоду, крім 2015 р., вони не покривали фактичний бюджетний дефіцит. Річ у тім, що бюджетне фінансування здійснюється за рахунок як зовнішніх, так і внутрішніх позик, а також надходжень від приватизації державного майна, фінансування

Таблиця 3. Динаміка зовнішнього боргу України протягом 2011–2018 рр. за суб'єктами запозичень, млн дол. США

Показники	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Валовий зовнішній борг	126 236	134 625	142 079	125 297	117 668	112 524	115 451	114 707
Сектор загального державного управління	25 874	27 333	29 922	32 884	35 959	36 495	38 886	40 128
Центральний банк	7 492	4 865	1 775	2 176	6 743	6 242	7 438	7 938
Інші депозитні корпорації	25 193	21 541	22 555	18 752	12 823	8 966	6 228	5 797
Інші сектори	59 357	70 441	76 642	62 228	53 581	52 207	53 347	51 430
Прямі інвестиції: міжфірмовий борг	8 320	10 445	11 185	9 257	8 562	8 614	9 552	9 414

Складено за: Валовий зовнішній борг України / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241242>.

за активними операціями (розміщення бюджетних коштів на депозитах або придбання цінних паперів). Однак у 2015 р. зовнішні запозичення перевищили фактичний дефіцит державного бюджету більш ніж удвічі. Це пояснюється тим, що така позиція внутрішнього фінансування бюджету 2015 р., як “зміни обсягів депозитів і цінних паперів, що використовуються для управління ліквідністю” становила –74 601 млн грн. Загалом фінансування бюджету в тому році дорівнювало його дефіциту.

Крім того, в аналізований період відчутно зросли обсяги позик, одержаних від міжнародних фінансових організацій: вони сягнули 73,3 % загального розміру зовнішніх запозичень у 2015 р. Таке зростання до певної міри зумовлене збільшенням окремих статей видатків державного бюджету. Так,

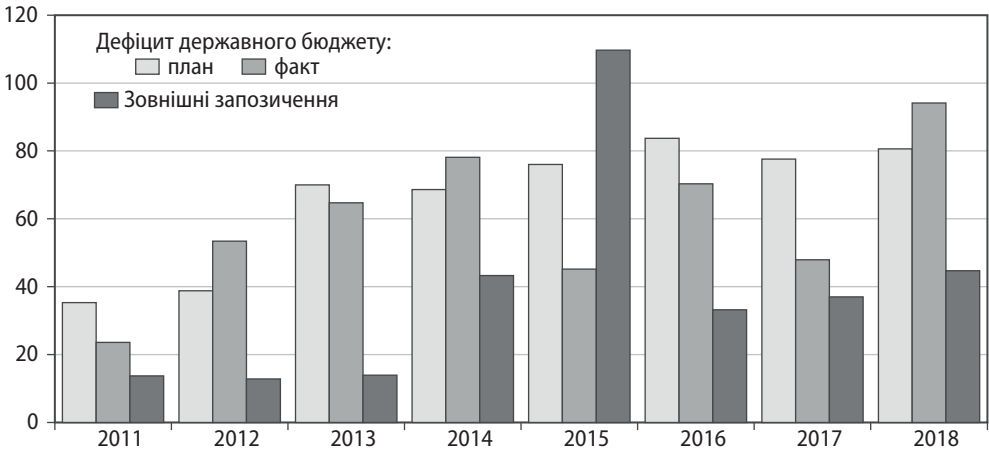


Рис. 1. Динаміка розмірів дефіциту державного бюджету та зовнішніх запозичень у 2011–2018 рр., млрд грн

Побудовано за: Валовий зовнішній борг України / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241242>; Державний бюджет / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=23473387>; даними офіційного веб-сайту Верховної Ради України (URL: <https://www.rada.gov.ua>).

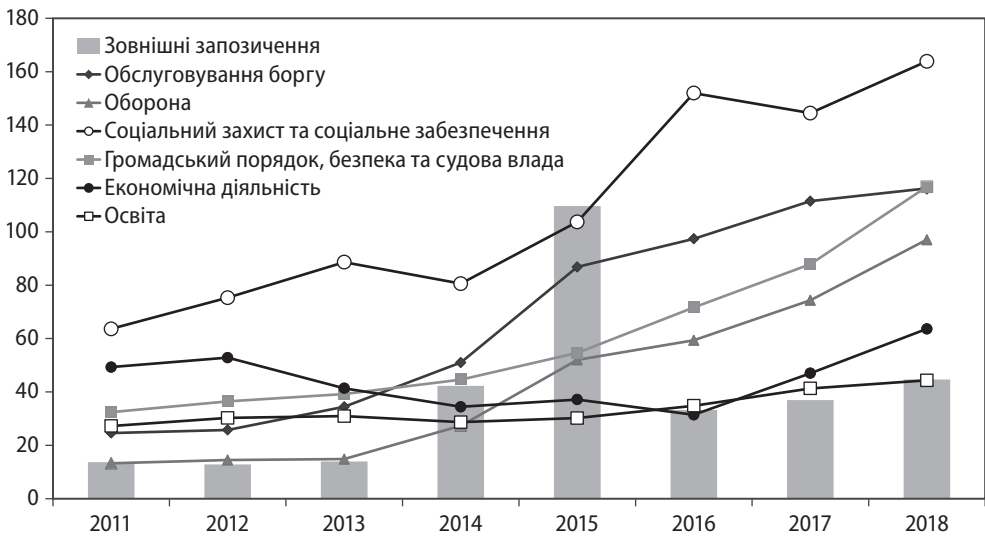


Рис. 2. Динаміка зовнішніх запозичень і окремих видатків державного бюджету України протягом 2011–2018 рр., млрд грн

Побудовано за: Державний бюджет / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=23473387>.

з моменту анексії Криму та початку збройного конфлікту на Сході України постала гостра потреба в підвищенні видатків на військову й правоохоронну діяльність, на соціальний захист населення з одночасним скороченням доходів у державний бюджет на цих територіях (рис. 2).

Як бачимо, зовнішні запозичення державного бюджету у 2015 р. зросли більш ніж удвічі порівняно з 2014 р.; видатки на оборону – майже в два рази, на громадський порядок, безпеку та судову владу – на 18,3 %, на соціальний захист населення та соціальне забезпечення – на 22,3 %. І тенденція зростання зберігається.

Варто зауважити, що як інструмент фінансової політики держави зовнішні запозичення істотно впливають не лише на бюджетну, а й на монетарну політику. Так, за умови їх залучення збільшуються обсяги іноземної валюти, що, у свою чергу, відбивається на внутрішньому валютному ринку. В результаті курс національної грошової одиниці зміцнюється. Поряд із тим можливе підвищення інфляції, що вимагає від центрального банку проведення стерилізаційних операцій. Такі дії теж мають негативний ефект, адже призводять до зниження інвестиційної активності всередині країни, що й спостерігалось впродовж останніх років.

На рис. 3 відображено тенденції одночасного зростання зовнішніх запозичень та валового зовнішнього боргу, з одного боку, та зменшення обсягів міжнародних резервів – з другого (у 2011–2014 рр.). Піку цей процес досяг у 2014 р., коли через стрімке знецінення гривні обсяги міжнародних резервів НБУ впали до мінімального рівня за аналізований період. Для 2013–2015 рр.

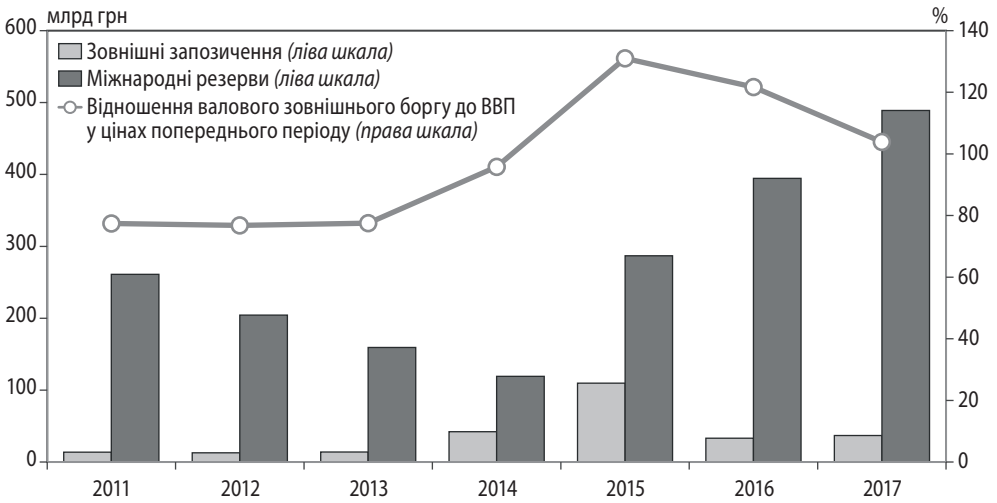


Рис. 3. Динаміка основних показників зовнішніх запозичень і міжнародних резервів України протягом 2011–2017 рр.

Побудовано за: Валовий зовнішній борг України / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241242>; Міжнародні резерви / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45272>.

було характерне швидке збільшення зовнішніх державних запозичень і зовнішнього боргу. Завдяки отриманню позик від МФО, насамперед МВФ, міжнародні резерви НБУ значно поповнилися та на 31 грудня 2017 р. становили майже 17 млрд дол. США, що є найвищим показником починаючи з 2011 р.

Таким чином, під час загострення кризових явищ зовнішні державні запозичення використовувалися також для стабілізації ситуації в грошово-кредитній сфері. І загалом цієї мети було досягнуто, про що свідчить поліпшення ситуації на валютному ринку. Втім, надзвичайно велике значення має подальша стратегія управління заборгованістю за раніше залученими зовнішніми позиками, котра в майбутньому безпосередньо впливатиме на бюджетну дієздатність України та стан міжнародних резервів НБУ, а отже, на стабільність гривні, рівень процентних ставок, інвестиційний клімат і поведінку всіх суб'єктів вітчизняного фінансового ринку.

Стратегія управління заборгованістю за раніше залученими зовнішніми позиками повинна ґрунтуватися на підтриманні боргової стійкості, яка передбачає збалансованість обсягу та структури зовнішніх запозичень, за котрої держава спроможна виконувати взяті нею зобов'язання без надмірного тиску на фінансову систему. Наприклад, у 2018 р. видатки на обслуговування боргу становили 11,8 % всіх видатків бюджету (рис. 4). При цьому частка видатків на оборону дорівнювала 9,8 %, на освіту – 4,5, на охорону здоров'я – 2,3 %.

Аналізуючи борговий тиск на фінансову систему, особливу увагу варто приділяти термінам погашення позик, надто зовнішніх. Так, рис. 5 показує, що впродовж наступних 15 років очікується кілька піків погашення зобов'я-

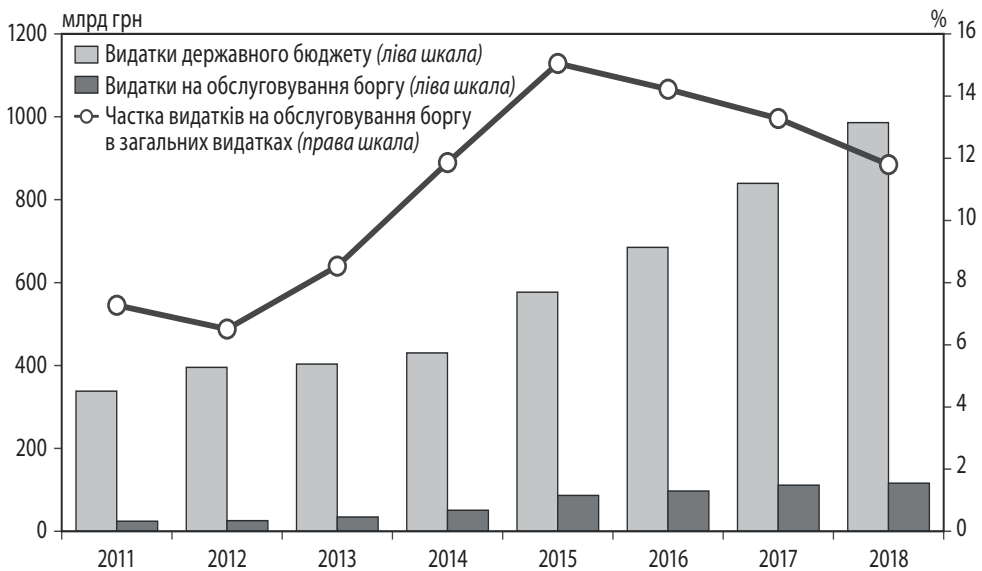


Рис. 4. Динаміка вартості обслуговування державного боргу України за видатками бюджету у 2011–2018 рр.

Побудовано за: Державний бюджет / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=23473387>.

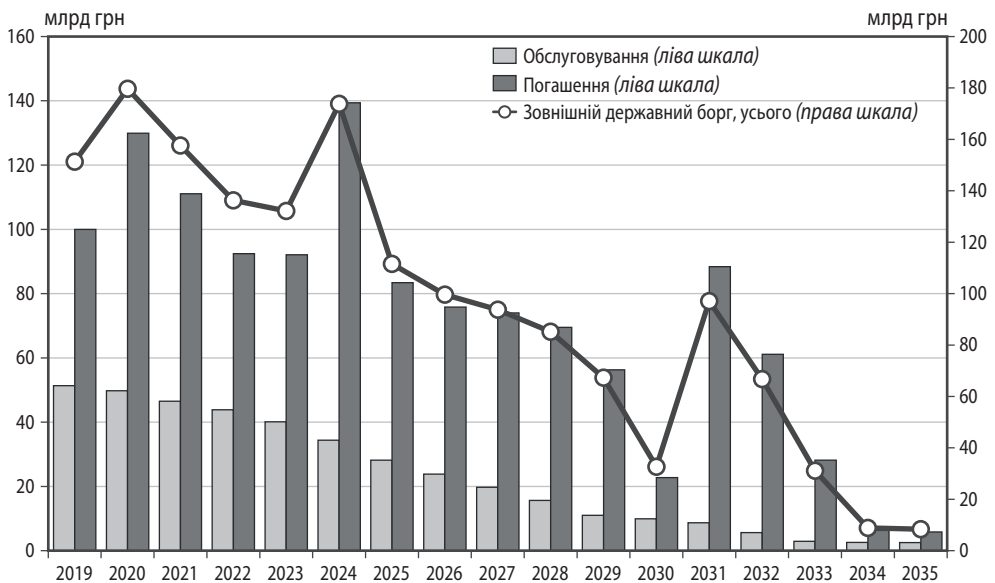


Рис. 5. Платежі з погашення та обслуговування державного боргу протягом 2019–2035 рр. за чинними угодами станом на 1 січня 2019 р.

Побудовано за даними Міністерства фінансів України.

зань. Зокрема, у 2020 р. сума виплат має становити 6,4 млрд дол. США, у 2024 р. – 6,2 млрд, у 2031 р. – 3,5 млрд дол.

Констатуючи наявність проблем із залученням і обслуговуванням зовнішніх державних запозичень, варто зауважити, що одним із основних елементів стійкої фінансової системи країни є законодавчо визначена стратегія боргової політики. Чинник боргових дисбалансів у фінансовій системі зумовлює необхідність взаємозв'язку боргової, фінансової, бюджетної політик, наукового обґрунтування прогнозів впливу кожної складової на загальний процес макрофінансової стабілізації. Зовнішній борг на сьогодні є реальною загрозою фінансовій стабільності, державному й економічному суверенітету України, а тому потребує не тільки всебічного наукового аналізу, а й комплексних практичних заходів із боку уряду.

Помітним кроком у цьому напрямі є прийняття Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018–2020 роки, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 22.08.2018 № 883 (далі – Стратегія). Так, наразі пріоритетним завданням постає розроблення ефективного механізму реалізації визначеної боргової стратегії з можливістю її оперативного коригування залежно від фактично досягнутих показників. Адже сьогодні план дій з управління державним боргом є тільки частиною Плану заходів з реалізації Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки, затвердженого розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24.05.2017 № 415-р, та містить лише чотири заходи організаційного характеру, яких не достатньо для повної реалізації Стратегії.

Системний аналіз зовнішнього державного боргу в контексті макрофінансової стабільності в Україні дає підстави для таких висновків:

- зовнішні державні запозичення відіграють важливу роль у фінансових системах практично всіх країн світу, в т. ч. провідних, оскільки є доволі ефективним інструментом впливу на бюджетну й грошово-кредитну сфери та чинником макроекономічної стабілізації;

- використання зовнішніх державних запозичень може мати як позитивні, так і негативні наслідки для країни-позичальника, що насамперед залежить від умов, термінів, мети їх залучення й ефективності використання. Безперечним є той факт, що великі їх обсяги становлять загрозу економічному та політичному суверенітету;

- у вітчизняній практиці такі запозичення використовуються здебільшого з метою забезпечення фінансування дефіциту державного бюджету. Поряд із тим останніми роками залучені зовнішні позики, спрямовані на поповнення міжнародних резервів НБУ, допомогли за досить короткий період та в украї несприятливій політичній і економіко-соціальной ситуації стабілізувати валютний ринок.

На майбутнє разом із розв'язанням проблеми оптимізації структури наявного зовнішнього боргу важливо визначити пріоритети щодо подальших запозичень, але в контексті єдиної стратегії боргової політики держави, що

створює умови для залучення й використання необхідних фінансових ресурсів із метою забезпечення соціально-економічного розвитку країни.

Структура державного боргу України, ціна, умови запозичення й соціально-економічні наслідки обслуговування та погашення зовнішнього боргу стали вагомими причинами для віднесення регулювання внутрішнього ринку державних запозичень до стратегічних пріоритетів національної боргової політики. В процесі пошуку додаткових фінансових ресурсів перевага повинна віддаватися внутрішнім запозиченням. Розвиток вітчизняного фондового ринку може надати можливості мобілізації необхідних коштів усередині країни та запобігти відпливу ресурсів за її межі в ході обслуговування зовнішніх боргів. Однією з цілей управління державним боргом України, окреслених у Стратегії, є збільшення частки державного боргу в гривні. Завдяки розробленню й реалізації плану дій з досягнення вказаної цілі внутрішній ринок державних запозичень поступово перетвориться на потужне джерело додаткових фінансових ресурсів для держави.

Результативність боргової політики країни безпосередньо залежить не так від цільового характеру позики та інституту кредитора, як від наявності й ефективності функціонування єдиного (з відповідними повноваженнями) урядового інституту реалізації боргової політики при Міністерстві фінансів України. Зовнішні запозичення повинні набути інвестиційно-інноваційного спрямування, що, у свою чергу, сприятиме економічному зростанню та нівелює ефект перекладання фінансового навантаження з обслуговування й погашення боргів на майбутні покоління.

Зовнішні державні запозичення наразі є одним із найдієвіших інструментів впливу глобального фінансового капіталу на національні економічні системи, тому їх використання має базуватися на пріоритетності реалізації економічних і політичних інтересів України та її громадян.

Список використаних джерел

1. *Buchanan J. M.* Public Principles of Public Debt. A Defense and Restatement / Liberty Fund, Inc. Online at the Library of Economics and Liberty, 1999.
2. *Eaton J.* Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts (in Symposia: New Institutions for Developing Country Debt). *The Journal of Economic Perspectives*. 1990. Vol. 4, No. 1. P. 43–56.
3. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег. М. : Гелиос АРВ, 2002. 352 с.
4. *Lerner A. P.* Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*. 1943. Vol. 10, No. 1. P. 38–51.
5. *Lerner A. P.* The Burden of Debt. *The Review of Economics and Statistics*. 1961. Vol. 43, No. 2. P. 139–141.
6. *Ricardo D.* On the Principles of Political Economy and Taxation. URL: <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP2.html>.
7. *Sachs J.* Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2002. No. 1.
8. Developing Country Debt and the World Economy : National Bureau of Economic Research Project Report / J. Sachs (ed.). Chicago : University of Chicago Press, 1989.

9. Seligman E. R. A. *Currency Inflation and Public Debts: An Historical Sketch*. N. Y. : Equitable Trust Company of New York, 1921. 86 p.
10. Smith A. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 1776. Book Five, Charter I. Part 1. URL: <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>.
11. Богдан Т. П. Зовнішнє боргове навантаження та виклики для валютно-фінансової політики України. *Економіка України*. 2016. № 7. С. 21–32. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2016_7_3.
12. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75–92.
13. Bogdan T. Debt-Creating Capital Flows and their Macroeconomic Implications in Ukraine. *Athens Journal of Business and Economics*. 2015. Vol. 1, Issue 2. P. 135–152.
14. Моделювання економічної безпеки: держава, регіон, підприємство : монографія / В. М. Геєць, М. О. Кизим, Т. С. Клебанова, О. І. Черняк. Хмельницький : ХНЕУ, 2006. 240 с.
15. Козюк В. В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів. *Світ фінансів*. 2008. № 1. С. 29–41.
16. Кучер Г. В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні. *Фінанси України*. 2012. № 6. С. 44–57.
17. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Беу О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7–31.
18. Лютий І. О., Лондар О. С. Регулювання надання державних гарантій в Україні. *Фінанси України*. 2016. № 2. С. 28–48.
19. Лютий І. О., Зражевська Н. В., Рожко О. Д. Державний кредит та боргова політика України : монографія. Київ : ЦУЛ, 2008. 352 с.
20. General government gross debt – annual data / European Commission. URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tei na225>.
21. Валовий зовнішній борг України / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241242>.

References

1. Buchanan, J. M. (1999). *Public Principles of Public Debt. A Defense and Restatement*. Liberty Fund, Inc.
2. Eaton, J. (1990). Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts (in Symposia: New Institutions for Developing Country Debt). *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, 43–56.
3. Keynes, J. M. (2002). *The general theory of employment, interest and money*. Moscow: Gelios ARV [in Russian].
4. Lerner, A. P. (1943). Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, Vol. 10, No. 1, 38–51.
5. Lerner, A. P. (1961). The Burden of Debt. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 43, No. 2, 139–141.
6. Ricardo, D. (1999). *On the Principles of Political Economy and Taxation*. Retrieved from <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP2.html>.
7. Sachs, J. (2002). Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
8. Sachs, J. (Ed.). (1989). *Developing Country Debt and the World Economy: National Bureau of Economic Research Project Report*. Chicago: University of Chicago Press.
9. Seligman, E. R. A. (1921). *Currency Inflation and Public Debts: An Historical Sketch*. New York: Equitable Trust Company of New York.
10. Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Book Five, Charter I, Part 1. Retrieved from <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>.

11. Bohdan, T. P. (2016). External debt burden and challenges for the currencyfinancial policy of Ukraine. *Economy of Ukraine*, 7, 21–32. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2016_7_3 [in Ukrainian].
12. Bohdan, T. P. (2018). Strategic public debt management under the unsustainable debt position. *Finance of Ukraine*, 4, 75–92 [in Ukrainian].
13. Bogdan, T. (2015). Debt-Creating Capital Flows and their Macroeconomic Implications in Ukraine. *Athens Journal of Business and Economics*, Vol. 1, Iss. 2, 135–152.
14. Heiets, V. M., Kyzym, M. O., Klebanova, T. S., & Cherniak, O. I. (2006). *Modeling economic security: state, region, enterprise*. Khmelnytskyi: KhNEU [in Ukrainian].
15. Koziuk, V. V. (2008). A debt policy in the system of global macro-financial processes. *Finance world*, 1, 29–41 [in Ukrainian].
16. Kucher, H. V. (2012). Public debt management efficiency in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 6, 44–57 [in Ukrainian].
17. Lisovenko, V. V., Bench, L. Ya., & Bets, O. I. (2014). Public debt: a conceptual framework and macroeconomic aspects. *Finance of Ukraine*, 12, 7–31 [in Ukrainian].
18. Liutyi, I. O., Londar, O. S. (2016). Regulation of state guarantees in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2, 28–48 [in Ukrainian].
19. Liutyi, I. O., Zrazhevska, N. V., & Rozhko, O. D. (2008). *State credit and debt policy of Ukraine*. Kyiv: TsUL [in Ukrainian].
20. European Commission. (n. d.). *General government gross debt – annual data*. Retrieved from <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina225>.
21. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Gross External Debt of Ukraine*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241242> [in Ukrainian].