

Кудряшов В. П.

доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач відділу державних фінансів НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, kvp.kudrya@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-4801-3620>

**УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНОЮ ЗАБОРГОВАНІСТЮ
З УРАХУВАННЯМ ФІСКАЛЬНИХ ПРАВИЛ**

Анотація. Проведено аналіз управління державною заборгованістю України з урахуванням завдань збалансування цілей фінансової стабільності та економічного зростання. Визначено, що динаміка державного та гарантованого державою боргу характеризується тенденцією до збільшення, у його структурі переважають зовнішні запозичення, зростають обсяги обслуговування боргу, показники платежів за державним боргом мають тенденцію до зниження, проте для окремих періодів залишаються значними. Зроблено висновки, що стратегія щодо збільшення частки боргу в національній валюті не враховує негативного впливу на забезпечення фінансової стабільності та створення належних умов для прискорення економічного зростання. Запропоновано запровадити боргове правило, що не лише матиме на меті зниження рівня заборгованості, а й передбачатиме бюджетну підтримку інклюзивного розвитку України.

Ключові слова: державний борг, структура державної заборгованості, фіскальні правила, правило боргу, фіскальні ризики, державні запозичення, дохідність державних облігацій, погашення та обслуговування боргу.

Рис. 7. Табл. 5. Літ. 19.

Vasyl Kudrjashov

Dr. Sc. (Economics), Professor, Emeritus of Science and Technology of Ukraine, SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, kvp.kudrya@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-4801-3620>

**GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT WITH REGARD
TO FISCAL RULES**

Abstract. The analysis of the management of the national debt of Ukraine with regard to the tasks of balancing the goals of financial stability and economic growth is carried out. Fiscal policy approaches in foreign countries during the period of maintaining high levels of central government debt and slowing down the pace of economic dynamics are taken into account. It is proved that the volumes of government and government guaranteed debt in Ukraine has increased (only in the second half of 2019 its decrease is noted), dynamics of the indicators of government and guaranteed components of debt is uneven, the lion's share of the state debt falls on external borrowing, and the volume of debt servicing increases (due to the high level of yield of government liabilities). It is determined that the rates of payments on public debt tend to decline but are still significant for some periods, which is caused by fluctuation debt (mostly external). It is noted that the government has taken a course on increasing the share of debt in the national currency, which has not only positive but also negative impacts on ensuring financial stability and creating the right conditions to accelerate economic dynamics. It is proposed to introduce a debt rule that will guide the government to achieve optimal amounts of government debt and improve its structure. It is noted that the budget legislation of Ukraine is aimed at maintaining critical levels of public debt over the medium term. However, its implementation is not provided by the necessary institutions, and there is no regulation of specific procedures and budget operations that direct the public authorities to solve such problems. It is concluded that for our country, it is necessary to adopt and enforce a debt rule, which

© Кудряшов В. П., 2019

will not only be aimed at reducing the level of government and guaranteed debt but also provide budget support for inclusive growth.

Key words: public debt, structure of government debt, fiscal rules, fiscal risks, government borrowing, yield of government bonds, repayment and servicing of debt.

JEL classification: F34, H58, H63.

Кудряшов В. П.

доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки и техники Украины, заведующий отделом государственных финансов НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ С УЧЕТОМ ФИСКАЛЬНЫХ ПРАВИЛ

Аннотация. Проведен анализ управления государственной задолженностью Украины с учетом задач сбалансирования целей финансовой стабильности и экономического роста. Определено, что динамика государственного и гарантированного государством долга характеризуется тенденцией к увеличению, в его структуре преобладают внешние заимствования, растут объемы обслуживания долга, показатели платежей по государственному долгу имеют тенденцию к снижению, однако для отдельных периодов остаются значительными. Сделаны выводы, что стратегия по увеличению доли долга в национальной валюте не учитывает отрицательного влияния на обеспечение финансовой стабильности и создание условий для ускорения экономического роста. Предложено ввести долговое правило, которое будет не только преследовать цель снижения уровня задолженности, но и предусматривать бюджетную поддержку инклюзивного развития Украины.

Ключевые слова: государственный долг, структура государственной задолженности, фискальные правила, правило долга, фискальные риски, государственные заимствования, доходность государственных облигаций, погашение и обслуживание долга.

Подолання фінансової кризи (2007–2008 рр.) у більшості країн світу здійснювалося з використанням ряду заходів. Значна увага приділялася проведенню фіскальної політики. З метою призупинення негативних процесів у економічній сфері, регулювання сукупного попиту, забезпечення фінансової стабільності, недопущення поглиблення кризових явищ, підтримки державних корпорацій, фінансового сектору уряди вдалися до запровадження значних змін у сфері державних фінансів. Збільшилися обсяги видатків сектору загального державного управління (СЗДУ) за одночасного зниження доходів, що призвело до зростання бюджетних дефіцитів. Розширення підтримки державних корпорацій та фінансового сектору спричинило збільшення дефіцитно-боргового коригування, що вимагало залучення значних додаткових ресурсів понад фінансування бюджетного дефіциту. Наслідком таких змін стало накопичення державної заборгованості. Тому в період відновлення найбільш актуальними виявилися питання подолання глибоких дисбалансів у фіскальній сфері. Одним із дієвих механізмів розв'язання таких завдань є застосування фіскальних правил, зокрема правила боргу.

Питання управління державними фінансами розглядаються у працях багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців, таких як Т. І. Єфименко [1], Т. П. Богдан [2], С. С. Гасанов [3], А. Шехтер, А. Вебер [4], Дж. Копітс та ін.

Значна увага проблемам управління публічною заборгованістю приділяється міжнародними фінансовими організаціями, а також експертами Єврокомісії.

Метою статті є аналіз управління державним боргом України та розроблення заходів підвищення його результативності із застосуванням боргового правила.

Згідно з оновленою версією керівних принципів управління державним боргом, розробленою МВФ і Світовим банком, таке управління визначено як процес розроблення та реалізації стратегії управління державною заборгованістю (що виникає у зв'язку із залученням необхідного обсягу ресурсу урядом) за умов дотримання мінімальної вартості обслуговування в середньо- та довгострокові періоди, а також неперевикнення прийнятної рівня ризику [6]. Уряди мають спрямовувати свою діяльність на забезпечення стійкого рівня державної заборгованості, а також керуваних темпів її динаміки, можливостей обслуговування боргу за різних обставин, включаючи потрясіння на економічних та фінансових ринках, водночас досягаючи прийнятих цілей стосовно витрат і ризиків. Основною метою управління публічним боргом визначено забезпечення потреб уряду в покритті бюджетних витрат, а також погашенні запозичень за низької вартості фінансування та прийнятних ризиків протягом середньострокового періоду.

Бюджетне фінансування охоплює ряд операцій: мобілізацію доходів, залучення ресурсу на основі запозичень, отримання надходжень від приватизації, проведення активних операцій у рамках державного бюджету (продаж державних цінних паперів, відкликання бюджетних коштів із депозитів, використання ресурсу єдиного казначейського рахунку тощо). Ресурс за умов запозичень, як правило, залучається з метою покриття бюджетного дефіциту, а також здійснення операцій дефіцитно-боргового коригування¹. Боргове фінансування забезпечує ту частину ресурсу, що не покривається шляхом залучення неборгових джерел (які мобілізуються за рахунок збільшення доходів, надходжень від приватизації, проведення активних операцій та ін.).

За оцінками фахівців МВФ [8], протягом останнього десятиріччя фіскальна політика (у відповідь на руйнівні впливи глобальної фінансової кризи) у більшості країн переважно спрямовувалася на забезпечення макроекономічної стабільності шляхом нарощування державної заборгованості (показники якої досягнули "історичних піків"). Наступне фіскальне коригування характеризувалося переходом до утримання нейтральної фіскальної позиції (розвинуті країни) або використанням високих дефіцитів (у країнах із ринками, що формуються, та у державах, які розвиваються). Тому державна заборгованість продовжувала значно перевищувати рівні, котрі спостерігалися до глобальної фінансової кризи. Світова економіка вступила в період уповільнення темпів економічного зростання та загострення ризиків у економічній сфері через посилення напруженості в міжнародній торгівлі, політичну не-

¹ Дефіцитно-боргове коригування відображає бюджетні операції, що призводять до зростання змін державної заборгованості внаслідок фінансування державних корпорацій у періоди криз, проведення приватизації державного майна, коливань курсу національної валюти, внесення змін до обліку бюджетних операцій та ін. [7].

визначеність і волатильність на фінансових ринках. Водночас державний борг зберігається на рівні, що встановився у періоді рецесії, а його динаміка не має стійкої тенденції до зниження (табл. 1).

Рівень державної заборгованості у світі істотно зріс порівняно з докризовим періодом та (за прогнозами) накопичуватиметься у середньостроковому періоді. Високі її показники спостерігаються у країнах з розвинутою економікою, де відстежується знижувальна тенденція, проте темпи її є незначними й нестійкими. У євроні стрімке зростання державного боргу відбувалося у 2009–2010 рр., до 2014 р. тривало його збільшення (за умов нижчих темпів), а зменшення почалося з 2015 р. Однак рівень державного боргу залишається високим (за прогнозами, у 2024 р. він перевищуватиме докризові показники (2007 р.) на 10,7 в. п. [9]. Для країн з ринками, що формуються, та держав із середніми доходами показники заборгованості також зростали (у державах Європи вони становили близько 30 %), хоч і були значно нижчими, ніж у розвинутих країнах.

Тягар боргового навантаження обмежує проведення органами державного управління активної фінансової політики щодо прискорення економічного зростання та вирішення соціальних проблем. Водночас погіршення фінансових умов, а також загострення ризиків фінансової стійкості стали причинами зростання витрат за позиками у країнах з розвинутою економікою та державах, що розвиваються. У державах з ринками, які формуються, відзначаються вищі рівні обслуговування запозичень. Тому фіскальна політика має спрямовуватися на збалансування цілей зростання та стійкості.

В Україні протягом останніх років зростає загальна сума державної заборгованості. З 2014 до 2019 р. вона збільшилася на 87,76 % (табл. 2). Проте рівень боргу відносно ВВП має тенденцію до зниження (у 2016 р. він досягав 80,90 %, а у 2018 р. – 60,93 %).

Найбільш значним приріст державного та гарантованого боргу (до суми попереднього року) виявився у 2015 р. (42,82 %). Водночас темпи накопичення боргового навантаження мали знижувальний характер, а для 2019 р. (станом на 31 серпня) вони виявилися від'ємними (–4,96%). У 2015 р. різко зменшився приріст державного та гарантованого боргу (на 45,45 в. п.) виключно за рахунок зниження державної заборгованості (на 77,43 в. п.) за умов накопичення гарантованого державою боргу (на 7,02 в. п.) (рис. 1).

Зростання загальної заборгованості у 2015 р. було досягнуто за умов зменшення державного боргу, водночас гарантовані зобов'язання зростали. Для 2016 р. характерним виявилось значне збільшення державного боргу за неістотного зростання гарантованої заборгованості. У 2017 р. збільшувався як державний, так і гарантований борг, проте вищими темпами – саме державний борг. У 2018 р. відбувся несуттєвий приріст загального обсягу заборгованості (внаслідок незначного збільшення як державного, так і гарантованого боргу). У 2019 р. спостерігається зниження загальної заборгованості за рахунок неістотного зменшення як державного, так і гарантованого боргу.

Темпи змін загального обсягу державної заборгованості знижувалися. Водночас фактори, що впливали на таку динаміку, виявилися різними. У 2015 р.

Таблиця 1
Динаміка показників загального боргу СЗАУ, % ВВП

Країни	Факт											Прогноз			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
Світ у цілому	79,7	78,4	78,7	79,8	82,9	81,7	82,0	82,9	83,0	83,2	83,4	83,4	83,5		
Розвинуті країни	106,6	105,1	104,6	104,2	106,7	104,6	103,6	104,0	103,7	103,7	103,6	103,6	103,6		
у т. ч.: еврозона	89,7	91,6	91,8	89,9	89,1	86,8	85,0	83,6	81,8	80,2	78,6	77,2	75,7		
Країни з ринками, що формуються, та держави з середнім рівнем доходів	37,5	38,7	40,8	43,9	46,8	48,5	50,8	53,4	55,1	56,8	58,4	59,8	61,2		
у т. ч.: Європа	25,7	26,6	28,7	31,0	31,9	30,2	29,4	29,6	29,4	29,6	30,0	30,5	30,8		

Складено за: Fiscal monitor. Curbing Corruption / International Monetary Fund. 2019. April. URL: <https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/April/English/text.ashx>.

Таблиця 2
Динаміка показників державного та гарантованого державою боргу України, млрд грн

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (31 серпня)
Загальна сума заборгованості	1100,83	1572,18	1929,81	2141,82	2168,45	2066,92
у т. ч.: державний борг	947,03	1134,27	1650,83	1833,71	1860,29	1811,7
Гарантований борг	153,8	237,91	278,98	308,11	308,16	255,22

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

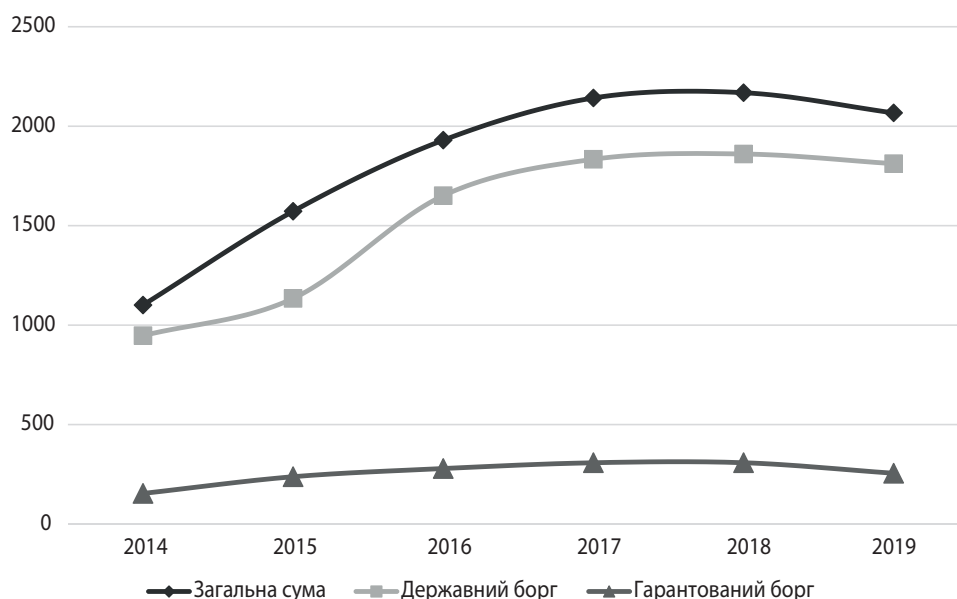


Рис. 1. Динаміка показників державного та гарантованого державою боргу України на 31 серпня 2019 р., млрд грн

Розраховано та складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

зменшення темпів зростання було досягнуто за рахунок нижчих приростів державного боргу (за умов збільшення гарантованих зобов'язань). Для 2016 р. зниження темпів зростання загального боргу забезпечено за рахунок зменшення темпів зростання гарантованого боргу. Що ж до 2017–2019 рр., то їх динаміка визначалася знижувальними тенденціями як державної, так і гарантованої державою заборгованості (рис. 2).

Динаміка показників державного та гарантованого державою боргу визначалася зростанням як внутрішньої (включаючи зобов'язання за державними запозиченнями та гарантовані позики), так і зовнішньої заборгованості з переважанням останньої. Величина зовнішніх запозичень перевищувала суму внутрішніх позик (у 2014 р. – на 5,43 %, у 2015 р. – на 64,62, у 2016 р. – на 46,15, у 2017 р. – на 43,39, у 2018 р. – на 44,42, у 2019 р. – на 23,65 %). Найбільшою така різниця виявилася для 2018 р. (зовнішні борги переважали внутрішні на 338,11 млрд грн і становили 59,09 % всієї суми заборгованості). Лише для 2019 р. характерне помітне зменшення такої різниці, проте зовнішня заборгованість продовжує переважати (дорівнює 55,28 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу) (рис. 3).

У структурі державного та гарантованого державою боргу (за ознакою прямої та непрямой заборгованості) переважала державна заборгованість. Щодо гарантованого боргу, то його частка (у загальній сумі заборгованості) досягала 14–14,5 %. Лише у 2015 р. її показник перевищив 15 %. Водночас для 2019 р. його рівень становив 12,35 %.

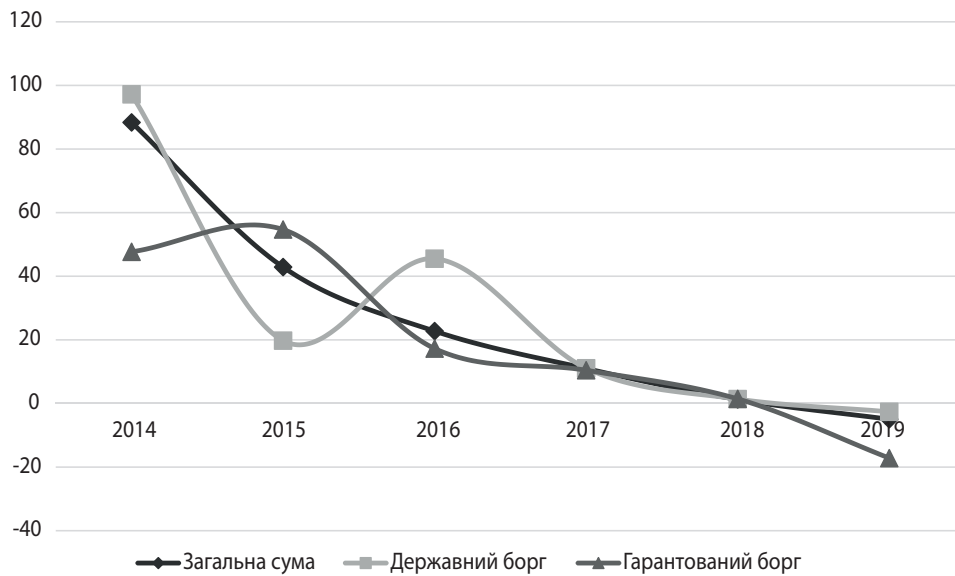


Рис. 2. Темпи змін обсягів державного та гарантованого державою боргу України та його складових, % до попереднього року

Розраховано та складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

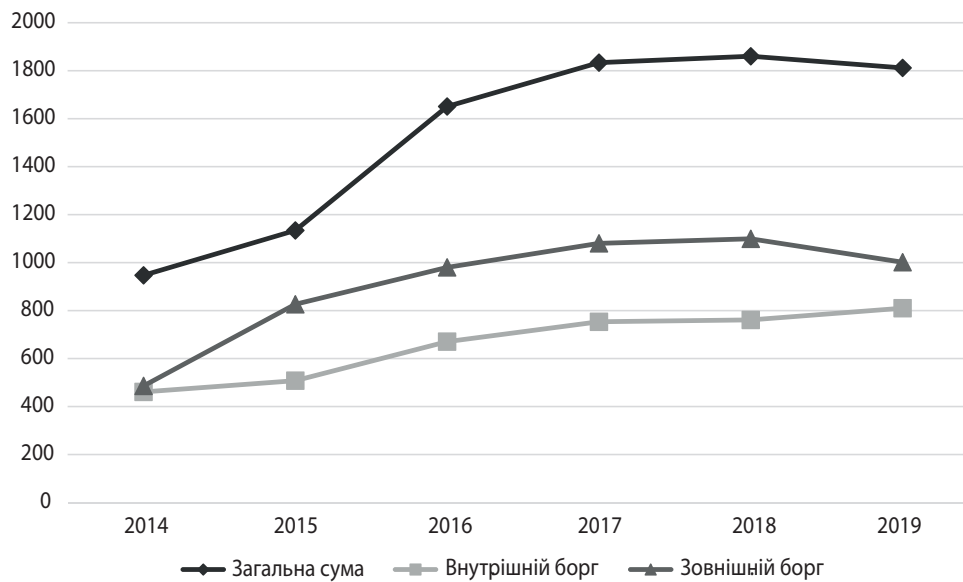


Рис. 3. Динаміка показників структури державного та гарантованого державою боргу на 31 липня 2019 р., млрд грн

Розраховано та складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

Для державного боргу також характерне переважання зовнішньої заборгованості. Її частка в його загальній сумі у 2014 р. становила 51,32 %, а у 2015 р. вона стрімко зросла (до 72,85 %). Протягом 2017–2018 рр. ця частка дорівнювала, відповідно, 59,38 та 59,09 %. І лише починаючи з 2019 р., цей показник почав зменшуватися, проте зовнішня заборгованість все одно переважає у фінансуванні державного боргу (55,29 %) (рис. 4).

За прогнозами Міністерства фінансів України, обсяги платежів із погашення та обслуговування державного боргу з 2019 до 2045 р. буде зменшено з 477,94 млрд грн у 2019 р. до 16,23 млрд грн у 2045 р. Вагомих змін прогнозовано досягнути уже до 2030 р. (табл. 3).

Сума платежів за державним та гарантованим державою боргом має тенденцію до зменшення за рахунок зниження платежів як з погашення, так і з обслуговування боргу. Швидкими темпами вона скорочуватиметься до 2022 р. Для 2023 р. відзначається її зниження невисокими темпами, у 2024 р. прогнозовано доволі суттєве (на 24,03 % відносно показника 2022 р.) зростання (суто через збільшення платежів, що спрямовуються на погашення державних боргових зобов'язань, – на 48,15 % відносно суми у 2023 р.), а надалі величина платежів характеризуватиметься стійкою тенденцією до зниження (рис. 5).

Загальні обсяги погашення державного боргу України також мають тенденцію до зменшення. Проте воно здійснюватиметься нерівномірно. Різке зниження загального обсягу платежів передбачено до 2022 р. (переважно за рахунок зменшення платежів за внутрішніми зобов'язаннями). Надалі їхні обсяги зростають (під впливом скорочення як державних, так і гарантованих зобов'язань). Починаючи з 2025 р., знову відзначається зменшення обсягу платежів, що ґрунтується на скороченні витрат як з погашення, так і з обслуговування позик (рис. 6).

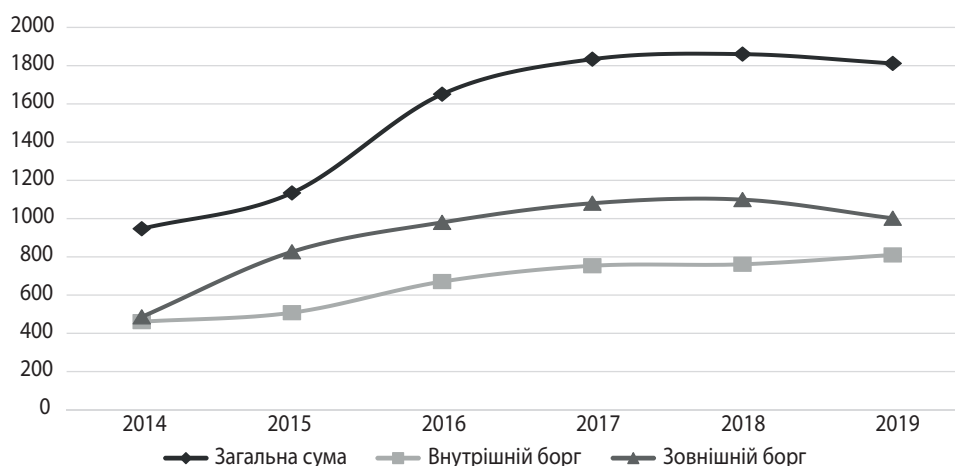


Рис. 4. Динаміка показників структури державного боргу України, млрд грн

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

Таблиця 3

Прогнозні платежі за державним боргом станом на 31 серпня 2019 р., млрд грн

Показники	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Платежі за державним боргом, усього	477,94	392,70	292,98	211,86	207,93	257,11	221,33	191,00	149,84	157,62	117,12	94,13
Погашення	353,44	265,97	183,16	115,58	119,09	176,43	151,23	129,52	96,59	111,00	78,60	58,80
Обслуговування	124,50	126,73	109,82	96,28	88,84	80,68	70,10	61,48	53,25	46,62	38,58	35,33
Платежі за внутрішнім боргом	341,0	211,27	129,15	75,01	73,80	83,17	87,44	53,03	56,27	61,46	52,28	62,66
Погашення	264,99	137,22	70,16	25,00	27,29	39,97	48,61	18,57	23,46	31,26	24,52	37,05
Обслуговування	76,01	74,05	58,99	50,01	46,51	43,20	38,83	34,46	32,81	30,20	27,76	25,61
Платежі за зовнішнім боргом	136,94	181,43	163,83	136,85	134,13	173,94	133,89	137,97	93,57	96,16	64,84	31,47
Погашення	88,45	128,75	113,00	90,58	91,80	136,46	102,61	110,95	73,13	79,74	54,08	21,75
Обслуговування	48,49	52,68	50,83	46,27	42,33	37,48	31,27	27,02	20,44	16,42	10,76	9,72

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavu-borg>.

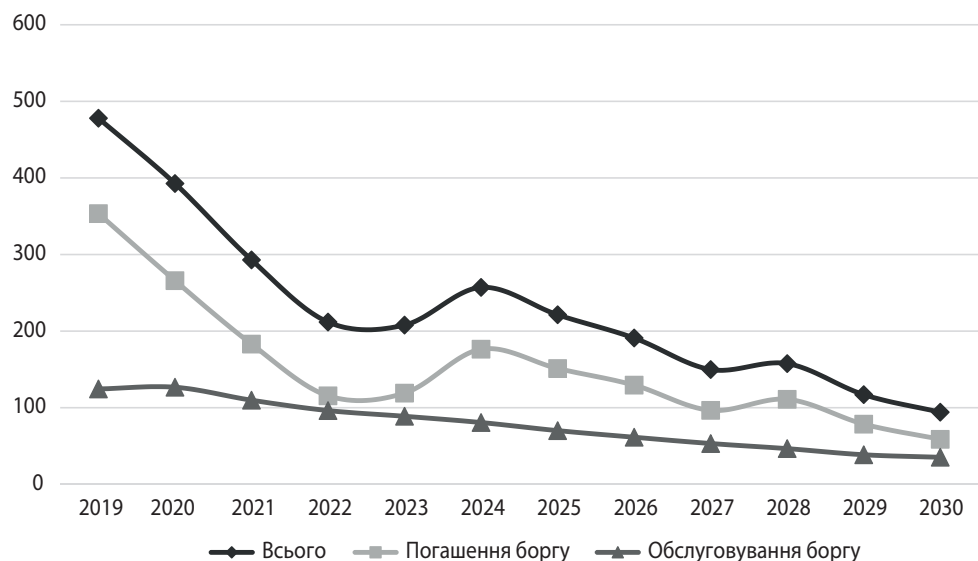


Рис. 5. Динаміка показників платежів за державним боргом, млрд грн

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

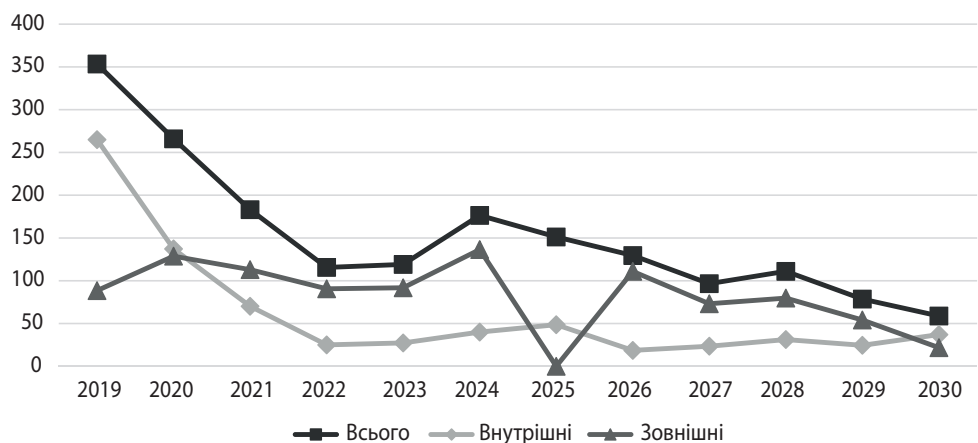


Рис. 6. Динаміка показників погашення державного боргу України на 31 серпня 2019 р., млрд грн

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

У 2019–2020 рр. платежі з обслуговування заборгованості за державними зобов'язаннями будуть перевищувати обсяги, що спрямовувалися на обслуговування державного боргу у 2018 р. (115,43 млрд грн), у 2019 р. – на 6,07 млрд, а у 2020 р. – на 11,3 млрд грн. Величина виплат за внутрішніми платежами значно більша за витрати на обслуговування зовнішніх запозичень (попри те, що частка зовнішньої заборгованості у структурі державного боргу є вищою, ніж внутрішньої: у 2018 р. вона становила відповідно 59,09 %). Починаючи з

2021 р. прогнозується істотне зниження витрат на обслуговування державних запозичень (у 2030 р. їхні обсяги мають зменшитися порівняно з показником 2019 р. на 71,62 %). Зниження навантаження на видатки державного бюджету буде забезпечено за рахунок зменшення обсягів як внутрішніх, так і зовнішніх виплат. Водночас виплати за зовнішніми зобов'язаннями будуть зменшуватися швидшими темпами (особливо з 2025 р.), порівняно з внутрішніми¹ (рис. 7).

Аналіз управління державним та гарантованим державою боргом (2014–2019 рр.), а також платежів із його погашення й обслуговування (2019–2030 рр.) дає підстави зробити такі висновки.

1. Динаміка обсягу державного та гарантованого державою боргу протягом останніх років мала тенденцію до зростання. Лише у 2019 р. виявилися позитивні зміни: з травня до серпня загальна сума державної заборгованості зменшилася (відносно показника 2018 р.) на 4,68 %.

2. Протягом 2014–2018 рр. переважав приріст гарантованої заборгованості, порівняно з державними запозиченнями (100,36 % проти 96,43 %). Натомість темпи змін зазначених складових були нерівномірними (різке зниження темпів динаміки державної заборгованості у 2015 р. супроводжувалося зростанням гарантованого боргу, а у 2016 р. спостерігалися протилежні тенденції).

3. З точки зору поділу загальної заборгованості (державних і гарантованих державою запозичень) на внутрішні й зовнішні вищими виявилися показники зовнішніх зобов'язань, частка яких переважала у загальній сумі.

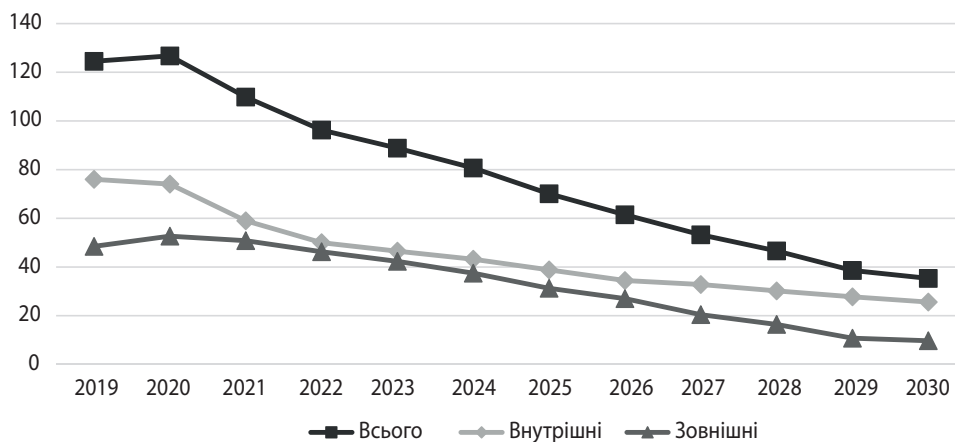


Рис. 7. Динаміка платежів з обслуговування державного боргу України на 31 серпня 2019 р., млрд грн

Складено за: Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

¹ Згідно зі Звітом про виконання Програми управління державним боргом за 2018 рік, за підсумками року було забезпечено утримання обсягу державного боргу в межах його граничного рівня (визначеного законом про державний бюджет на 2018 рік). При цьому частка внутрішньої заборгованості досягнула 40,9 % (програмний показник – 33,7 %), що відповідає положенням Стратегії [11].

4. Для 2019 р. характерна тенденція зростання показників внутрішнього боргу та скорочення зовнішньої заборгованості. Такі самі зміни виявилися й для динаміки державної заборгованості.

5. Утримання високого рівня державної заборгованості стало наслідком накопичення платежів із їх погашення та обслуговування в майбутні періоди.

У Середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки (далі – Стратегія) основною метою визначено “залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків” [12]. До основних цілей управління державним боргом віднесено: 1) збільшення частки державного боргу в національній валюті; 2) продовження середнього строку до погашення й забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу; 3) залучення довгострокового пільгового фінансування; 4) продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше удосконалення політики управління державним боргом.

Водночас у Стратегії не містяться положення щодо необхідності зменшення або стримування накопичення державної заборгованості. А прогнозні показники (розд. 4.2 “Поточні прогнози та висновки за результатами аналізу боргової стійкості”) вказують на продовження зростання державного боргу (за підсумками 2022 р. його обсяг порівняно з 2019 р. зросте на 15,50 %). Доволі значну увагу приділено питанням структури державного боргу, його погашенню й обслуговуванню, характеристиці ризиків державної заборгованості. Зокрема, наголошується, що видатки держбюджету з обслуговування загального державного боргу мають тенденцію до збільшення (з 2015 до 2018 р.), вартість обслуговування державного боргу (як внутрішнього, так і зовнішнього) є зависокою. Водночас заходи та шляхи досягнення цілей управління державним боргом України (розд. 3) не передбачають конкретних практичних механізмів, спрямованих на зниження рівня дохідності державних запозичень.

В Україні необхідне використання ряду механізмів управління державним боргом, до яких належать: недопущення подальшого зростання дефіцитно-боргового коригування; внесення змін до структури державних запозичень із метою збільшення термінів їх погашення; застосування раціональнішої структури запозичень за валютами погашення; запровадження заходів щодо зниження рівня дохідності державних зобов'язань (як на внутрішньому, так і на зовнішніх фінансових ринках); обмеження обсягів розміщення державних запозичень у центральному банку, а також у держбанках; зменшення запозичень, а також покращання управління їх обслуговуванням; підвищення ефективності використання державних гарантій; збільшення надходжень від приватизації державного майна; спрямування активних операцій на залучення додаткового ресурсу (шляхом відкликання коштів з депозитів); створення буферів (у періоди економічного зростання) для фінансування дискреційних заходів, що мають на меті стабілізацію державних фінансів у періоди рецесій.

На особливу увагу заслуговує питання використання боргового правила з метою підвищення якості управління державними борговими зобов'язаннями

в Україні¹. Бюджетним кодексом України передбачено, що показники державного та гарантованого державою боргу не повинні перевищувати 60 % ВВП (ст. 18, ч. 2)². Регламентуються також показники місцевого та гарантованого місцевими громадами боргу, які не повинні перевищувати 200 % (для м. Києва – 400 %) середньорічного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку (без урахування місцевих запозичень та капітальних трансфертів з інших бюджетів).

Такі норми мають довгостроковий характер і націлюють уряди на недопущення перевищення зазначеного індикатора. Проте у практичній площині вони виявилися непрацюючими через брак необхідних інститутів, наділених повноваженнями з моніторингу та контролю за його виконанням. Не передбачено також застосування конкретних процедур та бюджетних операцій, необхідних для імплементації індикатора. Зокрема, не міститься положень щодо заходів реагування у випадках перевищення встановленого ліміту боргу, не визначено порядку дій уряду за умов наближення до критичних рівнів заборгованості³, відсутні конкретні правила щодо врахування боргового накопичення для внесення змін до бюджетного планування тощо.

Крім того, у Бюджетному кодексі України є положення, що фактично не дає змоги віднести зазначене боргове обмеження до фіскального правила за термінами дії. Зокрема, згідно з п. 1 ст. 18, “граничний обсяг державного (місцевого) боргу і гарантованого державою боргу, граничний обсяг надання державних (місцевих) гарантій визначаються на кожний бюджетний період законом про Державний бюджет України (рішенням про місцевий бюджет)”. Такий порядок переведення лімітування боргу за термінами із середньо- та довгострокового періодів на щорічне коригування не повною мірою відповідає вимогам до фіскального правила: за термінами воно має діяти не менше трьох років⁴. Слід також звернути увагу на те, що обмеження поширюється не на СЗДУ в цілому, а лише на центральний бюджет, а також борги місцевих громад (наднаціональні правила в ЄС запроваджені для загального уряду). Доцільним є внесення змін до нормативної бази, спрямованих на застосування фіскальних правил на основі структурного балансу [16].

¹ З метою підвищення якості фіскальної політики в Україні запропоновано запровадити пакет фіскальних правил, що включає правило боргу. *Див.:* [13].

² “Загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 відсотків річного номінального обсягу валового внутрішнього продукту України. У разі очікуваного перевищення цієї граничної величини Кабінет Міністрів України невідкладно звертається до Верховної Ради України за дозволом на тимчасове перевищення такої граничної величини та подає для схвалення план заходів з приведення загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу до встановлених вимог” [14, ст. 18, ч. 2].

³ У Польщі з метою реагування уряду стосовно дотримання обмеження боргу в 60 % ВВП застосовуються проміжні показники, за досягнення яких передбачено застосування заходів, спрямованих на стримування заборгованості [15].

⁴ За визначенням експертів МВФ, бюджетні обмеження належать до фіскальних правил за умов, що вони є обов’язковими до виконання за термінами не менше трьох років [16].

З метою покращання управління державним боргом в Україні Стратегією передбачено збільшення частки державного боргу в національній валюті. Такі заходи спрямовуються на обмеження впливу валютних ризиків на динаміку показників державної заборгованості. Але слід звернути увагу, що в нашій країні склалася доволі специфічна система здійснення операцій з використанням внутрішніх зобов'язань (табл. 4).

На внутрішньому ринку розміщення державних зобов'язань здійснювалося з номінацією їх у національній та зарубіжних валютах (див. табл. 4). Лєвова їхня частка припадала на ОВДП, номіновані у гривні. З 2012 до 2016 р. відзначалася тенденція до зростання показників розміщення ОВДП. Для 2017–2018 рр. характерним стало їх зменшення (для 2018 р. – доволі значне), а також зниження рівня їхньої дохідності. Проте у 2019 р. (січень – вересень) обсяги емісії ОВДП стрімко збільшилися (відносно показника 2018 р. майже втричі), а їхня дохідність також суттєво зросла.

Емісія ОВДП, номінованих у національній валюті, використовувалася не лише для залучення ресурсу з метою погашення поточних зобов'язань та бюджетного дефіциту, а й для фінансування витрат на проведення активних операцій, зокрема спрямування вказаного ресурсу на збільшення статутних капіталів державних корпорацій. Піковим виявився 2016 р., коли такий показник досягнув 72,95 % обсягу емісії ОВДП, номінованих у гривні. Ці операції було припинено лише у 2018–2019 рр. Дохідність ОВДП, номінованих в іноземній валюті, мала тенденцію до зниження, проте для 2019 р. характерне її зростання.

В управлінні державними борговими цінними паперами важливого значення набувають питання їх розподілу між різними групами інвесторів. Придбання цінних паперів (як на первинному, так і на вторинному фінансовому ринку) передбачає оплату їхньої ринкової вартості емітенту або покупцю (у разі купівлі на вторинному ринку) та отримання прав на погашення й обслуговування боргу з боку емітента. Коли суб'єкти фінансової діяльності утримують державні облігації у своїх інвестиційних портфелях протягом значного періоду, обмежується їх обіг на вторинному ринку. Тим самим послаблюються ринкові фактори впливу на операції з ОВДП. Водночас концентрація істотних пакетів облігацій у власності окремих вкладників стає основою посилення їхнього впливу на діяльність емітента (у вирішенні питань відстрочення, рефінансування, консолідації, дострокового погашення позик). Проте для емітента спрощуються умови вирішення таких проблем через укладення відповідних угод із власниками значних пакетів боргових цінних паперів, спрямованих на здійснення операцій рефінансування боргу.

Протягом останніх років відбувалися зміни показників вкладень в ОВДП з боку інвесторів (табл. 5). Переважна частка державних облігацій залучалася центральним і комерційними банками (включаючи державні). Починаючи з 2008 р., центральний банк бере активну участь у купівлі ОВДП. Надалі обсяги державних облігацій у портфелі Національного банку України (НБУ) поступово зростали (в окремі роки його частка дещо знижувалася, але потім знову збільшувалася). Для 2016–2019 рр. характерне зростання обсягу емісії облігацій (у 2019 р. його темпи підвищилися).

Таблиця 4

Динаміка показників розміщення ОВДП на внутрішньому первинному ринку

Рік	ОВДП, номіновані у гривні		З них:				ОВДП в іноземній валюті			
	Сума, млрд грн	Середньозважена дохідність, %	Кошти, залучені до бюджету		ОВДП для збільшення статутного капіталу банків		Долар США (до бюджету)		Євро (до бюджету)	
			Сума, млрд грн	Середньозважена дохідність, %	Сума, млрд грн	Середньозважена дохідність, %	Сума, млрд грн	Середньозважена дохідність, %	Сума, млрд грн	Середньозважена дохідність, %
2013	65,22	13,13	50,52	12,96	1,40	9,50	5,31	7,63	0,11	4,80
2014	218,05	13,44	67,12	15,24	16,60	7,05	0,79	5,80	0,04	7,50
2015	85,02	13,07	9,98	17,00	3,84	9,50	0,64	8,74	-	-
2016	166,24	9,16	37,03	14,86	121,27	7,36	3,01	7,29	0,14	4,00
2017	103,46	10,47	32,76	15,02	70,70	4,80	1,81	4,80	0,13	3,95
2018	65,13	17,79	65,13	17,79	-	-	3,48	5,97	0,50	4,22
2019 (січень-вересень)	194,82	17,59	194,82	17,59	-	-	3,77	6,18	0,19	4,58

Складено за: Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Національний банк України. URL: https://www.bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx.

Таблиця 5
Динаміка обсягів та структури портфелів ОВДП за суб'єктами вкладень (до 2017 р. юридичні та фізичні особи об'єднані в категорію "інші")

Дата	Усього	Облігації, які перебувають у власності											
		НБУ		банків		юридичних осіб		фізичних осіб		нерезидентів			
		Сума, млрд грн	Частка загальної суми, %	Сума, млрд грн	Частка загальної суми, %	Сума, млрд грн	Частка загальної суми, %	Сума, млрд грн	Частка загальної суми, %	Сума, млрд грн	Частка загальної суми, %		
2007	9,36	-	-	5,60	59,83	Інші				2,21	23,61		
2008	17,61	8,55	48,55	5,37	30,50	3,18		18,05		0,51	2,90		
2009	71,05	42,41	59,69	19,22	27,05	8,92		12,55		0,50	0,71		
2010	136,19	64,23	47,17	53,80	39,51	6,90		5,07		11,26	8,27		
2011	157,63	84,76	53,78	57,74	36,62	10,68		6,77		4,45	2,83		
2012	185,82	105,57	56,81	66,05	35,55	8,76		4,71		5,44	2,93		
2013	457,65	318,13	69,51	93,43	20,42	24,55		5,36		11,97	4,83		
2014	667,56	381,94	57,21	255,47	38,27	23,69		3,55		21,54	4,71		
2015	505,18	389,94	77,19	81,58	16,15	11,19		2,22		22,47	4,44		
2016	667,56	381,94	57,21	255,47	38,27	23,69		3,55		6,46	0,97		
2017	750,27	360,57	48,06	360,80	48,09	22,21	2,96	1,47	0,20	5,22	0,69		
2018	756,06	348,10	46,04	374,74	49,57	20,80	2,75	6,07	0,80	6,35	0,84		
2019 (на 7 жовтня)	821,09	337,06	41,05	350,24	42,66	26,49	3,23	10,37	1,26	96,93	11,80		

Складено за: ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня / Національний банк України. URL: https://www.bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls.

До 2015 р. частка банків у володінні ОВДП мала тенденцію до зростання, а з 2016 р. було взято курс на її зниження. Водночас високою залишається участь банків, зокрема, державних. Зростають вкладення фізичних і юридичних осіб, а також нерезидентів (у 2019 р. залучення капіталу нерезидентів стрімко зросло – більше ніж у 14 разів).

Участь центрального банку в придбанні боргових цінних паперів уряду (на вторинному ринку) призводить до відволікання коштів на підтримку стабільності грошово-кредитної сфери, а придбання їх іншими держбанками стає причиною зменшення операцій з приватним сектором. Слід також зважати на те, що приватні банки беруть участь у купівлі державних цінних паперів з урахуванням можливостей їх рефінансування з боку НБУ під заставу цінних паперів. Тому наслідком розширення кредитування уряду банківською системою в цілому є витіснення приватних інвестицій¹.

З огляду на викладене, запровадження заходів, спрямованих на збільшення внутрішніх запозичень (що віднесено до першочергової цілі Стратегії), справлятиме не лише позитивний, а й негативний вплив на економічний і фінансовий розвиток країни.

Утримання показників державного та гарантованого державою боргу на рівні, установленому Бюджетним кодексом України, потребує застосування належних механізмів імплементації фіскальних правил. Вони мають націлювати уряд не лише на стримування державної заборгованості, а й на розв'язання низки завдань у проведенні фіскальної політики, до яких належать:

- утримання показників дефіциту державного бюджету на рівні, що не провокує необхідності значного збільшення державної заборгованості з метою погашення й обслуговування запозичень;
- недопущення розширення дефіцитно-боргового коригування (фінансування підтримки державних корпорацій та банківського сектору в цілому);
- застосування раціональнішої структури державних запозичень стосовно їх внутрішньої та зовнішньої складових, що не впливатиме негативно на розвиток приватного сектору;
- запровадження механізмів, спрямованих на зниження рівня дохідності державних запозичень (як на внутрішньому, так і на зовнішніх фінансових ринках);
- збільшення надходжень від приватизації державного майна (що дасть змогу забезпечити заміщення державних запозичень);
- розширення розкриття бюджетної інформації та доступу до її отримання всіх зацікавлених осіб (з метою проведення транспарентної фіскальної політики та підвищення довіри громадськості до заходів уряду);
- формування необхідного інституційного забезпечення участі неурядових інституцій у контролі за формуванням і виконанням державного бюджету.

¹ За оцінками експертів НБУ, переспрямування коштів банків на кредитування Уряду України зумовлює заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам і витіснення державними позиками внутрішніх приватних інвестицій [19].

Отже, на підставі викладеного можна зробити такі висновки.

Подолання наслідків економічної кризи та відновлення фінансової стабільності спричинили зростання державної заборгованості у більшості країн світу. За умов уповільнення економічного зростання у посткризовий період значно ускладнилися завдання відновлення боргової стійкості. Фіскальна політика спрямовується на досягнення балансу між цілями стійкості (публічних фінансів) та економічного зростання. Найдієвішим механізмом виконання таких завдань стали фіскальні правила.

В Україні динаміка показників державного та гарантованого державою боргу протягом останніх років мала тенденцію до зростання. Водночас зміни його складових (державної та гарантованої) виявилися нерівномірними, лівова частка державної заборгованості припадала на зовнішні запозичення, зростали видатки з обслуговування боргу (через високий рівень дохідності державних зобов'язань). Наслідком стало збільшення тиску на держбюджет із погашення та обслуговування позик. Показники платежів за державним боргом у середньо- й довгостроковій перспективі (за прогнозами) мають тенденцію до зменшення, проте для окремих періодів залишаються значними у зв'язку з коливаннями погашення заборгованості. Високими є ризики заміщення зовнішніх запозичень внутрішніми, оскільки істотна частка вкладень в ОВДП держбанків є фактором посилення негативних впливів на фінансову стабільність та прискорення економічної динаміки.

Для підвищення результативності управління державним боргом України доцільно запровадити боргове правило, що має спрямовувати уряд на досягнення оптимальних обсягів і структури державної заборгованості, а також на підтримку інклюзивного зростання. Бюджетний кодекс України передбачає дотримання допустимого рівня державного боргу протягом середньострокового періоду. Проте для його імплементації необхідні створення відповідної системи інститутів, а також внесення змін до процедур та бюджетних операцій. Управління боргом має спрямовуватися на забезпечення раціональнішої структури державних запозичень, упровадження програми зниження дохідності державних облігацій, збільшення надходжень від приватизації державного майна, підвищення транспарентності бюджетних операцій, формування інституційного забезпечення участі неурядових інституцій у контролі за формуванням та виконанням державного бюджету.

Список використаних джерел

1. *Iefyutenko T.* Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Фінанси України*. 2016. № 3. С. 7–14.
2. *Bogdan T., Havlik P.* From Fiscal Austerity towards Growth-Enhancing Fiscal Policy in Ukraine. *WIIW Research Report*. 2017. No. 417. April. URL: <https://wiiw.ac.at/from-fiscal-austerity-towards-growth-enhancing-fiscal-policy-in-ukraine-dlp-4189.pdf>.
3. *Гасанов С. С., Кудряшов В. П., Балакін Р. А.* Наднаціональні фіскальні правила та координація бюджетної політики в Європейському Союзі. *Фінанси України*. 2019. № 3. С. 37–55.
4. *Public Financial Management and its Emerging Architecture / ed. by M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazare ; IMF.* 2013. URL: <https://www.elibrary.imf.org/doc/>

- IMF071/20033-9781475531091/20033-9781475531091/Other_formats/Source_PDF/20033-9781475512212.pdf.
5. Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets /ed. by G. Kopits. Palgrave Macmillan UK, 2004. 286 p. URL: <https://www.palgrave.com/gp/book/9781403920850>.
 6. Revised Guidelines for Public Debt Management. IMF Policy Paper. 2014. April. P. 6–11. URL: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2014/_040114.ashx.
 7. Kezber L., Maurer H. Deficit-debt adjustment (DDA) analysis: an analytical tool to assess the consistency of government finance statistics. *European Central Bank. Statistics Paper Series*. 2018. No. 29. November. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sp29.en.pdf>.
 8. Fiscal monitor. Curbing Corruption / International Monetary Fund. 2019. April. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/April/English/text.ashx>.
 9. General government gross debt. Percentage of gross domestic product (GDP) / European Commission, Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/main-tables>.
 10. Державний та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.
 11. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2018 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/ЗВІТ%20по%20Програмі%20удб%202018_FINAL_.pdf.
 12. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 05.06.2019 № 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF>.
 13. Кудряшов В. П. Концептуальні засади розроблення пакета фіскальних правил для України. *Економіка України*. 2019. № 7-8. С. 33–54.
 14. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
 15. Fiscal Rules at a Glance / V. Lledó, S. Yoon, X. Fang, S. Mbaye, Y. Kim ; International Monetary Fund, 2017. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/Fiscal%20Rules%20at%20a%20Glance%20-%20Background%20Paper.pdf>.
 16. Див.: Кудряшов В. П. Застосування фіскальних правил на основі структурного балансу. *Фінанси України*. 2019. № 8. С. 7–25.
 17. Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Національний банк України. URL: https://www.bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx.
 18. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня / Національний банк України. URL: https://www.bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls.
 19. Про вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : рішення Ради Національного банку України. 31.10.2017 № 49-рв. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=58771704>.

References

1. Iefymenko, T. (2016). Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 3, 7–14.
2. Bogdan, T., Havlik, P. (2017, April). From Fiscal Austerity towards Growth-Enhancing Fiscal Policy in Ukraine. *WIIW Research Report*, 417. Retrieved from <https://wiiw.ac.at/from-fiscal-austerity-towards-growth-enhancing-fiscal-policy-in-ukraine-dlp-4189.pdf>.

3. Gasanov, S., Kudrjashov, V., Balakin, R. (2019). Supranational fiscal rules and coordination of budgetary policy in the European Union. *Finance of Ukraine*, 3, 37–55 [in Ukrainian].
4. Cangiano, M., Curristine, T., Lazare, M. (Eds). (2013). *Public Financial Management and its Emerging Architecture*. Retrieved from https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF071/20033-9781475531091/20033-9781475531091/Other_formats/Source_PDF/20033-9781475512212.pdf.
5. Kopits, G. (Ed.). (2004). *Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets*. Palgrave Macmillan UK. Retrieved from <https://www.palgrave.com/gp/book/9781403920850>.
6. International Monetary Fund. (2014, April). *Revised Guidelines for Public Debt Management*. Retrieved from https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2014/_040114.ashx.
7. Kezbere, L., Maurer, H. (2018, November). Deficit-debt adjustment (DDA) analysis: an analytical tool to assess the consistency of government finance statistics. *European Central Bank. Statistics Paper Series*, 29. November. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sp29.en.pdf>.
8. International Monetary Fund. (2019, April). *Fiscal monitor. Curbing Corruption*. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/April/English/text.ashx>.
9. European Commission, Eurostat. (n. d.). *General government gross debt. Percentage of gross domestic product (GDP)*. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/main-tables>.
10. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). *Public and government guaranteed debt*. Retrieved from <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> [in Ukrainian].
11. *Report on the implementation of the public debt management program for 2018*. (n. d.). Retrieved from https://mof.gov.ua/storage/files/3BIT%20no%20Porpami%20y%202018_FINAL_.pdf [in Ukrainian].
12. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2019). *Medium-term public debt management strategy for 2019–2022* (Decree No. 473, June 5). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF> [in Ukrainian].
13. Kudrjashov, V. (2019). Conceptual principles for developing a package of fiscal rules for Ukraine. *Economy of Ukraine*, 7-8, 33–54 [in Ukrainian].
14. Verkhovna Rada of Ukraine. (2010). *Budget Code of Ukraine* (Law No. 2456-VI, July 8). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> [in Ukrainian].
15. Lledó, V., Yoon, S., Fang, X., Mbaye, S., Kim Y. (2017). *Fiscal Rules at a Glance*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/Fiscal%20Rules%20at%20a%20Glance%20-%20Background%20Paper.pdf>.
16. Kudrjashov V. (2019). Application of fiscal rules on the basis of structural balance. *Finance of Ukraine*, 8, 7–25 [in Ukrainian].
17. National Bank of Ukraine. (n. d.). *T-bills on the primary market, monthly*. Retrieved from https://www.bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx [in Ukrainian].
18. National Bank of Ukraine. (n. d.). *T-bills in circulation, on principal, daily*. Retrieved from https://www.bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls [in Ukrainian].
19. Council of the National Bank of Ukraine. (2017). *On the Impact of Government Borrowing and Tax Policy on the State of the Monetary Sector of Ukraine* (Resolution No. 49-pd, October 31). Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=58771704> [in Ukrainian].