

Scientific works of the Poltava State Agrarian Academy. Ser: Economic Sciences. Issue. 4. Volume 3: 31-35. Available at: <https://www.pdaa.edu.ua/sites/default/files/nppdaa/4.3/31.pdf> (Accessed: 11.01.2018).

3. Fesenko, N., 2011. Methodical principles of estimation of investment and innovation attractiveness of the enterprise in modern conditions. *Actual problems of the region's economy development*. Vp. 7 (1). Pp. 276-283. Available at: <http://www.pu.if.ua/depart/Finances/resource/file/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA/2011-1/%D0%A4%D0%B5%D1%81%D0%B5%D0%BD%D0%BA%D0%BE.pdf> (Accessed: 04.01.2018).

4. Taranukha, O.M., 2012. Formation of investment attractiveness of enterprises. *Bulletin of the National Transport University*. № 26 (1). Pp. 524-527. Available at: http://publications.ntu.edu.ua/visnyk/26_1_2013/524-527.pdf (Accessed: 11.01.2018).

5. Lorin M., Hitt, D.J., Wu & Xiaoge, Zhou, 2002. Investment in Enterprise Resource Planning: Business Impact and Productivity Measures. *Journal of Management Information Systems*. Volume 19, Issue 1: 71-98. DOI: 10.1080/07421222.2002.11045716

6. Skrenkovsky, R. M., 2013. Analysis of approaches to assessing the investment attractiveness of industrial enterprises. *Effective economy*. No. 4. Available at: http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/35962/1/14_74-79.pdf (Accessed: 03.01.2018).

7. Stakhurskaya, S.A. and Romanyuk, O.V., 2012. Methodological approaches to assessing the investment attractiveness of an enterprise. *Scientific works of NUKHT*. No. 42. P. 157-163. Available at: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/8782/1/txt.pdf> (Accessed: 03.01.2018).

8. Mykytiuk, P.P., 2013. The main criteria for evaluating the effectiveness of investment and innovation projects. *Economic space*. №71: 125-134.

9. Yaremenko, O.V., 2012. Estimation of economic efficiency of investment of enterprises of consumer co-operation. *Bulletin of the Khmelnytsky National University*. №1: 102-105.

10. Zhdanova, N.A., 2010. Assessment of methods and techniques for determining the effectiveness of investments in energy saving measures. *Science and Economics*. No. 1 (17): 205-205.

11. Degtyar, A.O. and Goncharenko, M.V., 2010. Evaluation of the effectiveness of innovative projects: the methodological aspect. *State building*. № 2. Available at: <http://www.kbuapa.kharkov.ua/e-book/db/2010-2/doc/1/01.pdf> (Accessed: 08.01.2018).

12. Rotheroe, N., Richards, A., 2013. Social return on investment and social enterprise: transparent accountability for sustainable development, *Social Enterprise Journal*, Vol. 3 Issue: 1, pp.31-48. DOI: 10.1108/17508610780000720.

© Русінова Ольга, Жовковська Тетяна
Надійшла до редакції 30.01.2018

УДК 336.27

ТЕРЕС ЮЛІЯ,

здобувач кафедри фінансів,

Київський національний університет ім. Тараса Шевченка

ОСНОВНІ НАПРЯМИ ЗМЕНШЕННЯ БОРГОВИХ РИЗИКІВ У СЕРЕДНЬОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

У статті розглядаються засади формування основних напрямів політики у сфері державного боргу, спрямованих на зменшення боргових ризиків у середньостроковій перспективі. Визначено вплив макроекономічних чинників на формування управлінських рішень у борговій сфері та проаналізовано наслідки заходів, що впроваджуються для підтримки банківського сектора в умовах глобальної економічної кризи. Сформовано прогнозну модель, за допомогою якої представлено оцінку змін політики у сфері державного боргу за різними сценаріями розвитку економіки України в середньостроковій перспективі.

Ключові слова: боргова політика; боргові ризики; модель прогнозування; боргове навантаження; співпраця з МВФ.

Постановка проблеми. Одним з основних завдань уряду в умовах фінансово-економічної кризи є утримання безпечного рівня боргового навантаження на економіку країни. Перевищення допустимого рівня співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП свідчить про збільшення боргових ризиків та загрози для нормального функціонування системи державних фінансів. Обслуговування боргових

зобов'язань української держави з року в рік потребує все більше фінансових ресурсів, що в середньостроковій перспективі може значно ускладнити соціально-економічну ситуацію в Україні.

Боргова політика України є значним викликом для її фінансової системи. Ризики, пов'язані з упровадженням цієї політики, зумовлюють необхідність розробки відповідного комплексу заходів, спрямованих на по-

слаблення боргового тиску. Це потребує проведення подальших наукових досліджень з метою формування системи відповідних дій та управлінських рішень.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження макроекономічного стану різних країн та питань формування боргової політики під час фінансової кризи здійснювали Хав'єр Дебран, Річард Хагес, Марко Бернадіні, Лоренцо Форні та інші, серед українських науковців слід назвати таких учених, як З. С. Варналій, А. С. Гальчинський, Т. П. Вахненко, О. В. Квасниця, С. Л. Лондар, І. О. Лютий, О. Л. Шелест та інші. Вітчизняні вчені зробили значний внесок у розвиток вчення про формування та управління державним боргом. Зокрема І. О. Лютий у своїй роботі зазначав, що проблеми державного боргу мають стати окремим напрямом дослідження у сферах економічного аналізу, прогнозування, фінансового менеджменту й господарського права [1]. До принципів моментів, на які варто звернути увагу при виробленні стратегії боргового управління, слід віднести чітко визначену доступну межу зовнішнього та внутрішнього боргу й витрат на їх обслуговування в структурі державних витрат [2].

Методологія дослідження. Для наукового обґрунтування основних напрямів зменшення боргових ризиків у середньостроковій перспективі застосовувався метод критичного аналізу наукової та методичної літератури, практичного досвіду реалізації боргової політики в Україні.

Мета статті - визначити основні заходи, спрямовані на зменшення боргових ризиків у середньостроковій перспективі та оцінити їх можливий вплив.

Виклад основного матеріалу. Безумовне виконання боргових зобов'язань є основним принципом фінансової політики держави. Такий принцип закріплюється відповідними нормами національного законодавства, що, у свою чергу, забезпечує формування механізмів стабілізації системи державних фінансів. Основними цілями функціонування такої системи та її підсистем є зміцнення державного економічного потенціалу як у середній, так і в довгостроковій перспективі, зменшення вразливості від негативного впливу зовнішніх факторів, що мають потенційні ризики. Формування системного підходу до зменшення боргових ризиків має довгостроковий характер та, з огляду на рівень глобалізації, потребує глибокого вивчення успішного міжнародного досвіду.

На сферу управління державним боргом суттєвий вплив мала світова фінансово-економічна криза, яка розпочалася у 2008 році. Уряди багатьох країн, що розвиваються, які отримали зовнішні позики, сьогодні стикаються з важливим політичним завданням: як управляти валютною політикою, процентною ставкою та ризиками погашення, пов'язаними з цими боргами [3]. Під час фінансової кризи та загострення проблемних питань з погашенням та обслуговуванням державного боргу важливого значення набувають рішення уряду, що застосовуються для регулювання норм фіскальної політики [4]. Багато країн включили граничні розміри державного боргу в рамках своєї середньострокової фіскальної системи. Це дає можливість для оцінки фіскальних ризиків та вивчення їх потенційного впливу на динаміку державного боргу в разі їх реалізації [5].

Утримання безпечного рівня боргового навантаження на економіку є складним завданням для уряду та центрального банку. Порушення боргової стійкості, як правило, супроводжується зростанням витрат державного бюджету, пов'язаних із обслуговуванням державного боргу. Це потребує запровадження нових податків або підвищення ставок чинних податкових платежів.

Також відбувається зростання процентних ставок, що негативно позначається на інвестиційних умовах та спричиняє напруження на фінансових ринках. Проблеми боргової сфери суттєво знижують ефективність інших інструментів державної політики, стають на заваді економічному зростанню [6].

Різне погіршення ситуації у сфері державних фінансів зумовило розробку порядку формування стратегії управління державним боргом [7] та системи контролю за ризиками в управлінні державним боргом [8]. Відповідні документи було прийнято у 2010 та 2012 роках. Такі активні дії уряду є ключовою умовою для переривання кризового ланцюга та подолання економічної невизначеності [9].

Урядові постанови окреслюють систему заходів, спрямованих на зменшення рівня бюджетного, валютного, відсоткового ризиків, а також ризиків ліквідності та рефінансування. Основним органом центральної виконавчої влади, відповідальним за формування та реалізацію боргової політики, є Міністерство фінансів України. Перелік заходів та інструменти реалізації політики з боку Мінфіну визначаються "Програмою управління державним боргом", яка ухвалюється відповідним наказом міністерства на поточний бюджетний період (рік). Цей документ оприлюднюється на офіційному сайті Міністерства фінансів.

Норми законодавства передбачають можливість перегляду цієї програми в разі суттєвих змін на внутрішньому ринку державних цінних паперів та/або облігацій місцевих позик і на світових ринках капіталу в макроекономічній ситуації, бюджетно-податковій, грошово-кредитній та валютній політиці, а також виникнення інших причин, які можуть значно ускладнити або унеможливити її виконання.

Не пізніше ніж за три місяці після закінчення бюджетного періоду Міністерство фінансів України повинно надати звіт про виконання програми управління боргом та оприлюднити його на власному офіційному сайті. Згідно з чинними нормами такий звіт повинен включати інформацію про стан боргу на кінець звітного бюджетного періоду, опис ситуації та основні тенденції на внутрішньому ринку державних цінних паперів і світових ринках капіталу, аналіз змін в макроекономічній ситуації в Україні.

Разом із цим, Мінфін у такому звіті повинен оприлюднити результати оцінки ризиків, пов'язаних з управлінням боргом, станом на кінець звітного бюджетного періоду, а також надати інформацію про здійснення запланованих заходів і досягнення показників, визначених у програмі управління боргом, а також причини та обґрунтування відхилень таких показників.

Питання управління державним боргом є важливим елементом процесу розробки основних напрямів бюджетної політики на наступний рік. Необхідність визначення таких напрямів закріплена у статті 33 Бюджетного кодексу України [10].

Основні елементи формування боргової політики містяться в Бюджетному кодексі України. Цей документ дає визначення таким поняттям, як "гарантований державою борг", "державне заповзичення", "державний борг", "обслуговування державного та місцевого боргу", "погашення державного (місцевого) боргу", "управління державним (місцевим) боргом", "класифікація боргу за типом кредитора та за типом боргового зобов'язання". Також Кодекс визначає основні умови щодо здійснення державних та місцевих заповзичень, управління державним боргом, надання державних гарантій, установлює граничний та загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу.

Результатом управління державним боргом є борговий портфель держави. Погано організовані боргові державні портфелі з точки зору структури, термінів погашення, валют або процентних ставок і значних умовних зобов'язань були одними з істотних чинників виникнення або поширення економічних криз у багатьох країнах. Потужні фінансові кризи часто виникають через надмірне прагнення уряду до використання боргових інструментів, економії на державних витратах, використання короткострокових боргових інструментів або накопичення боргу з плаваючою ставкою. Випуск великих обсягів таких боргових інструментів ставить державні бюджети в сильну залежність від мінливих темпів зростання й умов на фінансових ринках, включаючи зміни кредитоспроможності країни під час рефінансування. Стійкий до шоків борговий портфель дає уряду країни кращу можливість ефективно долати фінансові кризи.

Особливі ризики може створювати частина боргових зобов'язань держави, номінована в іноземній валюті. У разі девальвації національної валюти, видатки на обслуговування такого боргу можуть значно зрости. Знижуючи ризик того, що власний державний борговий портфель стане джерелом нестабільності, обачне управління державним боргом, поряд із належними заходами з управління умовними зобов'язаннями, може зробити фінансову систему країни менш уразливою до ризику.

Ризик державного боргу є можливістю настання події імовірного характеру, що призведе до збільшення витрат бюджету внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування державного боргу, вступу в силу гарантійних зобов'язань, визнання певної суми державним боргом або ж до зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень [11].

Управління державною заборгованістю є одним із ключових факторів забезпечення макроекономічної стабільності в державі [12].

В оцінці боргових ризиків розрізняють три основних рівні. Низький рівень ризику буде визначено в разі, коли всі показники боргового навантаження значно нижчі допустимих значень. Помірний ризик визначатиметься в разі, коли показники боргового навантаження знаходяться нижче від допустимих значень за базовим сценарієм, але стрес-тести показують, що порогові буде порушено, якщо є вплив зовнішніх шоків або є різкі зміни в макроекономічній політиці. Боргові ризики буде визначено високими в разі, якщо один або більше складників системи контролю за ризиками перевищуватимуть допустиме значення за базовим сценарієм і при цьому уряд відчуватиме суттєві труднощі з поверненням раніше отриманих боргів [13].

Інтенсивність запозичень, що здійснювалась урядом України впродовж 2014-2017 рр., призвела до збільшення рівня боргового навантаження на національну економіку. Одним із головних чинників запозичень були значні обсяги грошових ресурсів, які було спрямовано на фінансування бюджету.

Так, упродовж 2016 року обсяг державних запозичень склав 307,7 млрд грн, із них 246,4 млрд грн, або 80,1 %, - внутрішні запозичення і 61,3 млрд грн, або 19,9 %, - зовнішні запозичення. Внутрішні запозичення було спрямовано на фінансування заходів, передбачених статтями 16 та 17 Закону України "Про Державний бюджет України на 2016 рік". За рахунок цього ресурсу було здійснено, зокрема, капіталізацію ПАТ КБ "Приватбанк" - 107,0 млрд грн, ПАТ "Державний експортно-імпортерний банк України" - 9,3 млрд грн, ПАТ "Державний ощадний банк України" - 5,0 млрд грн та надано кредит ФГВФО - 7,9 млрд грн [14-16] (див. рис. 1).

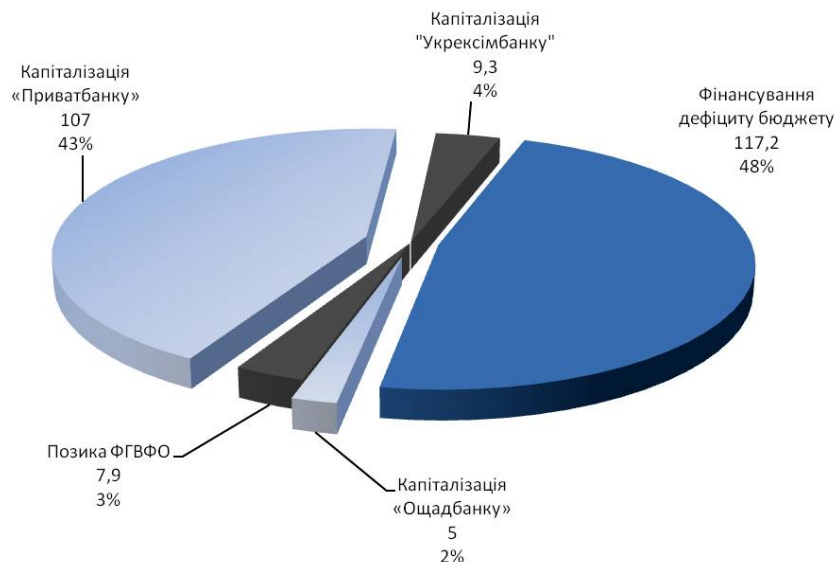


Рис. 1. Структура фінансування Державного бюджету України у 2016 р. за рахунок ОВДП, млрд грн, %
[Джерело: Рахункова палата України].

Кошти від випуску ОВДП у розмірі 117,2 млрд грн, або 47,6 %, загального обсягу внутрішніх запозичень було спрямовано для фінансування дефіциту державного бюджету.

Значним практичним кроком для зменшення боргових ризиків став репрофайлінг (перегляд умов) боргових цінних паперів, що відбувся в жовтні 2017 року. ОВДП, які знаходилися в портфелі Національного банку України в обсязі 219,6 млрд грн були обміняні на

нові боргові папери з довгими термінами погашення. Частина нових ОВДП номінальною вартістю 145,2 млрд грн. має плаваючу ставку, прив'язану до показників інфляції, та є довгостроковими фінансовими інструментами. Близько 74,4 млрд грн випущено з різними строками погашення з фіксованими процентними ставками. Погашення облігацій, за якими було проведено репрофайлінг, відбуватиметься рівномірно - приблизно по 12 млрд грн щороку до 2047 року. Такий підхід до

погашення основної суми боргу дозволить рівномірно розподілити навантаження на Державний бюджет упродовж 30 років [11].

Боргова політика, що здійснювалася у 2014-2017 рр., негативно відобразилася на фінансовій системі та на економіці України в цілому. Головним чинником зростання боргу стало використання боргових інструментів для фінансування дефіциту бюджету та рекапіталізація державних банків. Основним індикатором, який ха-

рактеризує рівень боргового навантаження на економіку країни, є співвідношення державного та гарантованого боргу до ВВП.

В Україні впродовж указанного періоду цей показник зазнав кардинальних змін. За підсумками 2014 року співвідношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП сягнуло безпрецедентно високого рівня - 70,3 відсотка ВВП (див. рис. 2). Такий рівень є порушенням норм Бюджетного кодексу України, який



Рис. 2. Динаміка державного та гарантованого державою боргу впродовж 2008-2018 рр. та рівень співвідношення до ВВП, відс. права шкала.
[Джерело: Мінфін. Казначейська служба України].

визначає граничний рівень співвідношення державного та гарантованого державою боргу на позначці 60 % до номінального ВВП.

У наступних роках боргове навантаження продовжувало збільшуватися. Так, у 2015 році цей показник становив 79,4 %, у 2016 р. - 81,0 %, а за прогнозними розрахунками уряду за підсумками 2017 та 2018 рр. він може становити відповідно 84,4 та 84,6 % до ВВП.

Аналіз структури державного та гарантованого боргу свідчить про суттєве зростання валютного ризику. У період 2011-2016 рр. державний борг, номінований в іноземній валюті, збільшився на 35,8 % - з 44,7 млрд дол. США на кінець 2011 року до 60,7 млрд дол. США на кінець 2016 року. Як свідчать статистичні дані Міністерства фінансів, станом на 30 листопада 2017 року частка державного та гарантованого боргу, номінованого в іноземній валюті, становить 69,7 % від його загального обсягу.

Ураховуючи обсяг виплат за зовнішнім державним боргом, важливим завданням у середньостроковій перспективі є створення умов та вжиття заходів уряду та центрального банку для накопичення золотовалютних резервів. Практичними кроками в цьому напрямі є здійснення структурних реформ та підтримка ефективної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями - Міжнародним валютним фондом, Світовим банком, Європейським банком реконструкції та розвитку.

За даними Національного банку України, у 2018 році обсяг платежів за державним боргом, номінованим в іноземній валюті, становитиме близько 7 млрд дол. США. Приблизно такий самий обсяг виплат в іноземній валюті очікується й у 2019 році (див. рис. 3). Загалом, упродовж 2018-2021 рр. обсяг таких виплат становить більше 25,5 млрд дол. США.

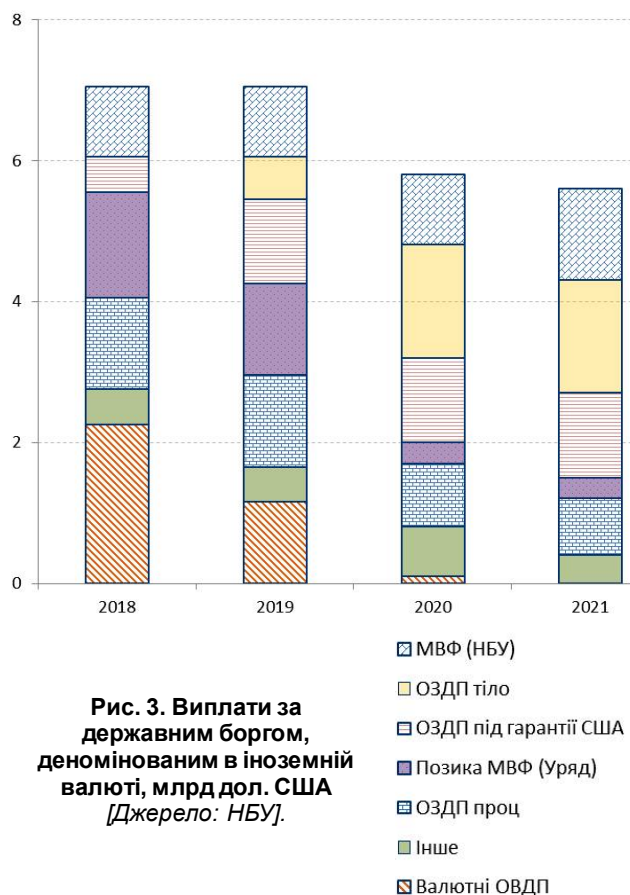


Рис. 3. Виплати за державним боргом, номінованим в іноземній валюті, млрд дол. США
[Джерело: НБУ].

Як помітно, найбільші за обсягом виплати очікують за рахунок погашення боргу перед МВФ, заборгованість перед яким мають і Уряд, і НБУ.

На обсяги виплат з обслуговування державного боргу безпосередньо впливає вартість боргових інструментів. У 2016 році середньозважена відсоткова ставка за розміщеними облігаціями внутрішньої державної позики становила 9,57 %, що на 2,68 % менше, ніж у 2015 році (12,25 %). Середня вартість боргових інструментів у гривнях у 2016 році складала 14,87 %, у доларах США - 7,29 %, у євро - 4 %.

Важливим індикатором рівня ризиків у борговій сфері є рейтинги впливових міжнародних агентств. Упродовж 2015-2016 років суверенні кредитні рейтинги України змінювались декілька разів. Після оголошення про необхідність здійснення правочину з державним та гарантованим державою боргом відповідно до методології міжнародних рейтингових агентств кредитні рейтинги України були понижені до рівня "вибірковий дефолт" (Moody's з "Caa1" до "Ca", Standard & Poor's з "CC" до "SD", Fitch з "C" до "RD", R&I з "CCC" до "CC"). Після проведення реструктуризації та часткового списання державного та гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу кредитні рейтинги України були підвищені всіма рейтинговими агентствами (Moody's з "Ca" до "Caa3", Standard & Poor's з "SD" до "B-", Fitch з "RD" до "CCC", R&I з "CC" до "CCC-") [17].

Збільшення обсягу державного та гарантованого боргу призвело до тяжких наслідків для виконання державного бюджету України. Обслуговування боргових зобов'язань української держави з року в рік потребує значних фінансових ресурсів. Так, якщо у 2012 році на обслуговування державних боргових та гарантованих державою зобов'язань за планом було передбачено 37,0 млрд грн, що складало 2,6 % від ВВП, то у 2017 році цей обсяг збільшився до 120,3 млрд грн або 4,2 % від ВВП.

З метою оцінки наслідків від впровадження низки заходів, спрямованих на зменшення боргових ризиків для фінансової системи України в середньостроковій перспективі, доцільно розробити відповідну математичну модель. Дефініція "модель" розглядається як наблизений аналог досліджуваних об'єктів, явищ і процесів, який відображає сутнісні ознаки та властивості об'єкта, що моделюється, у процесі його пізнання, а також дає нові знання про об'єкт-оригінал [18].

Математичне моделювання виступає як метод прогнозування та може ефективно використовуватися в управлінні в системі фінансово-економічних відносин. Використання математичних моделей дозволяє проникнути в сутність досліджуваних явищ. Математичне моделювання у фінансово-економічній сфері проходить такі етапи:

- прийняття рішення про необхідність моделювання, постановка задачі та кінцевої мети побудови моделі. На цьому етапі слід чітко визначити й сформулювати мету досліджень з урахуванням специфіки об'єкта досліджень;

- побудова математичної моделі;

- дослідження та оцінка наслідків впливу різних факторів на фінансово-економічну систему країни з використанням у побудованій моделі. На цьому етапі можуть застосовуватися, як негативний, так і оптимістичний сценарії розвитку економіки, що дасть можливість покращити якість управління;

- розробка управлінських рішень, необхідних для керування фінансово-економічною системою в середньостроковій перспективі.

Метою здійснення моделювання є оцінка впливу

різних ендогенних та екзогенних факторів на макроекономічному рівні в майбутній середньостроковій перспективі. Із цього випливає необхідність урахування найбільш важливих чинників впливу на фінансово-економічну систему країни, а також програмні та прогнозні документи виконавчої та законодавчої влади країни.

Для побудови моделі було використано окремі прогнозні макроекономічні показники, запропоновані МВФ. Вибір прогнозних даних, підготовлених МВФ, не є випадковим. Основна мета діяльності МВФ полягає в забезпеченні стабільності міжнародної валютної системи - системи обмінних курсів та міжнародних платіжів, що дає змогу країнам взаємодіяти одна з одною. Мандат Фонду було оновлено у 2012 році, щоби включати всі питання макроекономічного та фінансового секторів, що мають відношення до глобальної стабільності. Мандат МВФ полягає в нагляді за міжнародною валютною системою та моніторингу економічних та фінансових змін у політиці 189 країн-членів цієї впливової міжнародної організації.

МВФ консулює ці країни з питань економічної та фінансової політики, які сприяють стабільності, зменшують вразливість до криз, а також сприяють стійкому зростанню та високим стандартам життя. Він також контролює глобальні економічні тенденції та події, які впливають на стан міжнародної валютно-фінансової системи. На додаток до цих заходів нагляду МВФ надає технічну допомогу, щоб зміцнити інституційний потенціал членів та надавати їм доступні ресурси для полегшення корекції в разі кризи платіжного балансу.

Україна після приєднання до МВФ прийняла на себе зобов'язання розглядати свою економічну та фінансову політику в рамках існування міжнародної спільноти. При цьому, як було зазначено вище, МВФ є одним із найбільших кредиторів України.

Відсутність кредитування від МВФ може суттєво змінити макроекономічний сценарій для України. Якщо кошти від МВФ не надходять, то значно виросте вірогідність скорочення міжнародних резервів НБУ, девальвації гривні, прискорення інфляції, зниження середньострокових темпів економічного зростання. Це матиме прямий негативний вплив на фінансовий стан банківського сектора. Тому за відсутності співпраці з МВФ НБУ може бути вимушений вдаватися до рішучих заходів: провадити жорстку монетарну політику для збереження макроекономічної стабільності, а також устанавлювати нові адміністративні обмеження на валютному ринку. Більш негативний сценарій можливий, якщо відсутність програми з МВФ супроводжуватиметься погіршенням зовнішньої кон'юнктури чи ситуації на сході України [19].

Основним елементом моделі для оцінки боргових ризиків, яка охоплюватиме період 2017-2022 рр., є обсяг ВВП України, обрахований фахівцями МВФ та виражений у дол. США. Для обрахування обсягу ВВП України в національній валюті необхідно сформувати прогнозний курс гривні до долара США. Як передбачено прогнозом уряду та Мінекономрозвитку, зростання ВВП у 2018 році має прискоритися до 3 %, а з 2019 року вийти на свій потенційний рівень - 4 % [20].

Якщо припустити, що рівень девальвації буде помірним (не більше 3 % на рік), то обсяг ВВП становитиме: у 2019 р. - 3682,6 млрд грн, у 2020 р. - 4096,3 млрд грн, у 2021 р. - 4582,2 млрд грн, а у 2022 р. - 5100,8 млрд грн. Разом із цим, за другим, песимістичним, сценарієм щодо темпів зростання економіки (замість 4,5 відсотка - 2,5 відсотка на рік) прогнозний обсяг ВВП становитиме: у 2019 р. - 3489,6 млрд грн, у 2020 р. - 3791,4 млрд грн, у 2021 р. - 4119,4 млрд грн, а у 2022 р. - 4475,7 млрд грн.

Після формування показників ВВП та курсу національної валюти до долара США, ми можемо отримати прогнозний обсяг державного та гарантованого державою боргу України. Для цього визначимо основні умови для побудови моделі. По-перше, обсяг фінансування за борговими операціями і, передусім, фінансування дефіциту державного бюджету визначатиметься відповідно до програмних документів Кабінету Міністрів

України [21]. По-друге, структура державного боргу, його валютна складова, залишатиметься в тих самих пропорціях, які зафіксовано на початок грудня 2017 року [22]. По-третє, орієнтовний обсяг надходжень від приватизації становитиме 10 млрд грн щороку.

Таким чином, ми отримуємо результати моделювання, графічне зображення якого представлено на рис. 4.

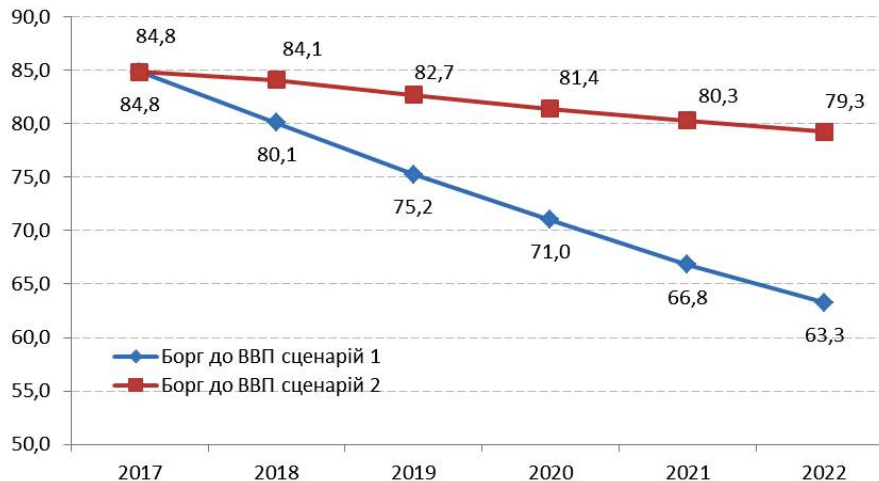


Рис. 4. Прогнозні сценарії реалізації боргової політики України в середньостроковій перспективі, %.

Помітно, що боргові ризики поступово зменшуватимуться. Так, якщо з першим сценарієм у 2018 році рівень співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП становитиме 80,1 %, то у 2022 році цей показник може зменшитися до 63,3 %. За другим, песимістичним, сценарієм, ці показники можуть становити відповідно: 84,1 та 79,3 % від ВВП України.

На основі побудованої моделі ми маємо можливість оцінити вплив заходів, спрямованих на зменшення боргових ризиків у середньостроковій перспективі. Передусім, це зменшення рівня фінансування державного бюджету за борговими операціями. Якщо здійснювати державні запозичення лише в обсягах, що дорівнюють обсягам погашення державного боргу, це дасть можливість зменшити обсяг державного боргу. Разом із тим, можна припустити, що дефіцит державного бюджету все ж таки буде фінансуватися за рахунок запозичень, при цьому його рівень не перевищуватиме 2,5 % ВВП на рік. При цьому не допускається фінансування покриття борговим фінансуванням квазіфіскальних операцій.

Іншим заходом, за рахунок якого можна суттєво зменшити боргові ризики, є зміна структури державного боргу. Так, необхідно поступово зменшувати частку державного боргу, номінованого в іноземній валюті. Темп таких змін може дорівнювати 5 відсоткових пунктів на рік. У період 2018-2022 рр. частку державного боргу, номінованого в іноземній валюті, можна зменшити з 70 до 50 відсотків.

У рамках розробки прогнозної моделі ми можемо припустити, що надання гарантій упродовж 2018-2022 рр. буде здійснюватися в обсягах, що дорівнюють обсягам погашення гарантованого державою боргу. Наприклад, у 2018 році обсяг погашення зовнішнього та внутрішнього гарантованого боргу становить 91,8 млрд грн, у 2019 р. - 72,2 млрд грн, у 2020 - 89,5 млрд грн. За таким принципом зростання обсягу гарантованого державою боргу не відбуватиметься.

Уведення в математичну модель прогнозних по-

казників боргової політики на 2018-2022 рр. дозволяє представити результати обробки даних графічно. Наприклад, за оптимістичним сценарієм рівень співвідношення державного та гарантованого боргу до ВВП може зменшитися з 77,7 % у 2018 році до 53,1 % у 2022 р., а за песимістичним сценарієм цей показник може зменшитися з 81,6 % у 2018 р. до 66,1 % у 2022 р. (див. рис. 5).

Представлені результати демонструють, що за першим сценарієм можливо досягнути показника граничного рівня співвідношення державного та гарантованого державою боргу до номінального ВВП у 2021 році. Важливим завданням у рамках реалізації боргової політики в середньостроковій перспективі є розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів. Недостатня увага держави обумовила вразливість цього ринку до впливу як внутрішніх, так зовнішніх факторів.

Ринок цінних паперів повинен функціонувати з урахуванням завдань, визначених програмними документами Уряду, і як компонент цілісної фінансової системи, синхронізований з банківським сектором. Ефективні механізми управління ліквідністю на внутрішньому ринку державних цінних паперів дозволять зменшити вартість державних запозичень та знизити ризики у сфері державного боргу. Це, у свою чергу, стимулюватиме приплив інвестицій в економіку країни, забезпечить інтеграцію українського фондового ринку у світовий ринок капіталу.

Для забезпечення цього процесу важливо здійснювати результативну імплементацію найкращих європейських стандартів та практик, а також принципів, рекомендованих IOSCO (International Organization of Stockmarket Commissions, Міжнародною організацією регуляторів ринків цінних паперів). Результатом окреслених вище заходів буде підвищення ролі ринку цінних паперів у процесах перерозподілу фінансових ресурсів, їх акумуляції для вирішення пріоритетних економічних завдань, зміцнення фінансового стану країни.

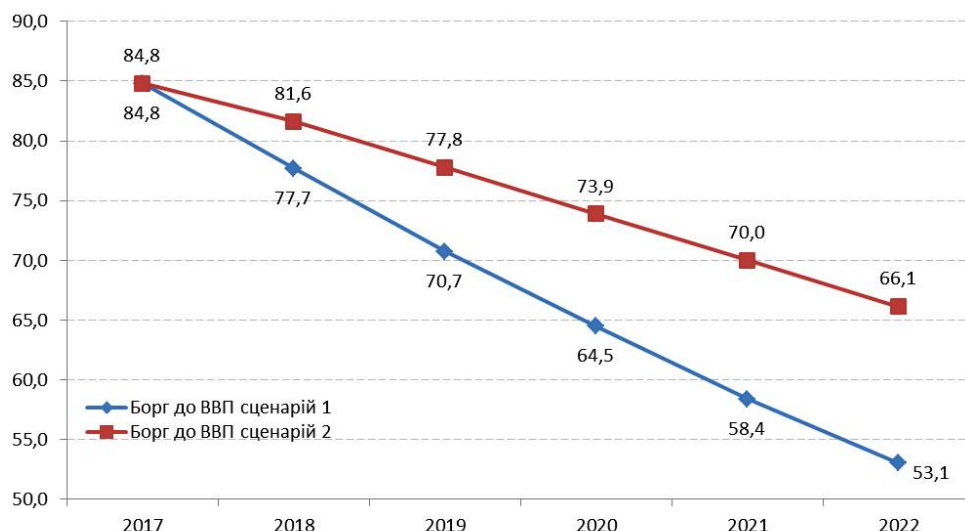


Рис. 5. Прогнозні сценарії боргової політики України в середньостроковій перспективі за умови реалізації заходів зі зменшення боргових ризиків, %.

Висновки та дискусія

З метою підвищення ефективності заходів щодо зменшення боргових ризиків значну увагу необхідно звернути на формування автоматизованої системи, що забезпечує процес управління державним боргом необхідними статистичними даними. При цьому така система повинна регулярно проходити перевірку зовнішнього аудиту, а організація формування та поширення звітності постійно вдосконалюватися. Правові норми в борговій сфері повинні забезпечувати регулярну публікацію даних про стан державного боргу, а також результати державного управління в цій сфері. Публічна оцінка ризиків має велике значення для укріплення довіри не тільки для боргової політики держави, а й для системи державних фінансів у цілому [23].

Також у вказаному напрямі важливо налагодити обмін інформацією між Міністерством фінансів України та Національним банком України. Така співпраця сприятиме необхідній координації під час формування фінансової та грошово-кредитної політики в Україні. Хоча такі завдання визначено в низці нормативних актів України, зазначені цілі не реалізовано у практичній площині.

Ще одним із напрямів зменшення ризиків у сфері державного боргу є налагодження постійного діалогу між Міністерством фінансів України, національними та іноземними інвесторами. Такий діалог потрібен для інформування щодо характеристики боргового портфеля країни й отримання інформації про переваги та очікування інвесторів. Управляючи боргом повинні намагатися надавати інвесторам інформацію про позикові операції, методи обчислення сум державного боргу, показники процентного ризику й ризику рефінансування, структуру в розрізі строків погашення, похідних інструментів та державних гарантій [23].

Слід організувати роботу органів центрального рівня щодо здійснення оцінки впливу ризиків, пов'язаних з умовними зобов'язаннями. Така оцінка може бути складовим компонентом середньострокової стратегії управління державним боргом, яка щорічно розробляється Міністерством фінансів та затверджується урядом.

Умовні зобов'язання являють собою потенційні фінансові вимоги до уряду, які можуть стати реальними вимогами за певних обставин. Це насамперед стосується заходів із підтримки фінансового сектора, державних підприємств або інших органів державного управління. Слід також брати до уваги інші зобов'язання,

такі як підтримка пенсійних фондів, фондів гарантування вкладів фізичних осіб тощо. Досвід показує, що ці умовні зобов'язання можуть бути дуже великими, особливо коли вони передбачають рекапіталізацію банківської системи.

Щоб звести до мінімуму вартість і ризики в середньо- й довгостроковій перспективі, міністерство фінансів та уряд у цілому мають вживати адекватних заходів для створення ефективного ринку державних цінних паперів. Такий ринок допоможе сформувати механізм фінансування державного бюджету без опори на центральний банк. Крім того, сприяючи розширенню ємності й ліквідності ринку державних цінних паперів, Міністерство фінансів спільно з Національним банком та органами державного нагляду, учасники ринку можуть домогтися зниження вартості обслуговування боргу в середньо- й довгостроковій перспективі за рахунок зниження премій за ліквідність.

ЛІТЕРАТУРА

1. Лютій І. О., Зражевська Н. В., Рожко О. Д. Державний кредит та боргова політика України. Київ: Центр учбової літератури, 2008. 352 с.
2. Гальчинський А. С., Варналії З. С., Майстришин В. Я. та ін. Особливості та пріоритети боргової політики України. Аналітична доповідь. Київ: НІСД, 2004. 104 с.
3. Cassard M., Folker-Landau D. Sovereign Debt: Managing the Risks. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/cassard.pdf> (дата звернення: 12.02.2018).
4. Bernardini Marco; Forni Lorenzo. Private and Public Debt: Are Emerging Markets at Risk. *Working Paper* No. 17/6. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/22/Private-and-Public-Debt-Are-Emerging-Markets-at-Risk-44754> (дата звернення: 31.01.2018).
5. Debrun Xavier, Hughes Richard. IMF. Analyzing and managing fiscal risks - best practices. URL: <https://www.imf.org/external/pr/pp/eng/2016/050416.pdf> (дата звернення: 11.01.2018).
6. Удосконалення управління державними фінансами та реформування податкової системи України / ред. Т. І. Єфименко. Київ: ДННУ "Академія фінансового управління", 2015. 446 с.
7. Про затвердження Порядку розроблення Середньострокової стратегії управління державним боргом і контролю за її реалізацією. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/978-2010-%D0%BF> (дата звернення: 22.01.2018).
8. Постанова Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними

ми з управлінням державним (місцевим) боргом" № 815 від 1 серпня 2012 р. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-%D0%BF> (дата звернення: 13.11.2017).

9. Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2010. № 6. С. 14-28.

10. Бюджетний кодекс України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (дата звернення: 01.12.2017).

11. Квасниця О. В. Теоретичні підходи до обґрунтування ризиків державного боргу. *Економічний аналіз*. 2014. Т. 18. № 1.

12. Шелест О. Л. Державний борг України: механізм управління та обслуговування. URL: http://www.economyand-society.in.ua/journal/8_ukr/118.pdf (дата звернення: 04.12.2017).

13. International Monetary Fund "Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users". URL: <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds13ch9.pdf> (дата звернення: 09.11.2017)

14. Постанова Кабінету Міністрів України "Деякі питання забезпечення стабільності фінансової системи". URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/961-2016-%D0%BF> (дата звернення: 03.11.2017).

15. Постанова Кабінету Міністрів України "Про збільшення статутного капіталу публічного акціонерного товариства "Державний експортно-імпорتنний банк України"". URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/33-2016-%D0%BF> (дата звернення: 03.11.2017)

16. Постанова Кабінету Міністрів України "Про забезпе-

чення надання кредиту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб". URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1003-2016-%D0%BF> (дата звернення: 03.08.2017)

17. Звіт Рахункової палати України Про результати аналізу звітності щодо державного та гарантованого державою боргу. Серпень 2017 р. URL: www.ac-rada.gov.ua (дата звернення: 17.11.2017).

18. Омельченко К. Ю. Модель прогнозування економічних показників за двоїстою задачею. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 2 (164). С. 437-441.

19. Звіт Національного банку України про фінансову стабільність. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=60764561> (дата звернення: 17.11.2017).

20. Національний банк України "Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу". URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681> (дата звернення: 11.08.2017).

21. Постанова Кабінету Міністрів України "Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017-2019 роки". URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF> (дата звернення: 14.11.2017).

22. Статистичні показники державного боргу. Міністерство фінансів України. URL: <https://minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka> (дата звернення: 04.12.2017).

23. International Monetary Fund "Revised guidelines for public debt management". URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf> (дата звернення: 08.12.2017).

Терес Юлія,

соискатель кафедры финансов,

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ УМЕНЬШЕНИЯ ДОЛГОВЫХ РИСКОВ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

В статье рассматриваются основы формирования основных направлений политики в сфере государственного долга, направленных на уменьшение долговых рисков в среднесрочной перспективе. Определено влияние макроэкономических факторов на формирование управленческих решений в долговой сфере и проанализированы последствия мер, вводимых для поддержки банковского сектора в условиях глобально-экономического кризиса. Сформирована прогнозная модель, с помощью которой представлена оценка изменений политики в сфере государственного долга по различным сценариям развития экономики Украины в среднесрочной перспективе.

Ключевые слова: *долговая политика; долговые риски; модель прогнозирования; долговая нагрузка; сотрудничество с МВФ.*

Teres Yuliia,

Fellow Applicant of the Finance Department,

Taras Shevchenko National University of Kyiv

THE MAIN DIRECTIONS OF REDUCTION OF DEBT RISKS IN THE MEDIUM-TERM PERSPECTIVE

The principles of forming the main directions of policy in the sphere of public debt, aimed at reducing debt risks in the medium term, are considered. The influence of macroeconomic factors on the formation of administrative decisions in the debt sphere is determined and the consequences of measures implemented to support the banking sector in the conditions of the global economic crisis are analyzed. A forecast model has been formed, which provides an assessment of policy changes in the area of public debt under different scenarios of Ukraine's economic development in the medium-term perspective.

In order to increase the effectiveness of measures to reduce debt risk, considerable attention should be paid to the formation of an automated system that provides the process of managing the public debt with the necessary statistical data. At the same time, such a system should regularly undergo an external audit, and the organization of the formation and dissemination of reporting is constantly improved. Legal norms in the debt area should ensure the regular publication of data on the state debt, as well as the results of public administration in this area. Public risk assessment is of great importance for strengthening trust not only for the state debt policy, but also for the public finance system as a whole.

It is also important in this direction to establish an exchange of information between the Ministry of Finance of Ukraine and the National Bank of Ukraine. Such cooperation will promote the necessary coordination during the formation of financial and monetary policy in Ukraine. Although such tasks are defined in a number of normative acts of Ukraine, these goals are not realized in practical terms.

СХІД № 2 (154) березень-квітень 2018 р.

Another area of reduction of public debt risks is the establishment of a permanent dialogue between the Ministry of Finance of Ukraine and national and foreign investors. This dialogue is needed to inform about the characteristics of the country's debt portfolio and to get information about the benefits and expectations of investors. Debt managers should try to provide investors with information on borrowing transactions, methods for calculating government debt, interest rate and refinancing risk, maturity structure, derivative instruments, and government guarantees.

Central level bodies should be organized in order to assess the impact of the risks associated with contingent liabilities. Such an assessment can be an integral part of the medium-term public debt management strategy, which is developed annually by the Ministry of Finance and approved by the government.

Contingencies represent potential financial requirements for the government, which may become real requirements in certain circumstances. This primarily concerns financial support measures, state-owned enterprises or other public administration bodies. Other commitments, such as the support of pension funds, should also be taken into account. Deposit Guarantee Funds for individuals, etc. Experience has shown that these contingent liabilities can be very large, especially when they involve recapitalization of the banking system.

In order to minimize costs and risks in the medium to long term, the finance ministry and the government as a whole should take adequate measures to create an efficient government securities market. Such a market will help form a mechanism for financing the state budget without relying on the central bank. In addition, by expanding the capacity and liquidity of the government securities market, the Ministry of Finance, together with the National Bank and public oversight bodies and market participants, can reduce the cost of debt servicing in the medium and long term by reducing the premium for liquidity.

Key words: debt policy; debt risks; forecasting model; debt load; cooperation with the IMF.

REFERENCES

1. Lyuty I.O., Zrazhevskaya N.V., Rozhko O.D., 2008. *State Credit and Debt Policy of Ukraine*. Center for Educational Literature, Kyiv, 352 pp. (ukr).
2. Galchinsky, A.S. Varnaliy, Z.S. and Maistrichin V.Ya. et al., 2004. *Peculiarities and Priorities of Ukraine's Debt Policy*. Analytical report. NISS, Kyiv, 104 p. (ukr).
3. Cassard, M. and Folker-Landau, D., 1997. *Sovereign Debt: Managing the Risks*. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/cassard.pdf>
4. Bernardini, Marco; Forni, Lorenzo, 2017. Private and Public Debt: Are Emerging Markets at Risk. *Working Paper* No. 17/6. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/22/Private-and-Public-Debt-Are-Emerging-Markets-at-Risk-44754>
5. Debrun, Xavier and Hughes, Richard, 2016. IMF. *Analyzing and managing fiscal risks - best practices*. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/050416.pdf>
6. Efimenko, T.I., 2015. *Improving Public Finance Management and Reforming the Tax System of Ukraine*. DNU "Acad. Finn. management", Kuiv, 446 pp. (ukr).
7. On Approval of the Procedure for the Development of the Medium-Term Strategy for the Management of State Debt and the Control over its Implementation. Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/978-2010-%D0%BF>
8. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "On Approval of the Procedure for Controlling the Risks Related to the Management of the State (Local) Debt" No. 815 dated August 1, 2012. Available at: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/815-2012-%D0%BF>
9. Vakhnenko, T.P., 2010. Features of the formation of public debt and management of its components during the financial crisis. *Financy Ukrainy*. No. 6: 14-28 (ukr).
10. The Budget Code of Ukraine. Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
11. Kwasnica, O.V., 2014. Theoretical approaches to the justification of public debt risks. *Economic analysis*. Vol. 18. No. 1.
12. Shelest, O.L., 2017. *State debt of Ukraine: management and service mechanism*. Available at: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/8_eng118.pdf.
13. International Monetary Fund "Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users" - Available at: <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds13ch9.pdf>.
14. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "Some issues of stability of the financial system". Available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/961-2016-%D0%BF>.
15. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "On increasing the authorized capital of a public joint-stock company" State Export-Import Bank of Ukraine ". Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/33-2016-%D0%BF>.
16. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "On ensuring the provision of a loan to the Fund for the Guaranteeing of Individual Deposits". Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1003-2016-%D0%BF>.
17. Report of the Accounting Chamber of Ukraine on the results of the analysis of reporting on the state and guaranteed by the state debt. August 2017. Available at: www.ac-rada.gov.ua.
18. Omelchenko, K.Yu., 2015. Model of prediction of economic indicators for a dual problem. *Actual problems of the economy*. №2 (164): 437-441 (ukr).
19. Report of the National Bank of Ukraine on Financial Stability. Available at: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=60764561>
20. National Bank of Ukraine "Key Principles of Monetary Policy for 2018 and the Medium-Term Perspective. Available at: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>.
21. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "On Approval of the Medium-Term Strategy for the Management of the State Debt for 2017-2019". Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>.
22. Statistical Indicators of Public Debt. Ministry of Finance of Ukraine. Available at: <https://minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.
23. International Monetary Fund "Revised guidelines for public debt management" Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>.

© Терес Юлія

Надійшла до редакції 09.02.2018