

УДК 336.27

ПАСІЧНИЙ Микола, к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів
Київського національного
торговельно-економічного університету

ПОЛІТИКА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ*

Висвітлено та розвинуто теоретико-методологічні положення щодо управління державним боргом. Проведено оцінювання впливу основних факторів на динаміку зміни співвідношення державного боргу до ВВП у 2001–2017 рр. Запропоновано підхід до виміру стану боргової безпеки держави на основі розрахунку інтегрального показника з використанням ризик-орієнтованого підходу. Обґрунтовано пріоритетні напрями політики управління державним боргом, враховуючи особливості національної моделі економіки.

Ключові слова: державний борг, управління державним боргом, боргова безпека, дефіцит бюджету, інфляція, валютний курс, економічний розвиток.

Пасечный Н. Политика управления государственным долгом. Раскрыты и развиты теоретико-методологические положения по управлению государственным долгом. Проведена оценка влияния основных факторов на динамику изменения соотношения государственного долга к ВВП в 2001–2017 гг. Предложен подход к измерению состояния долговой безопасности государства на основе расчета интегрального показателя с использованием риск-ориентированного подхода. Обоснованы приоритетные направления политики управления государственным долгом, с учетом особенностей национальной модели экономики.

Ключевые слова: государственный долг, управление государственным долгом, долговая безопасность, дефицит бюджета, инфляция, валютный курс, экономическое развитие.

Постановка проблеми. Питання макроекономічної стабільності, яке є одним з першочергових при розробці та імплементації заходів фінансової політики країни, нерозривно пов'язане з управлінням державним боргом. Збільшення співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту актуалізує пошук рішень щодо стабілізації цього показника і подальшого його зниження. Навіть за умови зменшення значень частки боргу у ВВП залишається дискусійним питання оцінки ступеня впливу факторів на досягнутий результат: це зниження відбулося внаслідок проведення цілеспрямованої політики чи зумовлено трендом економічного розвитку, сприятливою кон'юнктурою або ж інфляційними процесами. Цілком справедливе у цьому контексті питання: Що відбудеться з рівнем державного боргу в подальшому за

© Пасічний М., 2018

* Стаття підготовлена у межах виконання науково-дослідної роботи "Стратегія управління державними фінансами в умовах економічних перетворень" (номер державної реєстрації 0117U000505).

умови уповільнення темпів зростання реального ВВП або ж переходу до економічної рецесії, обумовленої екзогенними чинниками? За сучасних умов існують суттєві боргові ризики, спричинені високою часткою зовнішнього державного боргу, що потребує проведення системних змін фіскальної політики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічні та практичні аспекти формування і реалізації політики управління державним боргом досліджували Т. Богдан, С. Дельєрба, У. Паніцца, Р. Хаусман, Б. Дунаєв, Т. Коляда, В. Лісовенко, О. Рожко, І. Чугунов [1–7]. Питанням інституційної визначеності боргової безпеки та обґрунтуванням напрямів її підвищення присвячено праці О. Барановського, З. Варналія, О. Власюка, С. Онищенко [8–11].

Водночас, на сучасному етапі розвитку важливим та актуальним є поглиблення підходів до ідентифікації боргових ризиків, визначення їх впливу на стан боргової безпеки держави, розробка специфічного інтегрального показника боргової безпеки, проведення постійного моніторингу і компаративного аналізу його значень, що сприятиме підвищенню дієвості та функціональній адаптивності боргової політики країни. Доцільним є вдосконалення інституційних засад управління державним боргом, враховуючи відкритість національної економіки.

Метою статті є дослідження ступеня впливу різних факторів на динаміку вагового показника державного боргу у ВВП, визначення рівня національної боргової безпеки та обґрунтування пріоритетів політики управління державним боргом.

Матеріали та методи. Теоретичною та методологічною основою дослідження є наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з проблеми, що розглядається. Її багатоаспектний характер обумовив застосування сукупності методів і підходів, що дало змогу забезпечити концептуальну єдність дослідження. Застосовано системний та структурний підходи, методи факторного аналізу, аналітичної оцінки, економіко-математичного моделювання, узагальнення, наукового абстрагування.

Результати дослідження. Політика управління державним боргом є відображенням рішень уповноважених державних інституцій щодо вибору комплексу методів, інструментів, засобів залучення позикових ресурсів для рефінансування існуючого боргу та покриття дефіциту публічних фінансів, враховуючи варіативні сценарії ризиків такого залучення. Основними етапами процесу такого управління є прогнозування і планування обсягів залучення, погашення й обслуговування державного боргу, інституційне обмеження граничного рівня державного боргу, комбінаторне застосування методів управління державним боргом, моніторинг і контроль ефективності заходів у контексті управління, перманентний моніторинг та управління борговими ризиками. Факторами, які впливають на характер та часовий діапазон прояву ризиків, є валюта випуску державних цінних паперів, термін їх обігу, ставка доходності та особливості її фіксації, ліквідність державних боргових цінних паперів тощо.

Доцільно привернути увагу до факту, що державний борг у практичному вираженні не є сумою дефіцитів минулих періодів, як проголошується в положеннях фінансової науки [12; 13]. Існують певні відмінності та коригування, що в західній термінології трактуються як *stock-flow adjustment* або ж *deficit-debt adjustments* [14]. Математично наведену категорію можна відобразити за допомогою формули:

$$dda = d_i - d_{i-1} - def, \quad (1)$$

де d_i – державний борг в i -періоді;

def – кумулятивний показник бюджетного дефіциту між періодом i та $i-1$.

Розмір частки державного боргу у ВВП залежить, крім вагового індикатору дефіциту бюджету, від таких показників, як: індекс-дефлятор ВВП, темпи економічного розвитку, структура державного боргу за внутрішнім та зовнішнім обмінними курсами та їх динамікою, реальна дохідність державних цінних паперів. Значення *deficit-debt adjustments* для України наведено у *табл. 1*. Показник державного боргу у *табл. 1* включає винятково прямий державний борг. За 1996–2017 рр. кумулятивний показник дефіциту бюджету виявився суттєво вищим за боргову різницю, проте за п'ятирічні періоди присутні протилежні тенденції взаємозв'язку між вказаними показниками. Так, у 1996–2000, 2001–2005, 2016–2017 рр. значення *deficit-debt adjustments* є негативними, натомість у 2006–2015 рр. – позитивними.

Таблиця 1

Державний борг та дефіцит державного бюджету України, % ВВП

Період, рік	Державний борг на початок періоду (1)	Державний борг на кінець періоду (2)	Сума дефіцитів за період (3)	dda (2) – (1) – (3)
1996–2000	34.71	37.76	14.45	–11.40
2001–2005	37.76	14.30	5.10	–28.56
2006–2010	14.30	29.88	13.21	2.37
2011–2015	29.88	67.10	17.29	19.93
2016–2017	67.10	61.51	4.56	–10.15
1996–2017	34.71	61.51	54.61	–27.81

Джерело: розраховано за даними Державної казначейської служби України та Державної служби статистики України.

Декомпозицію приросту чи зниження співвідношення державного боргу до ВВП слід здійснювати на такі взаємопов'язані складові: номінальна дохідність державних боргових цінних паперів; інфляція; приріст реального ВВП; валютний курс для зовнішнього державного боргу та частини внутрішнього боргу, який деноміновано в іноземній валюті; первинний дефіцит бюджету. Понад 60 % загального обсягу

державних запозичень випущено з фіксованою ставкою та близько 7 % – зі ставкою, яка індексується на показник інфляції, решта боргових зобов'язань прив'язані до ставки МВФ та LIBOR. Зважаючи на достатньо високий показник частки цінних паперів, випущених з фіксованим рівнем дохідності, та певний дефіцит статистичних даних, у цьому дослідженні не враховується диверсифікація цінних паперів на ті, які індексуються, та ті, що не індексуються на рівень інфляції, при визначенні впливу означених факторів на приріст співвідношення державного боргу до ВВП. Останній показник можна виразити за допомогою формули:

$$\frac{d_t}{GDP_t} = \frac{d_{t-1}}{GDP_{t-1}} + \left\{ (\eta_{t-1,t} - \pi_{t-1,t} - g_{t-1,t}) \left(\frac{d_{t-1}^I}{GDP_{t-1}} + \gamma \frac{d_{t-1}^{II}}{GDP_{t-1}} \right) \right\} + \frac{pd_t}{GDP_t} \quad (2)$$

де $\eta_{t-1,t}$ – номінальна дохідність цінних паперів;

$\pi_{t-1,t}$ – інфляція;

$g_{t-1,t}$ – зростання реального ВВП;

d_{t-1}^I – державний борг, номінований у національній валюті;

γ – вплив зміни валютного курсу;

d_{t-1}^{II} – державний борг, який номіновано в іноземній валюті;

pd_t – первинний дефіцит бюджету.

Враховуючи викладене, доцільним є проведення кількісної оцінки впливу зазначених факторів на зміну показника частки державного боргу у ВВП (табл. 2). Державні запозичення, які обліковуються як прямий державний борг, спрямовувались не лише на покриття бюджетного дефіциту, але й на відшкодування сум заборгованості щодо податку на додану вартість, рекапіталізації банків за участі держави. Останню процедуру вперше апробовано ще у 2009 р. в умовах суттєвого зниження рівня фінансової стійкості та стабільності національної банківської системи. Акції банків "Укргазбанк", "Родовід Банк", "Київ" придбано державою шляхом випуску ОВДП. За рахунок випуску ОВДП відбулась суттєва додаткова капіталізація ПАТ АБ "Приватбанк", найбільшого і системного банку, який націоналізовано наприкінці 2016 р. за рекомендаціями Ради національної безпеки та оборони України.

Індекс-дефлятор ВВП найбільше впливає на зниження значень співвідношення державного боргу до ВВП: у 2001–2017 рр. вплив цього фактору оцінюється у 75.97 % ВВП, а за рахунок економічного зростання забезпечено зменшення державного боргу лише на 8.41 % ВВП. Відсутність цінової стабільності, притаманна вітчизняній економіці, двозначна інфляція, яка в певних періодах переходила в галопуючий стан, була основним стримуючим фактором зростання показника відношення державного боргу до ВВП. Натомість, у розвинених країнах основну увагу при розробленні стратегії управління публічним боргом приділено питанням зниження вартості його обслуговування і досягнення збалансо-

ваної композиційної структури державних запозичень, враховуючи термін їх обігу, дохідність, різновиди ставок, валюту погашення, особливостям управління борговими ризиками та зниженню рівня їх деструктивного впливу на економічне зростання. Вагома частка боргу, деномінованого в іноземній валюті, та девальвація національної валюти обумовили збільшення співвідношення державного боргу до ВВП, витрати на його обслуговування та первинний дефіцит державного бюджету.

Таблиця 2

Результативний вплив факторів на динаміку вагового показника прямого державного боргу, % ВВП

Період, рік	Приріст державного боргу * (1)	Номінальна ставка дохідності (2)	Індекс-дефлятор (3)	Економічне зростання (4)	Валютний курс (5)	Первинний дефіцит (6)	Відхилення (7)
2001–2005	-23.46	5.98	-14.70	-10.60	-1.45	-0.89	-1.80
2006–2010	15.58	4.17	-10.87	-1.04	5.91	9.04	8.37
2011–2015	37.22	13.32	-28.11	6.49	40.24	3.97	1.31
2016–2017	-5.59	7.74	-22.29	-3.26	7.68	-3.18	7.72
2001–2017	23.75	31.21	-75.97	-8.41	52.37	8.95	15.60

* (1) = (2) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7).

Джерело: розрахунки автора ґрунтуються на даних Державної казначейської служби України та Державної служби статистики України.

Заслугує на увагу розгляд ситуації з рівнем державного боргу в 2001–2005 рр. У цей період на фоні стійкого економічного розвитку та стабільної національної грошової одиниці бюджет формувався та виконувався з помірним дефіцитом, що дало змогу суттєво знизити співвідношення боргу до ВВП. За п'ять років сумарно державний бюджет виконано з профіцитом. Збалансована бюджетна політика та проведена реструктуризація державного боргу надали можливість суттєво знизити вартість його обслуговування у 2001–2005 та 2006–2010 рр. У свою чергу, у 2006–2015 рр. зростання вагового показника боргу було суттєво вищим порівняно з кумулятивним показником бюджетного дефіциту. В середньому щорічне зниження реального ВВП у наведеному часовому проміжку становило 0.38 %, зокрема через значне економічне падіння у 2009, 2014–2015 рр., тому позитивний вплив фактору економічного розвитку на боргову динаміку нівельовано. Національна грошова одиниця девальвувала на 326.26 % відносно долару США (за офіційним середньорічним курсом), що спричинило збільшення зовнішнього державного боргу в загальній структурі та стрімке зростання співвідношення державного боргу до ВВП. Політика фіксованого валютного курсу призвела, крім зниження міжнародних резервів країни, до різких коливань боргової динаміки та посилила економічну турбулентність.

Питання погашення боргу є одним із центральних при розробці та імплементації заходів політики управління державним боргом. Валюта (національна чи іноземна), в якій номіновані боргові цінні папери, є значущим чинником спроможності держави гарантувати повне погашення боргу в установленій термін. Розмір боргу шляхом випуску ОВДП у національній валюті має щільний взаємозв'язок з індексом споживчих цін та основною процентною ставкою, а за умов емісії ОВДП в іноземній валюті чи облігацій зовнішньої державної позики рівень боргу залежить від валютного курсу. Важливим є дослідження структури державного та гарантованого державою боргу за валютою погашення для оцінки ризику девальвації національної грошової одиниці. Крім того, дистрибутивний вплив інфляції залежить від алокації державних запозичень між іноземними та внутрішніми кредиторами. Грунтуючись на даних Міністерства фінансів України [15] та відповідних розрахунках, визначено, що за 2001–2017 рр. середнє значення частки боргу, який номіновано в національній валюті, становить 24.76 % в загальній структурі боргу, натомість в іноземній – 75.24 %. Частка внутрішнього державного та гарантованого державою боргу в аналізованому періоді складає 30.25 %, зовнішнього – 69.75 %, що свідчить про випуск ОВДП, номінованих в іноземній валюті, передусім у доларах США.

Наведені дані демонструють наявність високої залежності держави від зовнішнього фінансування та вказують на недостатній розвиток внутрішнього боргового ринку, що потребує пролонгації співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та проведення системних змін у фінансовому секторі. В умовах розбалансованості публічних фінансів та зростаючих обсягів дефіциту посилюються ризики зростання основної процентної ставки, що призводить до збільшення вартості обслуговування боргу та ще більше актуалізує питання пошуку дієвих рішень щодо управління боргом. Необхідно пам'ятати, що внутрішній борг у значній частині (за винятком нерезидентів) є результатом перерозподілу фінансових ресурсів всередині країни. Економічні агенти, прийнявши рішення щодо спрямування своїх коштів на викуп ОВДП, надали право державі тимчасово ними розпоряджатись, знизивши потенціал трансформації вільного капіталу в формі заощаджень в інвестиції у реальний та фінансовий сектор економіки.

Рекомендації щодо повноцінного використання потенціалу внутрішнього боргового ринку і підвищення частки внутрішнього боргу в його загальній структурі [5; 16], здійснення поступової субституції зовнішнього на внутрішній борг [1; 17; 18] є певною мірою виправданими. Проте слід усвідомлювати, що це питання ширше, ніж політика управління державним боргом. Для погашення зовнішнього державного боргу, не знижуючи наявних міжнародних резервів, потрібно залучати зовнішнє кредитування або ж випускати ОВДП, що номі-

нуються в іноземній валюті. Фундаментальною передумовою для імплементації останнього заходу є ліквідація дефіциту іноземної валюти в країні та підвищення довіри економічних агентів до такого типу боргових інструментів. Означені питання належать до загальних умов функціонування національної економіки.

Пріоритетом політики управління публічним боргом є зростання термінів обігу зовнішніх запозичень, чого не можна досягти без підвищення кредитних рейтингів держави-емітенту. Реалізація наведеного передбачає імплементацію комплексу заходів щодо зменшення ряду ризиків економічного і суспільно-політичного характеру. Останній тип ризиків виявляється в орієнтації та діях владних інституцій щодо залучення кредитного ресурсу для виконання поставлених завдань без належного узгодження термінів погашення боргових цінних паперів. Зазначене призводить до пікових навантажень на бюджет і потреби залучення в значних обсягах позикових ресурсів для погашення минулих боргів. Така ситуація генерує ланцюгову реакцію, оскільки посилюються ризики безперерйного зовнішнього рефінансування. Обмеженість доступу до міжнародних ринків фінансового капіталу внаслідок високого ступеня ризику призводить до суттєвого збільшення дохідності запозичень, зниження термінів їх обігу, посилення тиску на міжнародні резерви [19].

Крім того, Україна неодноразово стикалася з ризиком ліквідності за відсутності можливостей розміщення державних облігацій на зовнішніх ринках та критично низьких обсягів міжнародних резервів. Небезпечний для економіки випадок зафіксовано наприкінці 2014 – початку 2015 р. Зокрема, у лютому 2015 р. (станом на кінець місяця) розмір офіційних резервних активів був тотожним вартості 1.4 місяця імпорту товарів та послуг, хоча економічно безпечний показник не має бути меншим ніж 3 місяці. Зважаючи на низький рівень резервів та практичну відсутність у їх складі іноземної валюти на початку 2015 р., подальші управлінські заходи у сфері управління зовнішнім державним боргом ставились під серйозний сумнів, і виключно співпраця з МВФ і надходження значного траншу у березні 2015 р. дали змогу втримати ситуацію під контролем та уникнути дефолту, який би підірвав макроекономічну стабільність у країні та посилив репутаційні ризики держави як позичальника на тривалий період.

Термін обігу державних боргових цінних паперів виступає важливим елементом політики його управління. Для уникнення надмірних (пікових) навантажень, пов'язаних з погашенням боргу, актуальним і важливим є формування збалансованого портфеля боргових інструментів за даним критерієм. Дж. Айнзенман та Н. Меріон у ході дослідження боргової політики США дійшли висновку, що за умови суттєвої частки іноземних держателів боргових зобов'язань посилюються інтенції щодо підвищення інфляції для так званої "боргової ерозії" [20]. Однак спадна динаміка показника терміну погашення боргових зобов'я-

зань виступає стримуючим фактором інфляційних процесів. Цінова стабільність у період економічної глобалізації є пріоритетною ціллю державної фінансової політики, її відсутність зумовлює для економічних агентів фіксацію невизначеності щодо здійснення інвестиційної діяльності. Пошук оптимального балансу між структурними складовими боргу (за терміном обігу) обумовлений прагненням знизити ризик ліквідності.

Структура державного боргу в контексті строків погашення відіграє суттєву роль у процесі визначення ефективності політики управління боргом. Комбінування її різних інструментів дозволяє певним чином нівелювати вплив зміни процентної ставки на вартість обслуговування боргу. Власні розрахунки, за даними НБУ, свідчать, що середньозважена дохідність усіх типів ОВДП за періодами становила: 2001–2005 рр. – 10.96 %, 2006–2010 рр. – 12.71 %, 2011–2015 рр. – 13.54 %, 2016–2017 рр. – 15.54 % [21]. Тобто рівень дохідності облігацій стабільно і поступово підвищується, навіть із зниженням індексу споживчих цін. За 2001–2017 рр. середньозважена дохідність короткострокових ОВДП становила 13.14 %, середньострокових – 12.95 %, довгострокових – 11.98 % [21]. Майже непомітна диференціація значень дохідності за критерієм терміну обігу боргових цінних паперів вказує на наявність значних інфляційних очікувань економічних агентів, що обумовлено, в тому числі, недовірою до здійснюваних заходів монетарної і бюджетно-податкової політики країни, а також недостатнім ступенем їх взаємодії та координації. До того ж інвестори не зацікавлені у купівлі довгострокових ОВДП через високий рівень індексу споживчих цін та облікової ставки. Двозначна інфляція, суттєва флуктуація її значень несе більші загрози, ніж вигоди для дієвості заходів управління державним боргом, насамперед йдеться про репутаційні ризики на ринку запозичень. Відсутність цінової стабільності відчутно впливає на зниження середньозваженого терміну обігу облігацій внутрішньої позики.

Важливим критерієм ефективності політики управління державним боргом є не лише термін обігу відповідних цінних паперів, але і стабільність структури запозичень за цією ознакою. Пріоритетною ціллю стратегії випуску облігацій державної позики є мінімізація витрат на обслуговування публічного боргу. І категорію стабільності структури можна розглядати виключно в контексті дотримання адекватних показників дохідності запозичень шляхом проведення компаративного аналізу їх значень для країн з ідентичним рівнем економічного розвитку. Перманентна зміна портфеля державного боргу призводить до значної волатильності бюджетно-податкової політики. Підвищення частки короткострокових ОВДП зумовлює збільшення рівня їх дохідності та відповідно видатків на обслуговування боргу. В свою чергу, це потребує пошуку компенсаторів доходів

бюджету, зокрема податкових надходжень для утримання показника дефіциту на рівні, що не перевищує гранично задекларований. У випадку зменшення витрат на обслуговування боргу можливим варіантом є внесення змін до закону про Державний бюджет на відповідний рік у частині збільшення інших статей видатків. Широкий діапазон маневреності стосовно регулювання податкового навантаження для країни з емерджентною економікою протирічить декларованому принципу стабільності податкового законодавства, а в контексті регулювання бюджетних видатків несе ризики реалізації проциклічної бюджетної політики. Поточні рішення уповноважених інституцій у сфері управління державним боргом накладають суттєвий відбиток на поведінку економічних агентів у майбутньому, здійснюючи прямий вплив на дохідність та ліквідність потенційних запозичень. Таким чином, відносна стабільність портфеля боргових цінних паперів за критерієм терміну їх обігу виступає певним інституційним обмеженням при формуванні бюджетної політики.

Слушно здійснити аналіз структури держателів ОВДП, особливо дослідити, яка частка внутрішніх державних запозичень знаходиться у власності Національного банку України. Визначено, що частка таких запозичень різко зросла з 0 % у 2006 р. до 59.69 % у 2009 р., потім знизилась до 46.50 % у 2010 р., далі знову зафіксовано збільшення значень наведеного показника до 77.19 % у 2015 р. (що складає 26 % загального обсягу прямого і гарантованого державою боргу), після – спостерігається поступове зниження до рівня 48.06 % у 2017 р. На кінець 2017 р. ваговий показник державного боргу у ВВП, держателем якого є НБУ, становить 12.09 %. За періодами середнє значення частки ОВДП, які перебувають у власності НБУ, в загальній структурі становить: 2006–2010 рр. – 30.95 %, 2011–2015 рр. – 63.11 %, 2016–2017 рр. – 52.64 % [21]. Лівова частка боргових цінних паперів, що перебувають у власності монетарного регулятора, несе ризики монетизації боргу та зростання темпів інфляції, що не сприяє досягненню цінової та фінансової стабільності. За умов економічної кризи та глибинних потрясінь можливим тимчасовим заходом є нарощування частки ОВДП, яка перебуває у власності монетарного регулятора. Цей вимушений захід, у кінцевому підсумку, має менший ступінь деструктивного впливу на економіку країни, ніж, наприклад, оголошення суверенного дефолту. Проте в довготривалому періоді актуальним і доцільним є зниження значень цього показника для досягнення макроекономічної рівноваги.

Категорія боргової безпеки та окреслення її чітких критеріїв привертає до себе увагу зарубіжних і вітчизняних дослідників, державних інституцій, міжнародних фінансових організацій. У багатьох випадках критерії та граничні значення ідентичних показників боргової безпеки різняться, що певною мірою пояснюється диферентними

підходами до її оцінки, відмінним якісним рівнем інституційного середовища певних країн, ступенем впливу бюджетних інструментів на економічну динаміку тощо. Детермінантами впливу на стан економічної безпеки (у цілому) та боргової безпеки (зокрема) є основні складові державної фінансової політики, а саме бюджетно-податкова та монетарна політики, дієвість їх координації і взаємодії. Метою моніторингу стану боргової безпеки є виявлення переваг та потенційних ризиків порушення макроекономічної стабільності, детермінація та оцінка ступеня впливу екзогенних і ендогенних факторів на динаміку і структуру державного боргу, розробка варіативних сценаріїв політики управління державним боргом.

На думку О. Барановського, боргова безпека визначається такими факторами: загальним обсягом, структурою і динамікою державного боргу; пропорціями і переліком можливих боргових інструментів; темпами зростання реального ВВП та офіційним валютним курсом; системою управління державним боргом і адекватністю інструментів управління боргом поточним умовам; політичною стабільністю в країні [8]. О. Власюк вказує, що рівень боргової безпеки залежить від сукупності чинників, зокрема: нормативно-правової бази управління державним боргом; обсягу і структури боргових зобов'язань; стабільності політичного курсу та параметрів монетарної політики й динаміки економічного зростання [10]. Щодо останньої тези, то політичний курс у сфері формування і реалізації боргової політики має бути лімітовано накладенням інституційних обмежень. Перманентний значний вплив популізму політичного курсу для країн з економікою, що розвивається, не сприяє зміцненню боргової безпеки країни. Навіть за умови його стабільності та доволі високого розвитку інститутів суспільство не позбавлене нагод зустрітись з серйозними економічними викликами, пов'язаними з різким збільшенням співвідношення державного боргу до ВВП. У Латвії у 2007 р. (станом на кінець року) значення цього показника складало 8.0 %, а у 2010 – 46.8 %, приріст за трирічний період становив 38.8 в. п.; у Словенії у 2012 р. частка державного боргу у ВВП становила 46.6 %, а у 2014 – 80.3 % [22], приріст складав 33.7 в. п. З огляду на зазначене, важливим завданням політики управління публічним боргом є забезпечення безпечних значень боргових індикаторів та утримання передбачуваних і прогнозованих обсягів державних запозичень.

До найбільш вагомих показників боргової безпеки слід віднести: співвідношення державного і гарантованого державою боргу до ВВП, співвідношення зовнішнього і внутрішнього державного боргу до ВВП, співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП, відношення валового зовнішнього державного боргу до обсягу експорту товарів і послуг, відношення зовнішнього державного боргу до міжнародних резервів, відношення видатків на обслуговування боргу до доходів

державного бюджету. Борговим показникам щодо зовнішніх запозичень приділена особлива увага в контексті відкритої моделі національної економіки, граничності вітчизняного фінансового ринку, враховуючи особливості емерджентного типу економіки. Актуальним є підвищення дієвості пруденційного управління борговими ризиками. Пропонуємо у дослідженні розрахувати інтегральний показник боргової безпеки на основі визначення рівня боргових ризиків, оцінку яких здійснено шляхом компаративного аналізу фактичних і граничних значень відповідних індикаторів боргової безпеки (табл. 3).

Таблиця 3

Показники боргової безпеки України

Показник	Період*			Гранично допустимі значення	Оцінка рівня ризиків за 10-бальною шкалою у період:		
	<i>t-3</i>	<i>t</i>	<i>t+3</i>		<i>t-3</i>	<i>t</i>	<i>t+3</i>
	Державний та гарантований борг, % ВВП	37.67	74.83		73.51	50.0	6
Валовий зовнішній борг, % ВВП	77.15	112.52	108.41	60.0	10	10	10
Зовнішній державний борг, % ВВП	21.84	45.86	46.43	25.0	8	10	10
Внутрішній державний борг, % ВВП	15.83	28.97	26.42	25.0	5	10	10
Державний борг, номінований в іноземній валюті, % ВВП	23.56	41.41	48.70	30.0	7	10	10
Валовий зовнішній борг / експорт, %	160.13	220.55	220.59	200.0	6	10	10
Зовнішній державний борг / експорт, %	45.20	89.92	95.12	75.0	5	10	10
Зовнішній державний борг / резерви, %	153.31	526.22	279.37	170.0	8	10	10
Видатки на обслуговування боргу / доходи державного бюджету, %	8.08	14.98	13.59	15.0	5	10	9
Інтегральний показник боргової безпеки					6.7	10	10

* Розрахунки здійснено в межах таких часових періодів: *t* – складається з двох кризових 2014–2015 рр.; *t-3* – охоплює три докризові роки (2011–2013 рр.); *t+3* – містить три роки посткризового відновлення (2016–2018 рр.).

Джерело: складено та розраховано автором на підставі даних Міністерства фінансів України, Національного банку України та Державної служби статистики України.

Таким чином, навіть у передкризовий період значення інтегрального показника боргової безпеки держави вказували на високий рівень боргового ризику, насамперед пов'язаного із суттєвим ваговим показником валового і державного зовнішнього боргу. Ця ситуація обумовлена суттєвим зростанням рівня державного боргу в період Великої Рецесії, а також нестійкою динамікою подальшого економічного відновлення.

У періоди t та $t+3$ значення індикаторів боргової безпеки досягли граничних або ж перевищили граничні значення, що відобразилось на присудженні найвищого рівня боргових ризиків за 10-бальною шкалою. Процес зменшення державної заборгованості, послаблення боргового навантаження на бюджет, реструктуризація зовнішніх боргів приватного сектора, нарощування міжнародних резервів є доволі тривалим, що потребує послідовних та виважених заходів державної економічної політики. Початковим кроком стало відновлення співпраці з МВФ та забезпечення надходжень кредитних коштів для своєчасного обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу та забезпечення макроекономічної стабілізації. У подальшому необхідним заходом стали перемовини з приватними іноземними держателями облігацій зовнішньої позики щодо реструктуризації та пролонгації термінів погашення державного боргу, що у результативному підсумку завершилось підписанням угоди між Міністерством фінансів України та Спеціальним комітетом кредиторів 27 серпня 2015 р. Ключовим є недопущення значного дефіциту рахунку поточних операцій та підтримка стійких темпів економічного розвитку. Держава має демонструвати поступальний перехід до нового якісного рівня економічної архітектури, яка орієнтована на забезпечення інтенсивного зростання національної економіки. В іншому випадку боргові ризики посилюватимуться, і країна зіштовхуватиметься з новими, більш потужними й тривалими за дією фундаментальними чинниками порушення макроекономічної рівноваги та фінансової стабільності. Міністерство фінансів України в середньостроковій перспективі визначило ключові ризики державного боргу, до яких віднесено ризик рефінансування, ліквідності, валютний та відсотковий ризик, ризик додаткових зобов'язань. Останній ризик пов'язаний насамперед з високою часткою держави в банківському секторі країни.

Ідентифікація ризиків є першим кроком в алгоритмі системи управління борговими ризиками [23]. Важливим є проведення їх групування та сегментації, здійснення ранжування ризиків відповідно до ймовірності виникнення та впливу на динаміку обраних індикаторів виміру публічного боргу. Відповідальні інституції мають удосконалювати інституційні механізми оцінки ступеня впливу ризиків на потенційну динаміку вагових показників державного боргу за його структурними компонентами, витратами на його обслуговування і погашення. Управлінські заходи мають розроблятися у логічній послідовності за часовим критерієм: стратегічні, середньо-, короткострокові та оперативні. Довгостроковою метою управління є мінімізація фіскальних ризиків, які є фундаментальною причиною боргової кризи, а в короткостроковому плані зусилля органів виконавчої влади спрямовані на мінімізацію вартості обслуговування боргу. Побудова ієрархічної структури управлінських цілей та детермінація часових

періодів і інструментів їх досягнення дасть змогу підвищити дієвість управління та надати чіткий вербальний сигнал економічним агентам з метою зниження стратегічної невизначеності на ринках боргового капіталу. Орієнтири стосовно рівня державних запозичень мають бути закріплені у державній фінансовій стратегії та корегуватись з урахуванням фази бізнес-циклу, економічної кон'юнктури, інституційних перешкод для стійкого розвитку вітчизняної економіки.

Висновки. У дослідженні оцінено вплив номінальної дохідності державних боргових цінних паперів, інфляції, економічного зростання, валютного курсу, первинного дефіциту бюджету на динаміку співвідношення державного боргу до ВВП у 2001–2017 рр. Найбільше на зниження цього показника впливала інфляція, а на збільшення – валютний курс. Результативність заходів у сфері управління державним боргом залежить від якості координації фіскальної та монетарної політики. *По-перше*, встановлення режиму валютного курсу належить до компетенції національного банку. *По-друге*, існують різні варіації взаємодії згаданих політик у питанні впливу на інфляцію. За умови реалізації активної монетарної політики та стриманої фіскальної політики імплементація інструментів інфляційного таргетування дає змогу прибрати чи мінімізувати розрив між декларованим і фактичним значеннями індексу споживчих цін, що абсорбує негативний ефект непередбачуваного сплеску інфляції на стан боргового ринку. Відсутність диференціації рівня дохідності за критерієм терміну обігу боргових цінних паперів вказує на наявність значних інфляційних очікувань економічних агентів, що обумовлено, в тому числі, недовірою до здійснюваних заходів монетарної і фіскальної політики держави.

Пріоритетними завданнями стратегії випуску облігацій державної позики є мінімізація витрат на обслуговування публічного боргу, зростання термінів обігу зовнішніх запозичень, підвищення кредитних рейтингів держави. Реалізація зазначеного передбачає імплементацію комплексу заходів щодо зменшення ряду ризиків економічного і суспільного характеру. Запропоновано використовувати інтегральний показник боргової безпеки, враховуючи особливості національної економіки на основі визначення рівня боргових ризиків, оцінку яких здійснено шляхом компаративного аналізу фактичних і граничних значень обраних індикаторів боргової безпеки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Богдан Т. П. Державний борг України: особливості формування та управління в сучасних умовах. *Фінанси України*. 2013. № 1. 32-46.
2. Dell’Erba, S., Hausmann, R., & Panizza, U. (2013). Debt levels, debt composition, and sovereign spreads in emerging and advanced economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 29 (3), 518-547.

3. Dunayev, V. V. (2013). Dynamics of public debt management. *Cybernetics and Systems Analysis*, 49 (6), 865-876.
4. Коляда Т. А. Особливості формування бюджетної стратегії в умовах глобального зростання державного боргу. *Бізнес Інформ*. 2013. № 2. С. 20-24.
5. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7-31.
6. Рожко О. Д. Управління суверенними боргами як інструмент макроекономічної стабілізації. *Банківська справа*. 2013. № 11–12 (119). С. 46-59.
7. Chugunov, I. Y., Pasichnyi, M. D. Fiscal policy for economic development. *Науковий вісн. Полісся*. 2018. № 1 (13). Ч. 1. С. 54-61. URL : [http://dx.doi.org/10.25140/2410-9576-2018-1-1\(13\)-54-61](http://dx.doi.org/10.25140/2410-9576-2018-1-1(13)-54-61).
8. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. 760 с.
9. Варналій З. С. Економічна безпека та конкурентоспроможність регіонів України : монографія. Чернівці, 2018. 454 с.
10. Власюк О. С. Актуальні проблеми фінансової безпеки України в умовах посткризової трансформації : монографія. Київ : НІСД, 2014. 432 с.
11. Онищенко С. В. Бюджетна безпека України: сутність, загрози та шляхи забезпечення : монографія. Київ : Знання України, 2017. 403 с.
12. Царук О. В. Оцінка боргового фінансування дефіциту державного бюджету України. *Фінанси України*. 2010. № 4. С. 98-101.
13. Юрий С. Управління на основі зростання і Україна. *Журн. Європейської економіки*. 2007. № 1. С. 6-27.
14. Von Hagen J., Wolff G. B. (2006). What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU. *Journal of Banking & Finance*, 0(12), 3259-3279.
15. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL : <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.
16. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України. *Вісн. Київ. нац. торг.-екон. ун-ту*. 2011. № 2. С. 47-58.
17. Богдан Т. П. Зовнішнє боргове навантаження та виклики для валютно-фінансової політики України. *Економіка України*. 2018. № 7. С. 21-32.
18. Panizza, U. (2008). Domestic And External Public Debt In Developing Countries. UNCTAD Discussion Papers 188, United Nations Conference on Trade and Development.
19. Benigno, P., & Missale, A. (2004). High public debt in currency crises: fundamentals versus signaling effects. *Journal of International Money and Finance*, 23(2), 165-188.
20. Aizenman, J., Marion, N. (2011). Using inflation to erode the US public debt. *Journal of Macroeconomics*, 33(4), 524-541.
21. Офіційний сайт Національного банку України. URL : <https://bank.gov.ua/control/uk/index>.
22. The official website of OECD. Retrieved from <http://www.oecd.org>.
23. Dottori, D., Manna, M. (2016). Strategy and tactics in public debt management. *Journal of Policy Modeling*, 38 (1), 1-25.

Стаття надійшла до редакції 13.09.2018.

Pasichnyi M. The policy of public debt management.

Background. The question of macroeconomic stability, which is one of the priorities in the development and implementation of measures of the government financial policy, is inextricably linked with the public debt management. The increase in the ratio of public debt to gross domestic product (GDP) is actualizing the search for solutions to stabilize this indicator and further decrease it.

The **aim** of the article is to study the degree of factors impact on dynamics in the ratio of public debt to GDP, to evaluate the level of the national debt security and to justify the priority directions of the policy for public debt management.

Materials and methods. The theoretical and methodological basis of this research is presented by scientific works of domestic and foreign scholars, devoted to the problem under consideration. Systemic and structural approaches, the methods of factor analysis, analytical estimation, economic-mathematical modeling, generalization and scientific abstraction were applied.

Results. The theoretical and methodological statements concerning the public debt management were highlighted and developed. The estimation of the main factors impact on the dynamics of change in the ratio of public debt to GDP in 2001-2017 was carried out. The approach to evaluating the level of national debt security, based on calculation of integral indicator with the use of risk-oriented method was proposed. The priority directions for the policy of public debt management are substantiated; taking into account the peculiarities of national economic model.

Conclusion. It was determined that inflation had the greatest influence on decrease in the share of public debt in GDP and the exchange rate had the biggest impact on increase of this indicator. It was substantiated that efficiency of public debt management depends on the quality of fiscal and monetary policy coordination. The priority tasks of the state bond issue strategy are minimizing public debt servicing costs, increasing the timing of external borrowing, and raising the credit ratings of the state. It is proposed to use the integral indicator of debt security, taking into account the features of national economy on the basis of determining the level of debt risks.

Keywords: public debt, public debt management, debt security, budget deficit, inflation, exchange rate, economic development.

REFERENCES

1. Bogdan, T. P. (2013). Derzhavnyj borg Ukrai'ny: osoblyvosti formuvannja ta upravlinnja v suchasnyh umovah [Public debt of Ukraine: peculiarities of formation and management in modern conditions]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 1, 32-46 [in Ukrainian].
2. Dell'Erba, S., Hausmann, R., & Panizza, U. (2013). Debt levels, debt composition, and sovereign spreads in emerging and advanced economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 29(3), 518-547 [in English].
3. Dunayev, B. B. (2013). Dynamics of public debt management. *Cybernetics and Systems Analysis*, 49 (6), 865-876 [in English].
4. Koljada, T. A. (2013). Osoblyvosti formuvannja bjudzhetnoi' strategii' v umovah global'nogo zrostannja derzhavnogo borhu [Features of budget strategy formation in the conditions of global growth of public debt]. *Biznes Inform – Business Inform*, 2, 20-24 [in Ukrainian].
5. Lisovenko, V. V. (2014), Bench, L. Ja., Bec, O. I. Derzhavnyj borg: konceptual'ni zasady ta makroekonomichni aspekty [Public Debt: Conceptual Principles and Macroeconomic Aspects]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 12, 7-31 [in Ukrainian].

6. Rozhko, O. D. (2013). Upravlinnja suverenymy borgamy jak instrument makroekonomichnoi' stabilizacii' [Governance of sovereign debt as a tool for macroeconomic stabilization]. *Bankivs'ka sprava – Banking*, 11–12 (119), 46-59 [in Ukrainian].
7. Chugunov, I. Y., Pasichniy, M. D. (2018). Fiscal policy for economic development. *Naukovyj visnyk Polissja – Scientific herald of Polissya*, 1 (13). Ч. 1. 54-61. Retrieved from : [http://dx.doi.org/10.25140/2410-9576-2018-1-1\(13\)-54-61](http://dx.doi.org/10.25140/2410-9576-2018-1-1(13)-54-61) [in English].
8. Baranovs'kyj, O. I. (2004). *Finansova bezpeka v Ukrai'ni (metodologija ocinky ta mehanizmy zabezpechennja)* [Financial security in Ukraine (assessment methodology and mechanisms of provision)]. Kyi'v : Kyi'v. nac. torg.-ekon. un-t [in Ukrainian].
9. Varnalij, Z. S. (2018). *Ekonomichna bezpeka ta konkurentospromozhnist' regioniv Ukrai'ny* [Economic security and competitiveness of the regions of Ukraine]. Chernivci [in Ukrainian].
10. Vlasjuk, O. S. (2014). *Aktual'ni problemy finansovoi' bezpeky Ukrai'ny v umovah postkryzovoi' transformacii'* [Actual problems of financial security of Ukraine in the conditions of post-crisis transformation]. Kyi'v : NISD [in Ukrainian].
11. Onyshhenko, S. V. (2017). *Bjudzhetna bezpeka Ukrai'ny: sutnist', zagrozy ta shljahy zabezpechennja* [Budgetary Security of Ukraine: the essence, threats and ways of providing]. Kyi'v : Znannja Ukrai'ny [in Ukrainian].
12. Caruk, O. V. (2010). Ocinka borgovogo finansuvannja deficytu derzhavnogo bjudzhetu Ukrai'ny [Assessment of debt financing of the state budget deficit of Ukraine]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 4, 98-101 [in Ukrainian].
13. Jurij, S. (2007) Upravlinnja na osnovi zrostantnja i Ukrai'na. *Zhurn. Jevropejs'koi' ekonomiky – Journal of European Economics*, 1, 6–27 [in Ukrainian].
14. Von Hagen, J., Wolff, G. B. (2006). What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU. *Journal of Banking & Finance*, 0(12), 3259-03279.
15. Oficijnyj sajt Ministerstva finansiv Ukrai'ny [Official site of the Ministry of Finance of Ukraine]. www.minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka. Retrieved from <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka> [in Ukrainian].
16. Kucher, G. (2011). Rozvytok rynku vnutrishnih derzhavnyh borgovyh zobov'jazan' Ukrai'ny [Development of the market of domestic state debt obligations of Ukraine]. *Visn. Kyi'v. nac. torg.-ekon. un-tu – Herald of the Kiev National University of Trade and Economics*, 2, 47–58 [in Ukrainian].
17. Bogdan, T. P. (2018). Zovnishnje borgove navantazhennja ta vyklyky dlja valjutno-finansovoi' polityky Ukrai'ny [External debt load and challenges for the monetary and financial policy of Ukraine]. *Ekonomika Ukrai'ny – Ukraine economy*, 7, 21-32 [in Ukrainian].
18. Panizza, U. (2008). Domestic And External Public Debt In Developing Countries. UNCTAD Discussion Papers 188, United Nations Conference on Trade and Development [in English].
19. Benigno, P., & Missale, A. (2004). High public debt in currency crises: fundamentals versus signaling effects. *Journal of International Money and Finance*, 23(2), 165–188 [in English].
20. Aizenman, J., Marion, N. (2011). Using inflation to erode the US public debt. *Journal of Macroeconomics*, 33(4), 524–541 [in English].
21. Oficijnyj sajt Nacional'nogo banku Ukrai'ny [Official site of the National Bank of Ukraine]. bank.gov.ua/control/uk/index. Retrieved from : <https://bank.gov.ua/control/uk/index> [in Ukrainian].
22. *The official website of OECD*. Retrieved from <http://www.oecd.org> [in English].
23. Dottori, D., Manna, M. (2016). Strategy and tactics in public debt management. *Journal of Policy Modeling*, 38(1), 1-25 [in English].