

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ЗА ГІПОТЕТИЧНИМИ СЦЕНАРІЯМИ СТАЛОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ В РАМКАХ УГОДИ VRI

Анотація

У статті проаналізовано низку наукових публікацій, що присвячені проблемам управління державним боргом. Сьогодні важко знайти державу, яка була б спроможна обійтися без запозичень. Використання державою позик зумовлено нестачею власних фінансових ресурсів, необхідних для фінансування державного бюджету. За умови ефективного використання залучені кошти можуть стати позитивним чинником економічного зростання, але в іншому випадку збільшення заборгованості призводить до фінансової кризи, порушення макроекономічної стабільності та поглиблення макроекономічних дисбалансів. Проблема управління державним боргом є однією з найгостріших проблем державного управління в Україні, яка потребує глибокого розуміння, незалежного аналізу, прогнозу та формування оптимальних шляхів її вирішення. А тому метою даної статті є дослідження процесу управління державним боргом за гіпотетичними сценаріями сталого розвитку економіки України в рамках угоди VRI. Надмірне боргове навантаження, висхідна динаміка боргових показників до 2019 року, неефективна політика реструктуризації державного боргу у 2015 році, що створила потенціал загострення фінансових та економічних проблем у майбутньому, суттєві недоліки у сьогоднішній політиці залучення позикових коштів і практиці їх використання – саме ці питання повинні бути в центрі уваги органів державної влади, наукового і експертного середовища. Без вирішення цих проблем та запровадження оптимальної системи управління державним боргом та залучення інвестиційних, а не боргових ресурсів, Україна не зможе позбавитися перманентних ризиків фінансової дестабілізації, а отже реалізувати ефективну стратегію стійкого економічного розвитку.

Ключові слова: дисбаланс, макроекономічні диспропорції, державний борг, управління державним боргом, реструктуризація державного боргу, внутрішній державний борг, зовнішній державний борг, боргова політика, дефіцит бюджету, ВВП.

А. А. Вдовичен, д.э.н., доцент,
Черновицкий торгово-экономический институт КНТЭУ,
г.Черновцы

УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ ПРИ ГИПОТЕТИЧЕСКОМ СЦЕНАРИИ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ В РАМКАХ СОГЛАШЕНИЯ VRI

Аннотация

В статье проанализирован ряд научных публикаций, посвященных проблемам управления государственным долгом. Сегодня трудно найти государство, которое было бы в состоянии обходиться без заимствований. Использование государством займов обусловлено недостатком собственных финансовых ресурсов, необходимых для финансирования государственного бюджета. При условии эффективного использования привлеченные средства могут стать положительным фактором экономического роста, но в противном случае увеличение задолженности приводит к финансовому кризису, нарушениям макроэкономической стабильности и углублению макроэкономических дисбалансов. Проблема управления государственным долгом является одной из самых острых проблем государственного управления в Украине, которая требует глубокого понимания, независимого анализа, прогноза и формирования оптимальных путей ее решения. Поэтому целью данной статьи является исследование процесса управления государственным долгом за гипотетическими сценариями устойчивого развития экономики Украины в рамках соглашения VRI. Чрезмерная долговая нагрузка, восходящая динамика долговых показателей до 2019 года, неэффективная политика реструктуризации

государственного долга в 2015 году, что создала потенциал обострения финансовых и экономических проблем в будущем, существенные недостатки в сегодняшней политике привлечения заемных средств и практике их использования – именно эти вопросы должны быть в центре внимания органов государственной власти, научной и экспертной среды. Без решения этих проблем и внедрения оптимальной системы управления государственным долгом и привлечения инвестиционных, а не долговых ресурсов, Украина не сможет избавиться от перманентных рисков финансовой дестабилизации, а значит реализовать эффективную стратегию устойчивого экономического развития.

Ключевые слова: дисбаланс, макроэкономические диспропорции, государственный долг, управление государственным долгом, реструктуризация государственного долга, внутренний государственный долг, внешний государственный долг, долговая политика, дефицит бюджета, ВВП.

Постановка проблеми. Проблема управління державним боргом є однією з найгостріших проблем державного управління в Україні, яка потребує глибокого розуміння, незалежного аналізу, прогнозу та формування оптимальних шляхів її вирішення. Надмірне боргове навантаження, висхідна динаміка боргових показників до 2019 року, неефективна реструктуризація державного боргу у 2015 році, що створила потенціал загострення фінансових та економічних проблем у майбутньому, суттєві недоліки у сьогоднішній політиці залучення позикових коштів і практиці їх використання – саме ці питання повинні бути в центрі уваги органів державної влади, наукового і експертного середовища. Без вирішення цих проблем та запровадження оптимальної системи управління державним боргом та залучення інвестиційних, а не боргових ресурсів, Україна не зможе позбавитися перманентних ризиків фінансової дестабілізації, а отже реалізувати ефективну стратегію стійкого економічного розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам утворення боргових зобов'язань присвячені праці західних учених: Р. Барро, Дж. Бьюкенена, П. Елворта, Н. Калдора, Дж. Кейнса, П. Кругмана, А. Лернера, К. Маркса, Р. Масгрейва, Л. Мауера, Ф. Махлупа, Ф. Модільяні, Л. Пазинетті, Д. Рікардо, А. Сміта, Дж. Стігліца, П. Харрода та ін. Різні аспекти цього питання розкриті у роботах українських учених-фінансистів: Т. П. Богдан, О. І. Барановського, О. Д. Василика, Т. П. Вахненко, В. М. Гейця, В. В. Козюка, Г. В. Кучер, В. В. Лісовенка, З. О. Луцишиної, І. О. Лютого, В. Є. Новицького, Л. Я. Новосад, О. В. Плотнікова, В. М. Федосова, Л. В. Шинкарук та ін. Однак, незважаючи на велику кількість праць, проблематика оптимального та ефективного управління державним боргом у сьогоденних реаліях є надзвичайно актуальною, особливо на рівні нашої держави.

Метою статті є дослідження процесу управління державним боргом за гіпотетичними сценаріями сталого розвитку економіки України в рамках угоди VRI.

Об'єктом дослідження є процес здійснення прогнозу реструктуризації державного боргу за гіпотетичними сценаріями сталого розвитку економіки України в рамках угоди VRI.

Предметом дослідження є теоретичні, практичні та аналітичні підходи щодо аналізу процесів формування, розвитку та реструктуризації державним боргом за гіпотетичними сценаріями сталого розвитку економіки України в рамках угоди VRI.

Виклад основного матеріалу. Міжнародні фінансові організації та світові експертні кола визначають надмірне зростання сукупного глобального боргу як

одного з потужних системних ризиків для глобальної економіки. На кінець 2017 року його рівень досяг свого історичного максимуму – 237 трлн дол або майже 317,8% глобального ВВП [2; 14].

Суттєву частку обсягу глобальної заборгованості становлять державні борги. За розрахунками МВФ, співвідношення державного боргу до ВВП у всіх країнах світу на кінець 2017 року становило 82,4% ВВП, збільшившись за останні 5 років на 2,6 п.п. ВВП. Державний борг розвинених країн досяг рівня 105,4% ВВП. В історичному контексті такий високий рівень державного боргу в цій групі країн мав місце лише в часи II світової війни. Найвищим рівнем боргового навантаження відносно ВВП характеризуються: Японія – 236,4%, Греція – 181,9%, Італія – 131,5%, Португалія – 125,6%, Сінгапур – 110,9%, США – 107,8%, Бельгія – 103,2%, Іспанія – 98,4%, Франція – 97%, Канада – 89,7% ВВП [2; 14].

Економічне зростання України в 2019 р. необхідно узгоджувати з параметрами реструктуризації зовнішнього державного боргу. Як відомо з умов реструктуризації зовнішнього державного боргу України, наша країна зобов'язана виплачувати зовнішнім кредиторам додатковий бонус «за зростання», який розраховується за спеціальною формулою.

Модельна оцінка віддалених наслідків реструктуризації державного боргу у цінах 2015 року має продемонструвати боргове навантаження на економіку України за умови реструктуризації боргу. В 2015 році Україна мала сплатити 238,819 млрд грн за всіма видами кредитів. В умовах загрози дефолту Уряд провів переговори з кредиторами і в серпні 2015 року уклав угоду про реструктуризацію боргу. Угода передбачає списання 20% боргу та подовження на чотири роки терміна погашення українських єврооблігацій. Згідно з досягнутими домовленостями, якщо після 2020 року українська економіка зростатиме швидкими темпами, то кредитори отримають додаткові платежі [2; 14].

Відповідно до домовленостей, угода передбачає негайне списання 20% основного боргу України (близько 3,6-3,8 млрд дол. США), що зменшує гарантований борг з приблизно 19,3 до 15,5 млрд дол. США. При цьому за цінними паперами буде підвищено середньозважену купонну ставку з 7,22% до 7,75% річних. Також встановлено відтермінування погашення єврооблігацій на 4 роки – з 2015-2023 рр. до 2019-2027 рр., за ці 4 роки Україна мала б сплатити за кредитами близько 15 млрд дол США [5; 6].

У рамках угоди передбачається випуск 20-річних інструментів відновлення вартості (value recovery instruments, VRI). Суми виплати за ними будуть визначатись залежно від динаміки зростання ВВП України. При темпах зростання до 3% на рік – виплати нульові, від 3% до 4% – 15% від приросту ВВП понад 3%, від 4% зростання – 40% вартості від кожного відсотка зростання. VRI діятиме лише після того, як ВВП України сягне 125,4 млрд. дол. США (в 2017 році ВВП України становив 112,1 млрд. дол. США). В 2021-2025 рр. виплати за VRI будуть обмежені 1% ВВП [3; 5; 6].

Згідно із досягнутими із кредиторами домовленостями, якщо після 2020 року українська економіка зростатиме швидшими темпами, ніж нині прогнозує МВФ, то вони отримають додаткові платежі. Під це у 2021 році випустять нові цінні папери,

мова може йти про прив'язані до ВВП інструменти, випуск котрих дозволить кредиторам зберегти шанси на мінімізацію списання українського боргу у випадку більш швидкого відновлення економіки країни й одночасно буде відповідати закладеним в програму МВФ вимогам щодо реструктуризації.

Загалом, якщо наш ВВП у період з 2021 по 2040 рр. перевищить 125,4 млрд дол. США, а темпи економічного зростання складуть 3-4%, то Україні доведеться заплатити зовнішнім кредиторам 15% від приросту, а в разі прискорення понад 4% – вже 40% від додаткового зростання [4; 11].

Аналіз ретроспективи зростання ВВП доводить, що вище 3% ми росли лише дев'ять з 24 років незалежності, але для переходу до розвитку цього нашій економіці недостатньо і безглуздо ставити завдання 3%, оскільки надто значний розрив з показниками, країн які розвиваються. У зв'язку з цим будь-які довгострокові прогнози зростання варто вибудовувати лише в контексті перегляду умов реструктуризації зовнішнього боргу, які були нав'язані Україні. Інакше все економічне зростання піде не в кишені українців, а в венчурні фонди, які володіють нашими суверенними облігаціями. Але навіть якщо не враховувати вищезазначену реструктуризацію, відкритим залишається питання, як Україні досягти 7% зростання ВВП.

Стосовно величини цих додаткових надходжень й досі не вщухає дискусія в ЗМІ. Так, В. Пинзеник у статті «Боргова арифметика: три мільярди списали, десятки додали?» [3] досить критично ставиться, як і більшість авторів, до угоди про реструктуризацію боргу в частині VRI. Відзначаючи загрозливе зростання виплат при високих темпах ВВП, в заключній частині він робить висновок: «Урядова домовленість за боргами не передбачає списання боргів Україні, а дає нам лише тимчасову передишку. А деяке зниження боргових виплат для України замінили значним їх збільшенням у майбутньому». Редакторська колегія Vox Ukraine більш лояльна в оцінці наслідків реструктуризації: «...за умови швидкого зростання ВВП виплати не будуть високими відносно обсягу економіки та бюджету» [10].

Слід зауважити, що більшість авторів свої критичні висновки роблять на основі інтуїтивних передчуттів, які цілком закономірно виникають при детальному ознайомленні з інструментами VRI. Тож ми зробили спробу змоделювати процес формування виплат за VRI і «програти» за різними сценаріями зростання ВВП, щоб мати уявлення, чого можна чекати, в цьому контексті, від майбутнього. При цьому вважаємо, що не на часі оцінювати ймовірність самих сценаріїв і побудову прогнозів. Формування величини виплат, згідно з інструментами VRI, відбувається за таким алгоритмом. Спочатку розраховуються початкові величини виплат r_i залежно від величини внутрішнього валового продукту і темпу його зростання ω_i :

1. $r_i = (0,15 * (\omega_i - 1,03) * \text{ВВП}_i$ при $1,03 \leq \omega_i \leq 1,04$ (15% від приросту ВВП понад 3%; за угодою, при темпах менших за 3% виплати нульові), де i – роки (2016,...,2041); $r_i = (0,40 * (\omega_i - 1,04) * \text{ВВП}_i$ при $\omega_i > 1,04$ (40% від кожного відсотка зростання ВВП понад 4%).

2. На виплати в 2021-2025 роках діє обмеження: виплати не можуть бути більшими, ніж 1% ВВП. Отримаємо уточнений ряд виплат q_i . Формально це можна записати таким чином:

$$q_i = r_i, \text{ якщо } i < 2021 \text{ або } i > 2025;$$

$$q_i = \min(r_i; \text{ВВП}_i * 0,01), \text{ якщо } 2021 \leq i \leq 2025.$$

3. VRI діятиме лише після того, як ВВП України сягне 125,4 млрд. дол. Помноживши щойно отримані величини q_i на відповідні порогові індикатори δ_i , отримаємо остаточні величини виплат за VRI:

$$p_i = q_i * \delta_i,$$

де $\delta_i = 0$, якщо $\text{ВВП}_i < 125,4$ млрд дол. США; $\delta_i = 1$, якщо $\text{ВВП}_i \geq 125,4$ млрд дол. США.

У табл.1 нами представлені гіпотетичні сценарії сталого розвитку економіки України, де 2015-2016 роки звітні [4; 11].

Таблиця 1

Гіпотетичні варіанти середніх темпів ВВП України*

2015	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
2016	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015
2017	1,02	1,025	1,03	1,035	1,04	1,04	1,04	1,04
2018	1,03	1,035	1,045	1,05	1,055	1,06	1,065	1,07
2019	1,03	1,04	1,05	1,06	1,065	1,08	1,085	1,09
2020	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2021	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2022	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2023	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2024	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2025	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
...
2039	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2040	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2041	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10

* Джерело: розраховано автором.

Вважаємо можливим не вдаватись в аналіз входження економіки в процес сталого розвитку, оскільки нюанси цього процесу істотно не впливають на кінцевий результат. Для порівнюваності виплати будемо розраховувати в постійних цінах 2015 року. Зручніше в доларах США, оскільки в Угоді фігурує саме ця грошова одиниця (за даними Держстату, ВВП у 2015 році становив 90615 млн дол. США). Результати розрахунків стосовно виплат з відновлення вартості для кожного з цих варіантів наведені в табл. 2 [4; 11].

Як свідчать дані таблиці 2, вже при помірному щорічному зростанні ВВП на 6% доведеться віддати за період дії VRI 40 млрд дол. США, а у випадку 10% ці виплати зростають до 196 млрд дол. США. Можна сказати, що у вигляді реструктуризації боргу ми отримали потужне гальмо, яке в майбутньому обмежить можливості розвитку економіки України.

**Додаткові платежі з реструктуризації боргу (за гіпотетичними сценаріями
сталого розвитку економіки України)***

Рік	Планові платежі	Додаткові платежі з відновлення вартості (VRI), млн дол. США							
		Середні темпи сталого зростання							
		1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2016	2635	0	0	0	0	0	0	0	0
2017	3665	0	0	0	0	0	0	0	0
2018	5742	0	0	0	0	0	0	0	0
2019	7230	0	0	0	0	0	0	0	0
2020	11496	0	0	0	0	0	0	0	0
2021	7439	0	0	0	0	0	1277	1313	1350
2022	7349	0	0	0	1010	1317	1379	1431	1485
2023	7163	0	0	505	1070	1409	1490	1560	1633
2024	7814	0	0	531	1134	1507	1609	1701	1797
2025	6274	0	193	557	1202	1613	1738	1854	1976
2026	3400	0	200	585	1274	2071	3003	4041	5218
2027	2832	0	208	614	1351	2216	3243	4405	5739
2028	990	0	217	645	1432	2371	3502	4801	6313
2029	2017	0	225	677	1518	2537	3783	5233	6945
2030	718	0	234	711	1609	2715	4085	5704	7639
Σ16-30	76765	0	1278	4826	11601	17755	25109	32044	40095
2031	492	0	244	747	1706	2905	4412	6218	8403
2032	376	0	253	784	1808	3108	4765	6777	9243
2033	251	0	264	823	1916	3325	5146	7387	10168
2034	167	0	274	864	2031	3558	5558	8052	11184
2035	151	0	285	908	2153	3807	6002	8777	12303
2036	122	0	296	953	2282	4074	6483	9567	13533
2037	119	0	308	1001	2419	4359	7001	10428	14886
2038	107	0	321	1051	2565	4664	7561	11366	16375
2039	50	0	334	1103	2718	4991	8166	12389	18013
2040	28	0	347	1158	2881	5340	8820	13504	19814
2041	12	0	361	1216	3054	5714	9525	14719	21795
Σ16-41	78640	0	4564	15434	37135	63600	98549	141228	195812

*Джерело: розраховано автором за даними порталу Мінфін. про планові платежі станом на 04.12.2015 р.

Тож для повної картини стосовно платежів з відновлення вартості їх потрібно переоцінити (дисконтувати). Щодо ставки дисконтування є авторитетна позиція МВФ: ставка дисконтування, яка використовується для розрахунку поточної вартості, за позикою є ключовим припущенням при розрахунку елемента гранту. З 11 жовтня 2013 року нова єдина ставка дисконтування 5 відсотків річних була затверджена Виконавчою радою МВФ. Нова облікова ставка замінює попередню систему дисконтування на основі конкретних валют «посилання на комерційні процентні ставки» [13; 14]. Якщо виконати дисконтування коефіцієнтом 1,05 (табл. 3), то отримаємо наступні: у 2041 році замість згаданих 40 і 196 млрд дол. США будемо мати 18 і 76 млрд дол. США у цінах 2015 року. І хоча можна вести полеміку про вартість грошової одиниці у 2041 році, зростання боргового навантаження в

силу зростання ВВП є очевидним. Можна сказати, що ми отримали потужне гальмо, яке в майбутньому буде значно обмежувати кошти для розвитку економіки.

Таблиця 3

**Дисконтовані додаткові платежі з реструктуризації боргу
(за гіпотетичними сценаріями сталого розвитку економіки України)***

Рік	Планові платежі	Додаткові платежі з відновлення вартості (VRI), млн дол.							
		Середні темпи сталого зростання							
		1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10
2016	2510	0	0	0	0	0	0	0	0
2017	3325	0	0	0	0	0	0	0	0
2018	4960	0	0	0	0	0	0	0	0
2019	5948	0	0	0	0	0	0	0	0
2020	9008	0	0	0	0	0	0	0	0
2021	5551	0	0	0	0	0	953	980	1007
2022	5223	0	0	0	717	936	980	1017	1055
2023	4848	0	0	342	724	954	1008	1056	1106
2024	5037	0	0	342	731	972	1037	1096	1158
2025	3852	0	118	342	738	990	1067	1138	1213
2026	1988	0	117	342	745	1211	1756	2363	3051
2027	1577	0	116	342	752	1234	1806	2453	3196
2028	525	0	115	342	759	1257	1857	2546	3348
2029	1018	0	114	342	767	1281	1910	2643	3507
2030	345	0	113	342	774	1306	1965	2744	3675
Σ16-30	35167	0	585	2211	5314	8134	11503	14680	18368
2031	225	0	112	342	781	1331	2021	2848	3850
2032	164	0	111	342	789	1356	2079	2957	4033
2033	104	0	110	342	796	1382	2138	3070	4225
2034	66	0	108	342	804	1408	2199	3186	4426
2035	57	0	107	342	812	1435	2262	3308	4637
2036	44	0	106	342	819	1462	2327	3434	4858
2037	41	0	105	342	827	1490	2393	3565	5089
2038	35	0	104	342	835	1519	2462	3700	5331
2039	16	0	103	342	843	1547	2532	3841	5585
2040	8	0	102	342	851	1577	2604	3988	5851
2041	3	0	101	342	859	1607	2679	4140	6130
Σ16-41	56479	0	1864	6499	15724	26254	40038	56073	76330

*Джерело: розраховано автором за даними порталу Мінфін.про планові платежі станом на 04.12.2015 р.

Результати дослідження [7] показують, що технологічну модернізацію вигідно робити швидкими темпами: при темпі випуску 1,10 середній приріст ВВП на одиницю інвестицій вдвічі більший порівняно з варіантом темпу в 1,03. Додаткове зростання ВВП дозволяє зменшити необхідні зовнішні запозичення для становлення і розвитку економіки України в 2017-2030 роках на 34 млрд дол. США. Важливо, що додаткові інвестиції для швидкого зростання з'являються не внаслідок «затягування пасків»: при середньому темпі випуску 1,08 ВВП більший в 1,77 разів порівняно з

варіантом темпу 1,03, а обсяг кінцевого споживання домашніх господарств збільшується в 1,79 рази! Ефективність швидкого розвитку за умови технологічної модернізації підтверджується і практичними результатами економічного зростання «азійських тигрів», Китаю в час їх становлення.

За результатами емпіричного дослідження ОЕСР граничний рівень державного боргу для країн з ринками, що формуються, складає 30-50 % ВВП, а для розвинутих країн – 70-90% ВВП [2]. В Україні фактичний обсяг державного боргу відносно ВВП перевищує ці гранично допустимі значення щонайменше, на 18,8 п. п. ВВП. Відповідно до досліджень МВФ, граничний рівень державного та гарантованого боргу у % до ВВП для країн із середніми та низькими доходами, які мають доступ до залучення капіталу фінансових ринків за нормальними ринковими ставками, становить 60% ВВП, проте Україна не має такого доступу (ставки залучень перевищують зазначений рівень), а отже доцільно покладатися на граничну ставку 30-50% згідно з дослідженнями ОЕСР.

Відносно доходів бюджету державний і гарантований державою борг станом на кінець 2017 року сягнув рівня 270%, що також перевищувало гранично допустимий рівень – 200%.

Валовий зовнішній борг України, який включає як державний, так і корпоративні борги, у 2017 році склав 217,6% експорту, в той час як гранично допустиме значення для країн з низькими і середніми доходами становить 200% експорту.

Як зазначає в своїх дослідженнях Тетяна Богдан, завідувач відділу державних фінансів Експертно-аналітичного центру «Оптіма», максимально допустиме значення співвідношення короткострокового зовнішнього боргу і міжнародних резервів, відповідно до критерію Грінспена, дорівнює 100%. В Україні даний показник у 2017 р. становив 248,4%, що вказує на потенційну нестійкість боргової позиції держави і приватного сектору, а також неадекватність офіційних валютних резервів цілям підтримки міжнародної ліквідності країни у випадку реверсу потоків капіталу [2].

Однак стратегія швидкого зростання на основі передових технологій може бути застосована і у випадку України. Але існування «гальма VRI» фактично позбавляє Україну від історичної перспективи перетворитися на успішну країну. Кволе зростання після стількох років падіння і стагнації неминуче веде Україну в «сіру зону» з перманентно бідним і революційним населенням, корумпованою владою та постійною загрозою розпаду держави на окремі анклави.

Тому Уряду та відповідним інституціям вже зараз потрібно шукати шляхи вирішення цієї проблеми. Щоб інструменти відновлення вартості не були інструментами законного пограбування України.

Забезпечення стійкого зростання та конкурентоспроможності національної економіки як стратегічного напрямку реалізації державної політики України вимагає системного та ефективного реформування, насамперед, сфери управління державним боргом, зокрема, як одного із ключових чинників стабільності державних фінансів та забезпечення соціального-економічного розвитку.

З огляду на обрання нашою державою євроінтеграційного курсу та підписання Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, актуалізуються питання адаптації

передового міжнародного досвіду державної боргової політики, зокрема, вимог Пакту стабільності та зростання. Це вимагає як зміни підходів до її формування, так і досягнення показників, близьких до європейських параметрів У рамках реагування на глобальні фінансові потрясіння у 2008-2009 рр. країни ЄС активізували заходи, спрямовані на трансформацію фінансового ринку.

Візьмемо за приклад Грецію, де за результатами реструктуризації, яка проводилась під тиском уряду Греції на зацікавлені сторони щодо ймовірного дефолту цієї країни, у 2012 р. державний борг Греції зменшився на 106,5 млрд євро, а сума виплати відсотків у майбутньому – на 45 млрд євро. Також 2012 р. Центробанком ЄС за рішенням Єврогрупи країні було надано 100 млрд євро економічної допомоги [2; 4; 11; 13; 14].

В той же час Греція ухвалила закон щодо спрощення процедури реструктуризації, за яким у разі погодження на умови реструктуризації за певними цінними паперами більш ніж двох третин інвесторів цей закон поширюється на всіх власників таких цінних паперів.

Якщо в докризовому періоді Греції та Італії (табл. 4) вдавалося утримувати значення боргових показників на рівні, близькому до параметрів Пакту стабільності та зростання, то після кризи 2008 року обсяги боргів почали зростати.

Таблиця 4

**Динаміка ВВП та державного боргу окремих країн – старих членів ЄС,
в яких загострились боргові проблеми у 2002-2015 рр.***

Рік	Італія (в ЄС з 1957)		Греція (в ЄС з 1981)	
	ВВП, млн дол. США	державний борг, % від ВВП	ВВП, млн дол. США	державний борг, % від ВВП
2008	2403,2	102,3	356,3	108,8
2009	2191,8	112,5	330,7	126,2
2010	2130,6	115,3	300,2	145,7
2011	2280,3	116,4	289,1	171,0
2012	2076,4	123,2	249,7	156,5
2013	2137,6	128,6	242,3	174,9
2014	2148,0	132,1	238,0	177,2
2015	1842,8	133,8	207,1	172,7

*Джерело: сформовано автором за даними International Monetary Fund. [Електронний ресурс].

Темпи щорічного зростання ВВП країн ЄС упродовж тривалого часу коливалися в діапазоні від 1,3 до 3,9%, проте глобальні кризові явища зумовили різкий спад його показників в 2008 р. (до – 4,4%) з поступовим відновленням у 2009-2013 рр. до значень, що не перевищили 2,1% (табл. 5). Тенденція до зростання боргового навантаження характерна для країн – старих членів ЄС, хоча рівень зростав по-різному, зокрема, рівень боргового навантаження сектора загальнодержавного управління (за 2015 р.) Швеції – 41% ВВП, Німеччини – 69% ВВП, Нідерландів – 47% ВВП, Фінляндії – 62% ВВП. Значно вищим був рівень боргу в Іспанії – 99% ВВП, Франції – 97% ВВП, Великобританії – 91% ВВП, Австрії – 89% ВВП (табл. 5).

**Динаміка ВВП та державного боргу країн – старих членів ЄС
у 2008 - 2015 рр., % від ВВП***

Рік	Франція	Німеччина	Італія	Нідерланди	Велика Британія	Греція	Португалія	Іспанія	Австрія	Фінляндія	Швеція
2008	67,9	64,9	102,3	54,7	51,8	108,8	71,7	39,4	68,5	32,5	36,7
2009	78,8	72,4	112,5	56,4	65,8	126,2	83,6	52,7	79,7	41,5	40,2
2010	81,5	80,3	115,3	59,0	76,4	145,7	96,2	60,1	82,4	46,6	36,7
2011	85,0	77,6	116,4	61,3	81,8	171,0	111,1	69,2	82,1	48,5	36,1
2012	89,2	79,0	123,2	66,5	85,8	156,5	125,8	84,4	81,7	52,9	36,4
2013	92,4	76,9	128,6	68,6	87,3	174,9	129,7	92,1	81,2	55,7	38,6
2014	95,1	73,1	132,1	68,3	89,5	177,2	130,2	97,7	86,8	59,6	41,5
2015	97,0	69,5	133,8	67,5	91,1	172,7	126,3	99,4	88,8	61,7	41,1

*Джерело: сформовано автором за даними International Monetary Fund [Електронний ресурс].

Проблемним аспектом боргової ситуації в Україні є також деформована структура державного боргу за видами валют. Так, станом на 2018 рік частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила 31,7% загальної суми державного і гарантованого боргу (рис. 1) [2].

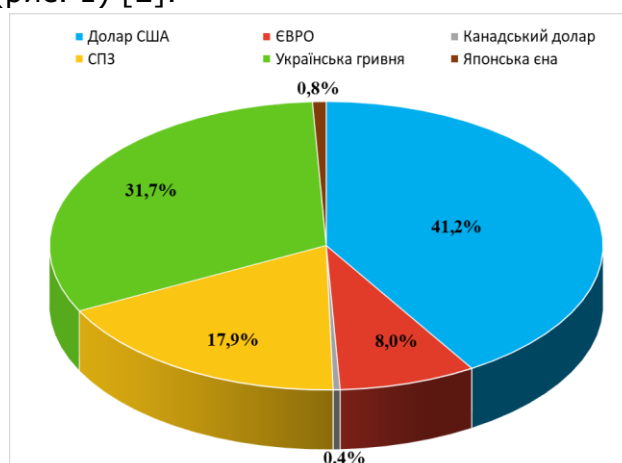


Рис.1. Валютна структура державного та гарантованого державою боргу станом на 2018 рік

Як ми бачимо, валютна структура державного боргу України вказує на високу вразливість державних фінансів України до ризиків коливань валютного курсу гривні. В цьому контексті слід згадати, що всі значні і слабо-керовані девальвації гривні в нашій країні давали поштовх до дефолтів і реструктуризацій державного та/або приватного боргу.

Таким чином, високий рівень боргового навантаження, несприятлива валютна структура державного і гарантованого державою боргу та незадовільні значення показників стійкості державного боргу України свідчать про суттєві боргові ризики, які потребують серйозної уваги органів державної влади та оптимізації управління державним боргом.

Висновки. У середньо- і довгостроковому періодах, за застереженнями МВФ, слід зважати на дію таких ризиків, які з високою вірогідністю погіршуватимуть

перспективи боргової стійкості в глобальному масштабі: можливе зростання глобальних відсоткових ставок у відповідь на дію непередбачуваних факторів (наприклад, підвищення темпів інфляції в США) визначатиме подальше нарощування боргового навантаження, особливо у країнах із значними потребами у валовому фінансуванні та низькими темпами економічного зростання, і може стати причиною втрати їх доступу до ринку; глобальна економічна і політична непевність: непевність у програмах фіскальної консолідації багатьох країн, труднощі в ЄС, пов'язані з «Brexit», геополітичні ризики і регіональні збройні конфлікти – всі ці чинники можуть підірвати довіру учасників фінансового ринку, що ускладнюватиме рефінансування державних боргів; можливе уповільнення світового економічного зростання перекреслюватиме плани скорочення відносних показників державного боргу, а також погіршуватиме первинні баланси бюджетів у схильних до рецесії країн; несприятливі демографічні зміни і старіння населення породжуватимуть гострі виклики у довгостроковій перспективі: скорочення кількості робочої сили у розвинутих країнах зменшуватиме потенційні темпи економічного зростання, а зростання бюджетних видатків на медичне обслуговування літніх людей та їх пенсійне забезпечення може порушити фіскальну стійкість [2].

У макроекономічному контексті небезпека високого боргового навантаження у державному секторі пов'язана з наступними факторами: підвищенням ступеня економічної непевності і зменшенням у економіці приватних інвестицій, внаслідок дії ефекту витіснення, що пригнічує темпи економічного зростання країни; виникненням необхідності генерування надлишку поточного рахунку платіжного балансу чи профіциту бюджету для обслуговування накопиченого боргу, що скорочує інвестиційний і споживчий попит в економіці; втратою для уряду можливості проводити антициклічну фіскальну та монетарну політику, що позбавляє його інструментів підтримки сукупного попиту в кризових умовах і збільшує таким чином тривалість/ глибину економічної кризи; підвищенням ризиків рефінансування державного боргу: уряд раптово може втратити доступ до позичкового фінансування, що породжуватиме кризу ліквідності і генеруватиме кризові імпульси для економіки; посиленням вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків з боку змін відсоткових ставок, цін на експортовані товари, попиту в країнах-партнерах, які можуть стати причиною дефолту.

Серед заходів ефективного регулювання боргу для України є важливим такий інструмент опосередкованої дії, як підвищення ефективності інвестиційної політики. Це передбачає заходи з покращення інвестиційного клімату, зокрема через: спрощення процедури заснування компаній, порядку реєстрації власності; зниження податкового навантаження на підприємства; додаткові стимули для інвесторів у вигляді податкових послаблень (тимчасове звільнення від сплати податків, звуження бази оподаткування шляхом вирахування частини витрат) і митних преференцій (пільгові митні тарифи на ввезення устаткування); пряму фінансову підтримку у вигляді державних субсидій, кредитів і грантів. Це поряд з нівелюванням негативної дії дисбалансів і реалізацією стратегії інноваційного розвитку може позитивно відбитися на перспективах економічного зростання України.

Список використаних джерел:

1. Про державний внутрішній борг України : Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу

: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T260400.htm

2. Аналіз управління державним боргом України у 2018 році // Експертно-аналітичний центр «ОПТИМА» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://optimacenter.org/research/analiz-upravlinnja-derzhavnym-borgom-ukrajiny>

3. Боргова арифметика: три мільярди списали, десятки додали? [Електронний ресурс] // LB.ua. – 2015. – 9.09. – Режим доступу: http://economics.lb.ua/state/2015/09/09/315502_borgova_arifmetika_tri_milyardi.html.

4. Вдовічен А. А. Макроекономічні диспропорції економіки України: сутність та особливості формування : [монографія] / А. А. Вдовічен; Національний університет біоресурсів і природокористування України. – К., 2017. – 310 с.

5. Верховна Рада проголосувала за реструктуризацію держборгу [Електронний ресурс] // BBC Україна. – 2015. – 17 вересня. – Режим доступу: http://www.bbc.com/ukrainian/news_in_brief/2015/09/150917_dk_rada_debt_restructuring

6. Економічні підсумки 2016 року: зростання тарифів, долара, боргів і нездійснені надії [Електронний ресурс] // 112.ua. – 2016. – 22 грудня. – Режим доступу: <http://ua.112.ua/statji/ekonomichni-pidsumky-2016-roku-zrostantia-taryfiv-dolara-borhiv-i-nezdiisneni-nadii-360732-print.html>

7. Іллюша С. Н. Моделювання технологічного наближення України до розвинених країн / С. Н. Іллюша // Економіка і прогнозування. – 2015. – №3. – С. 104-121.

8. Державний борг та гарантований державою борг // Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyborhta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>

9. Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] // НБУ. – Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.

10. Чи варто було Верховній Раді голосувати за реструктуризацію Держборгу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://voxukraine.org/2015/09/19/chy-varto-verhovniy-radi-holosuvatu-za-restructuryzatsiy-derzhborgy>

11. Шинкарук Л. В. Макроекономічні диспропорції України: особливості формування та механізм регулювання : [монографія] / Л. В. Шинкарук, А. А. Вдовічен; Національний університет біоресурсів і природокористування України. – Чернівці : Технодрук, 2018. – 488 с.

12. Юрчишин В. Зовнішньоекономічні дисбаланси України як фактор-виклик 2019. Аналітична доповідь / В. Юрчишин // Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання / Наук. ред. В. Юрчишин. – Київ: Заповіт, 2017. – С. 5-73.

13. Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. – OECD Economic Department Working Paper. – July 2015.

14. International Monetary Fund. Fiscal Monitor (April 2018). – Retrieved from: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>

Anatolii Vdovichen, Doctor of Economics, Associate Professor,
Chernivtsi Institute of Trade and Economics of KNUTE,
Chernivtsi

STATE DEBT MANAGEMENT BY THE HYPOTHETIC SCENARIOS OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF THE ECONOMY OF UKRAINE UNDER THE TERMS OF THE VRI AGREEMENT

Summary

The article analyzes a number of scientific publications devoted to the problems of public debt management. Today it is difficult to find a state that would be able to do without borrowing. The use of state loans is due to the lack of own financial resources necessary to finance the state budget. Under the conditions of effective use, attracted funds can be a positive factor in economic growth, but in the other hand, an increase in indebtedness leads to a financial crisis, a violation of macroeconomic stability and deepening of macroeconomic imbalances. The problem of public debt management is one of the most acute problems of public administration in Ukraine, which needs a deep understanding, independent analysis,

forecast and the formation of optimal ways of its solution. Therefore, the purpose of this article is to study the process of managing public debt under hypothetical scenarios of sustainable development of the Ukrainian economy within the framework of the VRI agreement. Due to the excessive debt burden, the upward trend in debt ratios by 2019, the ineffective policy of restructuring public debt in 2015, which has created the potential for exacerbation of financial and economic problems in the future, there are significant shortcomings in today's borrowing policy and the practice of using them - these issues should be in the center of attention of state authorities, scientific and expert environment. Without solving these problems and introducing an optimal public debt management system and attracting investment rather than debt resources, Ukraine will not be able to eliminate the permanent risks of financial destabilization and, therefore, implement an effective strategy for sustainable economic development.

Key words: imbalance, macroeconomic imbalances, public debt, public debt management, public debt restructuring, internal state debt, external public debt, debt policy, budget deficit, GDP.

References:

1. *About the state internal borg of Ukraine*, Law of Ukraine. Available at: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T260400.htm (in Ukr.).
2. *Analyze the management of the State Border of Ukraine from 2018*. Expert-analytical center "OPTIMA". Available at: <http://optimacenter.org/research/analiz-upravlinnja-derzhavnym-borgom-ukrajiny> (in Ukr.).
3. LB.ua (2015). *Borg's arithmetic: three milliard written off, dozens have given?* Available at: http://economics.lb.ua/state/2015/09/09/315502_borgova_arifmetika_tri_milyardi.html (in Ukr.).
4. Vdovichen, A.A. (2017). *Makroekonomichni dysproportsii ekonomiky Ukrainy: sutnist' ta osoblyvosti formuvannia* [Macroeconomic disproportions of the economy of Ukraine: sunshine and special features], Kyiv, 310 p. (in Ukr.).
5. BBC Ukraine (2015). *Verkhovna Rada voted for the restructuring of the state holding*. Available at: http://www.bbc.com/ukrainian/news_in_brief/2015/09/150917_dk_rada_debt_restructuring (in Ukr.).
6. 112.ua (2016). *Economic outcomes in 2016: growth of tariffs, dollar, debts and unfulfilled hopes*. Available at: <http://ua.112.ua/statji/ekonomichni-pidsumky-2016-roku-zrostantia-taryfiv-dolara-borhiv-i-nezdiisneni-nadii-360732-print.html> (in Ukr.).
7. Illiusha, S.N. (2015). *Modeling Technological Approximation of Ukraine to the Developed Countries. Ekonomika i prohozuvannia [Economics and Forecasting]*, no. 3, pp. 104-121 (in Ukr.).
8. Official website of the Ministry of Finance of Ukraine. *State debt and state-guaranteed debt*. Available at: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyiborhta-harantovanyi-derzhavoiu-borh> (in Ukr.).
9. NBU. *Statistics of the external sector*. Available at: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446 (in Ukr.).
10. *Was the Verkhovna Rada worth voting for the restructuring of the State Debt*. Available at: <http://voxukraine.org/2015/09/19/chy-varto-verhovniy-radi-holosuvatu-za-restrukturyzatsiy-derzhborgy> (in Ukr.).
11. Shynkaruk, L.V., Vdovichen, A.A. (2018). *Makroekonomichni dysproportsii Ukrainy: osoblyvosti formuvannia ta mekhanizm rehuliuвання* [Macroeconomic imbalances of Ukraine: peculiarities of formation and regulation mechanism], Technodruk, Chernivtsi, 488 p. (in Ukr.).
12. Yurchyshyn, V. (2017). *Foreign-economic imbalances of Ukraine as a factor-challenge 2019, Analytical report*. In: *Vyklyky i ryzyky rozghortannia kryzovykh protsesiv v Ukraini ta napriamy ekonomichnoi polityky ikh zapobihannia [Challenges and risks of deployment of crisis processes in Ukraine and directions of economic policy of their prevention]*, Testament, Kyiv, pp. 5-73 (in Ukr.).
13. Fall F., Fournier J. (July 2015). *Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. OECD Economic Department Working Paper*.
14. International Monetary Fund. *Fiscal Monitor* (April 2018). Available at: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>

