

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ «ЧЕРНІГІВСЬКА ПОЛІТЕХНІКА»

Кваліфікаційна наукова праця на
правах рукопису

ГАНЦЯК Михайло Олегович

УДК: 336.27(477)(043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ

ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ
НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

Спеціальність 072 – Фінанси, банківська справа та страхування

Галузь знань: 07 – Управління та адміністрування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело



Михайло ГАНЦЯК

Науковий керівник:

Корнєєв Володимир Вікторович,
доктор економічних наук, професор

Чернігів – 2023

АНОТАЦІЯ

Ганцяк М. О. Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Національний університет «Чернігівська політехніка», Міністерство освіти і науки, Чернігів, 2023.

У дисертації поглиблені теоретико-методичні засади фінансових відносин на ринку державного боргу України та обґрунтовані пропозиції щодо розширення кредитного інструментарію фінансування дефіциту державного бюджету й управління державним боргом.

Доведено, що притаманним проявом кредитних відносин за участі держави як позичальника ресурсів є виникнення державного боргу. Імпліцитно, поняття державний борг тісно пов'язане із поняттям державного кредиту, що визначає побудову ієрархії понять: диспропорції між дохідною та видатковою частинами – дефіцит державного бюджету – державний кредит – державний борг. Визначено та розкрито зміст ефектів державного боргу, зокрема, його вплив на: рівень цін; розподіл доходів; обсяг заощаджень та інвестицій; економічний розвиток в цілому. Особливості впливу державного боргу на фінансову систему розглянуті у ретроспективі. Їх аналіз дозволяє стверджувати, що негативні наслідки залежності від боргового фінансування мінімізуються зваженою стратегією і тактикою управління державним боргом.

Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу визначено як процес реалізації кредитних відносин між державою як позичальником (дебітором) та кредиторами на засадах поверненості, платності, строковості обігу позикового капіталу. Метою залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є необхідність фінансування дефіциту державного бюджету із виконанням видаткової його частини. В частині управління державним боргом операції

обслуговування та погашення державного боргу згідно кредитних угод попередніх періодів є підпорядкованими при виконанні видаткової частини бюджету і фінансування захищених статей бюджету.

Фінансові інструменти залучення ресурсів на ринку державного боргу є сек'юритизовані та несек'юритизовані. Перші з них пов'язані з використанням цінних паперів (облігацій, нот, векселів, інших), а другі відображають міждержавні кредитні угоди, кредитування від міжнародних фінансових організацій, приватних та інституційних кредиторів. Серед функцій залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу виокремлено функцію фінансування, регулюючу функцію, стимулюючу функцію та перерозподільну.

В частині удосконалення класифікації сегментів фінансового ринку обґрунтовано необхідність виокремлення окремого сегменту – ринок державного боргу як відображення його значення у структурній композиції фінансової системи. Варіативна сегментація фінансового ринку (залежно від ринкової кон'юнктури та циклічної чи контрциклічної динаміки розвитку) також визначає окрему фіксацію ринку державного боргу.

Обґрунтовуючи наявність ринку державного боргу у структурі сегментів фінансового ринку визначено, що переважна частина ринку державного боргу розміщена в межах ринку цінних паперів (фондового ринку) з використанням сек'юритизованих інструментів залучення ресурсів. Композиційно ринок державного боргу охоплює ринок державних боргових цінних паперів та сегмент кредитного ринку за участі держави (сегмент прямих та інших кредитів). Ринок державних цінних паперів у структурі державного боргу визначено як значний ресурсоємний сегмент боргових ринків, зі значними обсягами залучення ресурсів, мобільністю перетоку капіталу та ліквідністю. У структурі ринку державного боргу підпорядковані його частини визначені як субринки.

Досліджено структуру інструментів та сегментів ринку державних боргових цінних паперів та зовнішнього сегменту кредитного ринку. Класифікація ринку державних цінних паперів передбачає наявність таких ознак, як термін погашення, спосіб виплати доходу за інструментом, тип емітента, рівень реалізації, валюта

номіналу, напрям використання залучених коштів від продажу. Обґрунтовано виокремлення відповідних сегментів, де обертаються боргові інструменти залучення ресурсів та розкрито.

Доведено необхідність виокремлення функцій ринку державного боргу та доведено що такі функції слід розглядати на рівні основних (фінансування дефіциту державного бюджету; фінансування поточних касових розривів (дефіцит поточного бюджету); фінансування окремих цільових програм; фінансування сплати боргів за раніше випущеними цінними паперами; ціноутворення на ринку; механізм реалізації кредитних відносин) та опосередкованих (функція формування партнерських взаємовідносин між позичальником та кредитором; функція об'єднання капіталів; функція збільшення капіталу та виробництва; функція підтримки ліквідності ринку цінних паперів).

В роботі надана характеристика суб'єктної структури сегментів ринку державного боргу. Структура суб'єктів (учасників) ринку державного боргу багато в чому визначається формою державного устрою, особливостями законодавства та організації фінансового ринку та ринку цінних паперів, проте в загальному запропоновано виокремлювати державу (позичальника) на ринку, інвесторів та кредиторів та надано характеристику кожної із груп суб'єктів.

До ключових елементів системи інституційного забезпечення ринку державного боргу віднесено: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу. Використовуючи запропоновану систему елементів інфраструктурного забезпечення охарактеризовано ринок державного боргу в Україні.

Злагожденість та ефективність процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу відображається на структурі власне державного боргу України (частки зовнішнього та внутрішнього боргу, диверсифікація позичальників, вартість обслуговування, валютна структура і т.п.), та показниках,

що відображають боргову безпеку держави. Це зумовило основну увагу дослідженню окремих показників, що їх характеризують. З'ясовано, що негативні наслідки, які пов'язані з неефективністю залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, проявляються переважно на останньому етапі – повернення (погашення боргів).

Обґрунтовується необхідність оцінки залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу з врахуванням особливостей макроекономічної кон'юнктури, що дозволяє оптимально вирівнювати перерозподіл фінансових ресурсів на ринку, особливо в умовах їх обмеженості. Оцінка державного боргу в контексті заданих параметрів, дозволила оцінити процес залучення на ринку державного боргу і виявити негативні явища, що його супроводжують, зокрема ефект інвестиційного витіснення у секторах ринку.

Здійснено підрахунок коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України, який для порівняльної оцінки обраховувався не лише для України, а й для Польщі, який ілюструє, що для умовно заданих макроекономічних умов залучення фінансування боргу є ефективним, адже показник є більшим 1. Для розрахунку коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринках державного боргу враховується позитивний та негативний вплив факторів та передбачає прямий та обернений зв'язок між відповідними змінними.

З позиції підтримки макроекономічної стабільності та боргової безпеки держави, залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів є пріоритетними порівняно із залученням прямих кредитів. Залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку державного боргу в Україні відбувається переважно в межах сегменту державних боргових цінних паперів. Аналіз даного сегменту оцінено за допомогою обрахунку та інтерпретації рядка абсолютних та відносних показників. Акцентовано увагу на тому, що ефективність залучення на ринку державного боргу полягає в дотриманні балансу між можливостями та потребами.

Аналіз тенденцій залучення фінансових ресурсів ринку проведено шляхом оцінки динаміки абсолютних та відносних показників, що описують залучення як на зовнішньому кредитному сегменті (отримання прямих кредитів), так і на сегменті ринку боргових цінних паперів. Оцінка показників здійснювалась за допомогою порівняння зазначених показників із науково-обґрунтованими нормами та стандартами. Показники залучення фінансування на зовнішньому ринку державного боргу України демонструють гіпертрофовану структуру – компаративно відмінну від практики у розвинених країнах та країнах із низьким рівнем розвитку.

Регулювання важливого структурного співвідношення внутрішнього і зовнішнього боргу – дуже складний процес, який оптимізують з точки зору безпекових міркувань, зниження вартості позик і збільшення їх терміну шляхом переключення з внутрішнього ринку на зовнішній і навпаки.

Побудовано модель ієрархії загроз при зростанні державного боргу України. Обґрунтовані, виокремлені, проранжовані стратифікаційні рівні загроз. Доведено, що стратифікаційна ієрархія повинна спонукати до раціонального вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу.

Розгляд домінант політики врегулювання на ринку державного боргу України є необхідним, адже визначенню напрямків вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має передувати вирішення накопичених проблем та їх врегулювання. Саме тому, в роботі зроблено акцент на тому, що домінанти політики врегулювання ринку державного боргу повинні формуватися комплексно, враховувати низку передумов формування державного боргу, загроз його зростання та впливу на інші макроекономічні показники.

Прорахунки в борговій політиці, які часто виникають через негативний вплив державного боргу на інші сфери економіки, економічне відновлення та зростання, повинні врегульовуватися шляхом розробки дієвих напрямків удосконалення політики залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Погодження плану урегулювання боргу з кредитором, що за обставин втрати платоспроможності є єдиним ефективним варіантом та є домінантом політики врегулювання для України. В цьому контексті, приділено увагу вивченню особливостей здійснення реструктуризації державних боргів та порівняння її наслідків із наслідками проведення дефолту.

З огляду на складну поточну боргову ситуацію України в міжнародних кредитних рейтингах, акцентовані особливості позиціонування держав у системі глобальних кредиторів. Визначення чіткого місця України в даній системі визнано ще одним із домінантів врегулювання на ринку державного боргу.

В умовах поточної фінансової нестабільності важливо зберегти повне порозуміння з кредиторами та не втратити доступ до ринку позикового капіталу. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України здійснено в розрізі напрямів прямого та опосередкованого впливу на цей ринок. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу здійснюється у площині вирішення та запобігання проблем, вирішення яких є пріоритетним завданням вдосконалення процесу залучення. Кожен із запропонованих напрямів сприяє вирішенню окремих проблем, що ідентифіковані в роботі.

Ключові слова: державний борг, дефіцит бюджету, фінансові ресурси, фінансові інструменти, фінансовий ринок, ринок державного боргу, економічний розвиток, ринок цінних паперів, інвестиційна діяльність, інвестиції, державні облігації, управління державним боргом, фінансова безпека, фінансові відносини, економічна безпека.

ANNOTATION

Hantsiak M. O. Financial resources attraction on the public debt market of Ukraine. – Qualifying scientific work on manuscript rights.

Dissertation for obtaining the degree of Doctor of Philosophy in the field of knowledge 07 «Management and administration» specialty 072 «Finances, banking and insurance». – Chernihiv Polytechnic National University, Ministry of Education and Science, Chernihiv, 2023.

The dissertation deepens the theoretical and methodological foundations of financial relations in the market of the public debt of Ukraine and substantiates proposals regarding the expansion of credit tools for financing the state budget deficit and public debt management.

It has been proven that a characteristic manifestation of credit relations with the participation of the state as a borrower of resources is the emergence of state debt. Implicitly, the concept of public debt is closely related to the concept of public credit, which determines the construction of a hierarchy of concepts: disproportions between income and expenditure parts - public budget deficit - public credit - public debt. The content of the effects of the state debt is defined and revealed, in particular, its impact on: the price level; income distribution; amount of savings and investments; economic development in general. Peculiarities of the impact of public debt on the financial system are considered in retrospect. Their analysis allows us to state that the negative consequences of dependence on debt financing are minimized by a balanced strategy and tactics of public debt management.

Attracting financial resources on the public debt market is defined as the process of implementing credit relations between the state as a borrower (debtor) and creditors on the basis of repayment, payment, and maturity of loan capital circulation. The purpose of attracting financial resources on the public debt market is the need to finance the deficit of the state budget with the fulfillment of its expenditure part. In terms of public debt management, servicing operations and repayment of public debt in accordance with credit agreements of previous periods are subordinated to the execution of the expenditure part of the budget and financing of protected budget items.

Financial instruments for raising resources on the public debt market are securitized and non-securitized. The first of them are related to the use of securities (bonds, notes, promissory notes, etc.), and the second reflect interstate credit agreements, lending from international financial organizations, private and institutional creditors. Among the functions of attracting financial resources in the public debt market, the financing function, the regulatory function, the stimulating function, and the redistributive function are distinguished.

In terms of improving the classification of financial market segments, the need to single out a separate segment - the public debt market as a reflection of its importance in the structural composition of the financial system - is substantiated. Variable segmentation of the financial market (depending on market conditions and cyclical or countercyclical dynamics of development) also determines a separate fixation of the public debt market.

Justifying the presence of the public debt market in the structure of the financial market segments, it was determined that the majority of the public debt market is located within the securities market (stock market) using securitized instruments for attracting resources. Compositionally, the government debt market includes the market of government debt securities and the segment of the credit market with the participation of the state (the segment of direct and other loans). The market of government securities in the structure of government debt is defined as a significant resource-intensive segment of debt markets, with significant volumes of resource attraction, capital flow mobility and liquidity. In the structure of the public debt market, its subordinate parts are defined as submarkets.

The structure of instruments and segments of the government debt securities market and the external segment of the credit market were studied. The classification of the market of government securities assumes the presence of such characteristics as the maturity date, the method of payment of income under the instrument, the type of issuer, the level of realization, the currency of the denomination, the direction of use of the funds raised from the sale. The identification of the relevant segments where the debt instruments for attracting resources are circulated and disclosed is substantiated.

The need to distinguish the functions of the state debt market has been proven and it has been proven that such functions should be considered at the main level (financing of the state budget deficit; financing of current cash gaps (current budget deficit); financing of certain targeted programs; financing of debt payments for previously issued securities; pricing on the market; the mechanism of implementation of credit relations) and mediated (the function of forming partnership relations between the borrower and the creditor; the function of combining capitals; the function of increasing capital and production; the function of maintaining the liquidity of the securities market).

The paper describes the subject structure of the government debt market segments. The structure of subjects (participants) of the public debt market is largely determined by the form of government, the specifics of legislation and the organization of the financial market and the securities market, but in general it is proposed to distinguish the state (borrower) in the market, investors and creditors, and the characteristics of each of the groups of given subjects.

Key elements of the system of institutional support of the public debt market include: public debt market entities and the principles of their activity; legislative and regulatory support for attracting financial resources on the public debt market; the country's public debt management policy; technological support for attracting financial resources on the public debt market; the system of restructuring the public debt. Using the proposed system of elements of infrastructural support, the public debt market in Ukraine is characterized.

The coherence and efficiency of the process of attracting financial resources on the public debt market is reflected in the structure of Ukraine's own public debt (shares of foreign and domestic debt, diversification of borrowers, cost of servicing, currency structure, etc.), and indicators reflecting the state's debt security. This caused the main attention to the study of individual indicators characterizing them. It was found that the negative consequences associated with the inefficiency of attracting financial resources on the public debt market are manifested mainly at the last stage - repayment (repayment of debts).

The necessity of assessing the involvement of financial resources in the public debt market is substantiated, taking into account the peculiarities of the macroeconomic situation, which allows optimally equalizing the redistribution of financial resources in the market, especially in conditions of their limitations. The evaluation of the public debt in the context of the given parameters made it possible to evaluate the process of attracting public debt on the market and to identify the negative phenomena that accompany it, in particular the effect of investment displacement in market sectors.

The calculation of the efficiency factor of attracting financing on the public debt market of Ukraine was carried out, which was calculated for comparative assessment not only for Ukraine, but also for Poland, which illustrates that for conditionally given macroeconomic conditions, attracting debt financing is effective, because the indicator is greater than 1. For the calculation the coefficient of the efficiency of attracting financing on the public debt markets takes into account the positive and negative influence of factors and assumes a direct and inverse relationship between the relevant variables.

From the point of view of supporting macroeconomic stability and debt security of the state, the attraction of financial resources on the market of government debt securities is a priority compared to the attraction of direct loans. Attracting financial resources on the domestic market of the state government in Ukraine takes place mainly within the segment of government debt securities. The analysis of this segment was assessed using the calculation and interpretation of a series of absolute and relative indicators. Attention is focused on the fact that the effectiveness of attracting public debt on the market consists in maintaining a balance between opportunities and needs.

The analysis of trends in the attraction of financial resources of the market is carried out by evaluating the dynamics of absolute and relative indicators describing the attraction both in the external credit segment (obtaining direct loans) and in the segment of the debt securities market. The evaluation of indicators was carried out by comparing the specified indicators with scientifically based norms and standards. Indicators of attracting financing on the external market of the public debt of Ukraine demonstrate a hypertrophied structure that is comparatively different from the practice in developed countries and countries with a low level of development.

Regulation of the important structural ratio of internal and external debt is a very complex process, which is optimized from the point of view of security considerations, reducing the cost of loans and increasing their term by switching from the internal market to the external market and vice versa.

A model of the hierarchy of threats during the growth of the national debt of Ukraine has been built. The stratified levels of threats were grounded, isolated, and ranked. It has been proven that the stratification hierarchy should lead to a rational choice of parameters for attracting financing on the public debt market.

Consideration of the dominant policy of regulation in the public debt market of Ukraine is necessary, because the determination of directions for improving the process of attracting financial resources in the public debt market must be preceded by the solution of the accumulated problems and their settlement. That is why the paper emphasizes that the dominant policy of regulating the public debt market should be formed comprehensively, taking into account a number of prerequisites for the formation of public debt, threats to its growth and impact on other macroeconomic indicators.

Miscalculations in debt policy, which often arise due to the negative impact of public debt on other areas of the economy, economic recovery and growth, should be resolved by developing effective directions for improving the policy of attracting financial resources on the public debt market of Ukraine.

Agreeing on a debt settlement plan with the creditor, which is the only effective option under the circumstances of insolvency and is the dominant settlement policy for Ukraine. In this context, attention is paid to the study of the peculiarities of public debt restructuring and the comparison of its consequences with the consequences of default.

In view of the difficult current debt situation of Ukraine in international credit ratings, the peculiarities of the positioning of states in the system of global creditors are emphasized. Determining Ukraine's clear place in this system is recognized as one of the dominant factors in the settlement of the public debt market.

In the current financial instability, it is important to maintain full understanding with creditors and not lose access to the debt capital market. The selection of directions for improving the process of attracting financial resources in the market of the public

debt of Ukraine was carried out in terms of directions of direct and indirect influence on this market. The choice of directions for improving the process of attracting financial resources in the public debt market is carried out in the area of solving and preventing problems, the solution of which is a priority task of improving the process of attracting. Each of the proposed directions contributes to the solution of individual problems identified in the work.

Key words: public debt, budget deficit, financial resources, financial instruments, financial market, public debt market, economic development, securities market, investment activity, investments, government bonds, public debt management, financial security, financial relations, economic security.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА, В ЯКИХ ОПУБЛІКОВАНІ ОСНОВНІ НАУКОВІ РЕЗУЛЬТАТИ ДИСЕРТАЦІЇ

монографії:

1. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung: collective monograph / herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany, 2020. 715 p. (0,6 друк. арк.). Особистий внесок: розрахунок показників, що підтверджують існування ефекту витіснення на ринку державного боргу, розгляд теорій що описують ефекти витіснення – 0,4 друк. арк.*

2. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору. *Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій: [монографія] / за науковою редакцією д.е.н., професора, заслуженого діяча науки і техніки України С. В. Онишко. Ірпінь : Державний податковий університет. 2023. С. 525-549. (1 друк. арк.). Особистий внесок: статистичний аналіз показників, що характеризують взаємодію державного боргового та банківського сегментів – 0,5 д. а.*

статті у фахових виданнях України:

3. Ганцяк М. О. Державний борг і кредит: особливості прояву макроекономічних ефектів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2019. № 11. С. 50–58. DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.3606196>. (0,8 друк. арк).

4. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу та інструменти фінансування дефіциту бюджету. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка»*. 2020. № 19(47). С. 80–84. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19\(47\)-80-85](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19(47)-80-85). (0,7 друк. арк).

5. **Ганцяк М. О.**, Мамонова Г. В. Моделювання ієрархії загроз зростання державного боргу України. *Стратегія економічного розвитку України*. 2021. № 49. С. 54–64. DOI: <https://doi.org/10.33111/sedu.2021.49.054.066>. (0,7 друк. арк.).

Особистий внесок: вибір та обґрунтування факторів, що є загрозами зростання Державного боргу України, побудова моделі ієрархії загроз та її інтерпретація – 0,4 друк. арк.

6. **Ганцяк М. О.**, Мамонова Г. В. Ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі. *Бізнес-навігатор*. 2022. № 1(68). С. 132 – 136. DOI: <https://doi.org/10.32847/business-navigator.68-23>. (0,6 друк. арк.).

Особистий внесок: вибір та обґрунтування чинників, що формують макроекономічні умови та визначають ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, підрахунок коефіцієнта ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України та Польщі, інтерпретація результатів – 0,3 друк. арк.

7. Ганцяк М. О. Ключові детермінанти стану ринку державного боргу України в довоєнний період. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка»*. 2022. № 26(54). С. 65–70. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26\(54\)-65-70](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26(54)-65-70). (0,6 друк. арк.).

8. Ганцяк М. О. Сучасний стан залучення фінансування бюджетного дефіциту на ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1797/1732>. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17>. (0,5 друк. арк.).

9. Ганцяк Михайло. Дефолт та реструктуризація як можливі сценарії врегулювання боргових проблем. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. № 1. С. 20–27. URL: <https://mdes.khmnu.edu.ua/index.php/mdes/article/view/133>. DOI: <https://doi.org/10.31891/mdes/2023-7-3> (1,23 друк. арк.).

у матеріалах наукових конференціях

10. Ганцяк М. О. Фінансовий ринок та рівень соціально-економічного розвитку країни: індикатори виявлення взаємозалежності. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали VI Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (25 жовтня 2019 р.). Острог : Національний університет «Острозька академія», 2019. С. 74-76. (0,15 друк. арк.).

11. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Ключові тенденції ринку цінних паперів в Україні. *Розвиток банківських систем світу в умовах глобалізації фінансових ринків* : матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференції (25 жовтня 2019 р.). Черкаси : ДВНЗ «Університет банківської справи» Черкаський навчально-науковий інститут, 2019. С. 75-77. (0,2 друк. арк). *Особистий внесок – охарактеризовано тренди на ринку державних боргових цінних паперів* – 0,1 друк. арк.

12. Ганцяк М. О. Тенденції розвитку ринку державних зовнішніх боргових інструментів. *Трансформація економіки України: виклики та можливості* матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (27 грудня 2019 р.). Київ : Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки, 2019. С. 76-80. (0,2 друк. арк).

13. Ганцяк М. О. Управління державним боргом України в умовах фінансової нестабільності. *Актуальні проблеми менеджменту, фінансів та публічного управління в сучасних глобалізаційних процесах* : матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (19 березня 2020 р.). Ірпінь : Університет державної фіскальної служби України, 2020. С. 244-246. (0,15 друк. арк.).

14. Корнеєв В. В., Вергелюк Ю. Ю., **Ганцяк М. О.** Боргові ринки в умовах нециклічних викликів. *Інноваційні стратегії та моделі економічних трансформацій в умовах євроінтеграційних викликів* : матеріали міжнародної науково-практичної Internet-конференції (15 травня 2020 р.). Харків – Ужгород – Софія – Пшеворськ : Издательство на ВУЗФ «Св. Григорий Богослов», 2020. С. 88-90. (0,15 друк. арк.). *Особистий внесок – описано вплив боргових потоків на ринку позикового капіталу та наслідки їх розподілу* – 0,05 друк. арк.

15. Ганцяк М. О. Особливості залучення фінансування державного боргу. *Сучасний менеджмент економічних систем в координатах парадигми сталого розвитку* : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (18 вересня 2020 р.). Одеса : Одеський національний політехнічний університет, 2020. С. 74-76. (0,14 друк. арк.).

16. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу як сегмент фінансового ринку. *Теоретичні та практичні дослідження молодих вчених* : матеріали XIV Міжнародної науково-практичної конференції магістрантів та аспірантів (01-04 грудня 2020 р.). Харків : Національний технічний університет "Харківський політехнічний інститут", 2020. С. 236-237. (0,1 друк. арк.).

17. Ганцяк М. О. Боргові чинники впливу на валютний ринок України. *Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні* : матеріали I Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 грудня 2020 р.). Херсон : Херсонський національний технічний університет, 2020. С. 140-142. (0,14 друк. арк.).

18. Ганцяк М. О. Боргові інструменти держави на ринку цінних паперів України. *Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ* : матеріали V Всеукраїнської науково-практичної конференції (24 березня 2021 р.). Херсон : Херсонський державний аграрно-економічний університет, 2021. С. 125-127. (0,2 друк. арк.).

19. Ганцяк М. О. Реформування суб'єктної системи регулювання державного боргу в Україні. *Україна і світ: гуманітарно-технічна еліта та соціальний прогрес* : матеріали Міжнародної науково-теоретичної конференції студентів та аспірантів (14-15 квітня 2021 р.). Харків : Національний технічний університет «Харківський політехнічний інститут», 2021. С. 276-277. (0,1 друк. арк.).

20. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Стабілізація інвестиційних потоків в умовах пандемії. *Економічний розвиток держави регіонів і підприємств: проблеми та перспективи* : матеріали IV Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (28-29 квітня 2021 р.). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2021. С. 29-30. (0,12 друк. арк.). *Особистий внесок : характеристика та оцінка інвестиційних потоків у частині фінансування державного боргу – 0,06 друк. арк.*

21. Мамонова Г. В., **Ганцяк М. О.** Підходи до оцінки залучення фінансування державного боргу в довоєнний та повоєнний періоди. *Управління економічними процесами, на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи*

вирішення : матеріали V Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (25-26 травня 2022 р.). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2022. С. 40-41. (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок – обґрунтування та інтерпретація використання методу побудови ієрархії загроз для оцінки залучення фінансування державного боргу – 0,05 друк. арк.*

22. Ганцяк М. Боргова безпека України в умовах воєнного стану. *Фінанси, економіка, право vs війна* : матеріали Міжнародного конгресу (27 квітня 2022 р.). Ірпінь : Державний податковий університет, 2022. С. 402-405. (0,2 друк. арк.).

23. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Потенціал ринку внутрішніх державних запозичень. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (21 жовтня, 2022р.). Острог : Національний університет «Острозька академія», 2022. С. 131-133. (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок – обґрунтування необхідності розширення потенціалу ринку внутрішніх державних запозичень, як чинника зміцнення боргової безпеки України – 0,05 друк. арк.*

ЗМІСТ

ВСТУП	20
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ	29
1.1. Сутнісний зміст, роль та особливості процесу залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету	29
1.2. Підходи до визначення сутності та структури ринку державного боргу	47
1.3. Особливості державного регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України	73
Висновки до розділу 1	98
РОЗДІЛ 2. ОЦІНЮВАННЯ ОСОБЛИВОСТЕЙ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ТА ТЕНДЕНЦІЙ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ	102
2.1. Особливості структури та стану державного боргу України	102
2.2. Тенденції залучення фінансових ресурсів на внутрішньому сегменті ринку державного боргу України	126
2.3. Тенденції залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України	149
Висновки до розділу 2	168
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ	173
3.1. Фактори вибору інструментів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України	173
3.2. Домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу України	182
3.3. Напрямки вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України	199
Висновки до розділу 3	222
ВИСНОВКИ	225
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	231
ДОДАТКИ	258

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Макрофінансова ситуація в Україні залишається нестабільною упродовж тривалого періоду, про що свідчать низка економічних індикаторів. Нестабільні періоди викликають дефіцит державного бюджету, а його фінансування значною мірою забезпечується залученням кредитних ресурсів на ринках боргу. Відтак державний борг виникає у тріаді «нестабільність – дефіцит бюджету – боргове фінансування дефіциту бюджету».

Бюджетна політика тісно кореспондується з борговою політикою. В бюджетній політиці важливими є показники загальних обсягів, поточного обслуговування та остаточного погашення державного боргу. Характеристики кредитних інструментів фінансування дефіциту державного бюджету відображають змінні акценти і кон'юнктуру ринків позикового капіталу.

Обсяги та динаміка державного боргу мають переважно негативний вплив на економічний розвиток, а також погіршують стан фінансової безпеки країни. З огляду на проблематичність швидкого зниження боргового навантаження на стан виконання державного бюджету, для зменшення боргового тиску використовуються засоби оптимізації управління державним боргом, особливо в частині фінансування дефіциту державного бюджету. Залучення фінансових ресурсів на ринках державного боргу відбувається в сегментах внутрішніх та міжнародних фінансових ринків, зокрема у формі боргових зобов'язань за цінними паперами та кредитами.

Контрциклічні виклики реалізації боргової політики держави в останні роки, – пандемія та військова агресія додатково актуалізували важливість боргового інструментарію виконання бюджету. У поточному році кредитне фінансування дефіциту бюджету залишається переважним засобом виконання його видаткової частини. Можливість залучення і наявність фінансових ресурсів у необхідних обсягах стали визначальними для стійкості фінансової системи, для економічної і національної безпеки держави. Варіативність ризиків макрофінансової стабільності підтверджують потреби достатньої ресурсоємності державного бюджету й операційної мобільності управління державним боргом.

З огляду на необхідність вирішення сучасних питань покращення управління державним боргом в умовах наявної макрофінансової нестабільності, зростаючого дефіциту державного бюджету, пригнічення джерел наповнення його дохідної частини, актуалізується проблематика розширення інструментарію залучення позикових ресурсів та управління державним боргом в системі державних фінансів. Вищезазначене обумовлює актуальність і цілеспрямованість даного дослідження.

Питання залучення фінансових ресурсів на боргових ринках висвітлюються у працях вітчизняних та зарубіжних науковців. Вивченню тенденцій боргового фінансування дефіциту державного бюджету України, особливостей управління державним боргом та вдосконаленню політики фінансування державного боргу присвячено праці багатьох вітчизняних науковців, серед яких: О. Барановський, Л. Бенч, Т. Богдан, Л. Богріновцева, А. Буряченко, Т. Вахненко, М. Дубина, М. Забаштанський, М. Єрмошенко, В. Корнєєв, В. Костюченко, Л. Лондар, В. Маргасова., С. Онишко, В. Опарін, Є. Павловська, Л. Педченко, В. Федосов, С. Юрій. Зарубіжні науковці, які вивчали дану проблематику: Д. Айзенман, Р. Коуз, Д. Кохан, Б. Пінто, А. Пресбітеро, К. Райнхарт, К. Рогофф. Теоретико-емпіричну основу вивчення теми сформували праці: Є. Боренштейна, Дж. Б'юкенена, Л. Вальраса, Е. Домара, А. Лернера, Р. Масгрейва, Г. Модільяні, Р. Нурксе, Б. Оліна, П. Самуельсона, А. Сміта, Дж. Стігліца, Дж. Тобіна, А. Фекете, Дж. Хікса.

Не применшуючи внесок зазначених науковців у дослідження зазначеної тематики, водночас існують ряд проблем, які стосуються залучення фінансових ресурсів на ринках державного боргу, що свідчить про необхідність подальших наукових пошуків. Динамічний вплив зовнішніх та внутрішніх факторів, що визначають особливості політики залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу поглиблюють та актуалізують проблематику дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Результати дисертаційного дослідження пов'язані з виконанням науково-дослідної теми Державного науково-дослідного інституту інформатизації та моделювання економіки Міністерства економіки України – «Актуальні проблеми системи

державного регулювання економіки» (державний реєстраційний номер 0116U008705). У межах цієї теми автором розроблено пропозиції щодо вдосконалення політики управління державною заборгованістю України, в частині виокремлення науково-обґрунтованих підходів формування складових державного боргу України, що ґрунтуються на диверсифікації інструментів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є поглиблення теоретико-методичних засад та обґрунтування практичних рекомендацій щодо залучення фінансових ресурсів на ринках державного боргу.

Для досягнення поставленої мети дослідження необхідним є вирішення наступних **завдань**:

- вивчити сутнісний зміст, роль та особливості залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету;

- здійснити огляд та систематизацію підходів до визначення сутності та структури ринку державного боргу;

- виявити особливості державного регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України;

- оцінити особливості структури та стану державного боргу України;

- ідентифікувати особливості залучення фінансових ресурсів на внутрішньому сегменті ринку державного боргу України;

- ідентифікувати особливості залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України;

- здійснити оцінювання факторів вибору фінансових інструментів залучення ресурсів на ринку державного боргу України;

- обґрунтувати доміанти політики врегулювання на ринку державного боргу України;

- визначити перспективні напрями вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Об'єктом дослідження виступають фінансові відносини, що виникають між кредиторами і дебіторами в процесі залучення фінансових ресурсів на ринках державного боргу. *Предметом дослідження* є процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційної роботи становлять фундаментальні положення макроекономіки в частині циклічності грошового обігу, теорії фінансів і кредиту, теорії державного боргу, портфельної теорії. Вивчення праць вітчизняних та зарубіжних науковців з проблем державного боргу і фінансування бюджетних видатків забезпечили когнітивне підґрунтя і спрямування дослідницького пошуку.

У роботі відповідно до поставлених завдань використано такі методи наукового пізнання: аналіз, синтез, наукове абстрагування, узагальнення та типології – для уточнення та розробки понятійно-категоріального апарату; структурний, економіко-статистичний, графічний, розрахунково-аналітичний, метод групування та метод визначення граничних значень, коефіцієнтний – для оцінювання стану і динаміки державного боргу України, а також для оцінювання процесів та інструментів залучення фінансових ресурсів на внутрішньому та зовнішньому сегментах ринку державного боргу України; метод моделювання ієрархії загроз – для побудови моделі ієрархії загроз при зростанні Державного боргу України; метод аналогій, експертних оцінок – для визначення домінант політики врегулювання на ринку державного боргу України; логічне узагальнення, групування – для обґрунтування напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі і нормативні акти, що регламентують процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України, матеріали та статистичні дані Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, міжнародний рейтингових агентств, міжнародних фінансових організацій, урядових структур іноземних держав, наукові публікації заданого напрямку, публікації та ресурси мережі Інтернет, авторські розрахунки.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні важливого науково-прикладного завдання вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є наступні:

вперше:

обґрунтовано доцільність виокремлення ринку державного боргу, як частини фінансового ринку, що включає сферу економічних відносин, за допомогою яких реалізується сукупність різних, однак взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як цілісність й призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету з метою регулювання макроекономічних процесів і проведення стабілізаційної політики держави. Це розширяє інструментарій науки і практики щодо стратегії і тактики управління борговими відносинами;

удосконалено:

- трактування дефініції «залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу» як процесу реалізації кредитних відносин між державою як позичальником (дебітором) та кредиторами на засадах поверненості, платності й строковості обігу позикового капіталу. На відміну від існуючих трактувань наголошено на позиціонуванні держави як учасника ринку державного боргу, що дає змогу залучати ресурси на ринкових засадах, поруч з іншими позичальниками;

- підхід до оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу за допомогою агрегованого коефіцієнта ефективності, що ґрунтується на врахуванні макроекономічних умов у розрізі наступних показників: ріст ВВП; ріст доходів державного бюджету; ріст міжнародних резервів; ріст внутрішнього боргу країни; ріст зовнішнього боргу; рівень інфляції. Це дасть можливість оцінити можливості держави здійснювати позики на ринку в безпечних межах, а сам показник може слугувати додатковим агрегованим параметром оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

- методичний підхід до ідентифікації ефекту витіснення на ринку державного боргу шляхом врахування динаміки показників, що відображають особливості макроекономічної кон'юнктури та динаміки нарощення державного боргу України, а також обрахунку середнього темпу зазначених показників та їх порівняння, що дає змогу реалізувати об'єктивний взаємозв'язок між суб'єктами ринку позикового капіталу та спонукає до використання регулятивних інструментів його перерозподілу в державі.

- науковий підхід до вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу на основі використання при побудові моделі ієрархії загроз зростання державного боргу України методу моделювання ієрархії загроз. Це дозволяє ранжувати низку загроз за силою їх впливу (від найменшого до найбільшого) на шість груп, серед яких одні відображають зростання видатків, а інші – недоотримання доходів державою.

- механізм визначення комплексу напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України в розрізі прямого та опосередкованого впливу на зазначений ринок. Це сприятиме вирішенню ряду проблем у функціонуванні ринку, у тому числі, в умовах політичної, економічної та фінансової нестабільності, а саме - збереженню повного порозуміння з кредиторами, які забезпечують доступ до ринку позикового капіталу.

набули подальшого розвитку:

- трактування дефініції державний борг як результату економічних відносин, що виникають між державою в особі центральних та місцевих органів влади, що виступає позичальником – з однієї сторони, та юридичними і фізичними особами держави (іноземних держав), органів влади іноземних держав та міжнародних фінансових установ, які виступають позичальниками у кредитних відносинах різних форм – з іншої, та являє собою суму накопичених за всі роки існування держави заборгованостей. Подібне розуміння, на відміну від існуючого, закладають базис і одночасно розширюють підстави оптимізації структури державної заборгованості з огляду на необхідність дотримання безпекових меж.

- структуризація системи інституційного забезпечення ринку державного боргу, за допомогою якої реалізується процес регулювання ринку державного боргу. Віднесення до складу зазначеної системи таких елементів як: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу, дозволяє в розрізі елементів її наповнення здійснити підбір відповідних регулюючих засобів.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що робота містить практичні рекомендації, які можуть використовуватися державними органами управління державним боргом України та іншими суб'єктами ринку державного боргу з метою вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Зокрема, результати дослідження були використані у роботі:

Комітету Верховної Ради України з питань фінансів, податкової та митної політики Підкомітету з питань ринку капіталів, інших регульованих ринків, цінних паперів та похідних фінансових інструментів (деревативи) пропозиції автора що становлять інтерес та використовуються Комітетом під час законотворчої діяльності, що стосуються розширення можливостей банківських установ щодо продажу державних боргових цінних паперів, що на думку автора активізує процес залучення фінансування державного боргу України, а також перспектив розширення державного боргового інструментарію із забезпеченням відповідної інфраструктури (довідка №45 від 24.09.2021 р).

Відділу аудиту державних запозичень і боргу Департаменту експертизи та аналізу державного бюджету Рахункової палати України, що становлять інтерес в частині вдосконалення оцінки ефективності управління державним боргом України. Практичну цінність мають пропозиції автора щодо доповнення переліку показників ефективності управління державним боргом України (довідка №15/412 від 23.09.2021р.).

Української асоціації інвестиційного бізнесу, зокрема рекомендації щодо розширення інвестиційних можливостей суб'єктів ринку державного боргу України, диверсифікації напрямів ресурсного інвестування компаній з управління активами (в частині вкладень в облігації державних позик) (довідка від 15.11.2021 р).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та методологічні положення дисертації доповідалися й отримали оцінку на таких наукових та науково-практичних конференціях: VI Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, жовтень 2019р); XIII Міжнародній науково-практичній конференції «Розвиток банківських систем світу в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, жовтень 2019р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Трансформація економіки України: виклики та можливості» (м. Київ, 2019р.); VII Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Актуальні проблеми менеджменту, фінансів та публічного управління в сучасних глобалізаційних процесах» (м. Ірпінь, 2020р.); Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Інноваційні стратегії та моделі економічних трансформацій в умовах євроінтеграційних викликів (м. Харків - Ужгород - Софія - Пшеворськ, 2020р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасний менеджмент економічних систем в координатах парадигми сталого розвитку» (м. Одеса, вересень 2020р.); XIV Міжнародній науково-практичній конференції магістрантів та аспірантів «Теоретичні та практичні дослідження молодих вчених» (м. Харків, грудень 2020р.); I Всеукраїнській науково-практичній конференції «Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні» (м. Херсон, грудень 2020р.); V Всеукраїнській науково-практичній конференції «Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ» (м. Херсон, 2021р.); Міжнародна науково-теоретична конференція студентів та

аспірантів «Україна і світ: гуманітарно-технічна еліта та соціальний прогрес» (м. Харків, 2021р.); IV Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції молодих учених «Економічний розвиток держави регіонів і підприємств: проблеми та перспективи» (м. Львів, 2021р.); V Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції молодих учених «Управління економічними процесами, на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення» (м. Львів, 2022р); Міжнародний конгрес «Фінанси, економіка, право vs війна» (м. Ірпінь, квітень 2022р); IX Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, жовтень, 2022р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 9 наукових працях загальним обсягом 8,78 друк. арк., з яких особисто автору належить 7,12 друк. арк., у тому числі: 7 статей у наукових фахових виданнях України і 2 – розділ в колективній монографії, 14 публікації у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації – 285 с., у тому числі основного тексту 230 с., 29 табл., 45 рис., 19 додатків (на 28 с.) і список літератури зі 278 найменувань.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

1.1. Сутнісний зміст, роль та особливості процесу залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету

Практично неможливим є функціонування бюджету вищої ланки без виникнення дисбалансів дохідної та видаткової частин. В більшості випадків складається ситуація перевищення видаткової частини над дохідною, тоді мова йде про бюджетний дефіцит країни. Це зумовлюється складністю сучасних економічних систем, що розвиваються під впливом внутрішніх та глобальних факторів. Ці фактори нівелюють прогностичні видатки та доходи бюджету, що об'єктивно призводить до порушення балансу. Питання визначення основних сутнісних засад залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є актуальним, адже слугує теоретичним підґрунтям наукових пошуків в сфері оптимізації процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

Швидке вирішення проблеми вирівнювання дохідної та видаткової частин бюджету не вбачається можливим, адже виконання загальнодержавних функцій – сталий процес, що обумовлює неможливість вирівнювання ситуації за рахунок скорочення видаткової частини. Отже, виходом із ситуації незбалансованості бюджету залишається розширення джерел його фінансування, в тому числі на ринку державного боргу.

Враховуючи сучасні умови функціонування економіки, які характеризуються високою нестабільністю та необхідністю глибоких структурних перетворень, в умовах дефіцитності фінансових ресурсів в цілому та з врахуванням їх багатогранності та багатоаспектності, виникає необхідність вивчення теоретичних засад формування цих ресурсів. Не виключенням є і бюджетна ланка, де формується найбільший централізований фонд перерозподілу фінансових ресурсів – державний бюджет.

Поняття дефіциту державного бюджету нерозривно пов'язане із поняттям державного боргу. Неперервність бюджетного процесу перетворює виникнення державного боргу в об'єктивну необхідність за умови дефіцитності державного бюджету. Саме тому приділимо увагу вивченню аспектів сутності поняття «державний борг» задля вивчення ресурсної складової.

Дані рисунка (рис. 1.1) ілюструють систематизацію поглядів науковців щодо сутності державного боргу, де яскраво прослідковуються акценти на різних аспектах даного поняття. При цьому, нормативне трактування сутності поняття державного боргу міститься у Бюджетному кодексі України: «державний борг — загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення» [23]. У цьому визначенні чітко відзначається нерозривність понять державного кредиту та державного боргу. Це цілком справедливо, адже результатом кредитних відносин між державою з однієї сторони та кредиторами з другої – виникає державний борг.


Автори	Визначення
	
<u>Макконнелл</u> К. Р., <u>Брю</u> С. Л.	загальна сума всіх дефіцитів і позитивних сальдо федерального бюджету, накопичена за всю історію країни;
<u>Вахненко</u> Т.П.	фінансові зобов'язання сектора загального державного управління, які мають форму договірних, стосовно внутрішніх і зовнішніх кредиторів, щодо відшкодування залучених коштів (одержаних товарів, виконаних робіт, наданих послуг) і виплати відсотків (чи без такої виплати)
<u>Опарін</u> В. М. <u>Жилєнко</u> С. М., <u>Ляховець</u> О. О.	сума заборгованості держави своїм кредиторам рух позикових капіталів та перерозподіл ВВП у результаті кредитних відносин між державою та її кредиторами з приводу залучення, використання та погашення заборгованості за усіма емітованими, але не погашеними позиками у формі боргових цінних паперів або позик, залучених на основі угод, а також сума зобов'язань підприємств, яку держава муситиме сплатити як гарант у випадку їх неспроможності.

Рис. 1.1. Наукові підходи до визначення сутності поняття «державний борг»

Джерело: систематизовано автором за [103, с. 366, 372], [27, с.7], [201], [71, с.45].

Ідеї відомих науковців ХХ століття, щодо трактування сутності державного боргу полягають в тому, що сума дефіцитів бюджетів накопичених за час існування окремої країни і є державним боргом. Таке визначення є справедливим, і той аспект, що сума профіцитів віднімається від суми дефіцитів під час підбиття сальдо на певну дату є вірним. Проте, можна не погодитись із думками про те, що негативним явищем є лише зовнішній борг держави, що обґрунтовується наступним чином: внутрішній борг фактично не є боргом, адже є заборгованістю «самим собі». За сучасних умов ринкових відносин, де кожен суб'єкт економіки має свої цілі, а держава – відповідальна за ефективність перерозподілу бюджету, накопичення внутрішнього державного боргу – теж негативне явище, яке на практиці в більшій мірі залежить від суб'єктивних причин.

Досить ґрунтовними в даному напрямку є дослідження Вахненко Т. П. Акцент у трактуванні сутності державного боргу перенесено на сектор державного управління у частині побудови кредитних відносин держави. При цьому, авторка відзначила, що відшкодування боргу може відбуватись і з виплатою відсотка і без. Так, вивчаючи державний кредит, науковиця кількісно оцінює рівень заборгованості та співставляє його із можливими негативними наслідками. При цьому вважає, що на обсяги залучення зовнішніх позик визначальний вплив справляють досконалість ринкових інститутів, якість нагромадженого людського капіталу, адекватність економічної політики цілям розвитку і стабільність макроекономічного середовища [29]. Варто наголосити, що внутрішні борги держави також залежні від вищеперерахованих факторів.

Досить загальним є трактування державного боргу Опарінім В.М., при цьому варто підкреслити, що з точки зору визначення облікового результату, який у економіці є ключовим, таке визначення є справедливим. На противагу, із використанням філософського підходу, визначають сутність державного боргу Жиленко С. М. та Ляховець О. О., які стверджують, що в авторському визначенні присутнє розкриття природи державного боргу з урахуванням його проявів через категорії «сутність», «явище», «зміст», «форма».

Зауважимо, що неодмінним етапом реалізації кредитних відносин за участі держави є виникнення державного боргу. Саме тому, поняття державний борг тісно пов'язане із поняттям державного кредиту, при цьому ієрархія взаємозалежності понять зображені схематично (рис. 1.2).

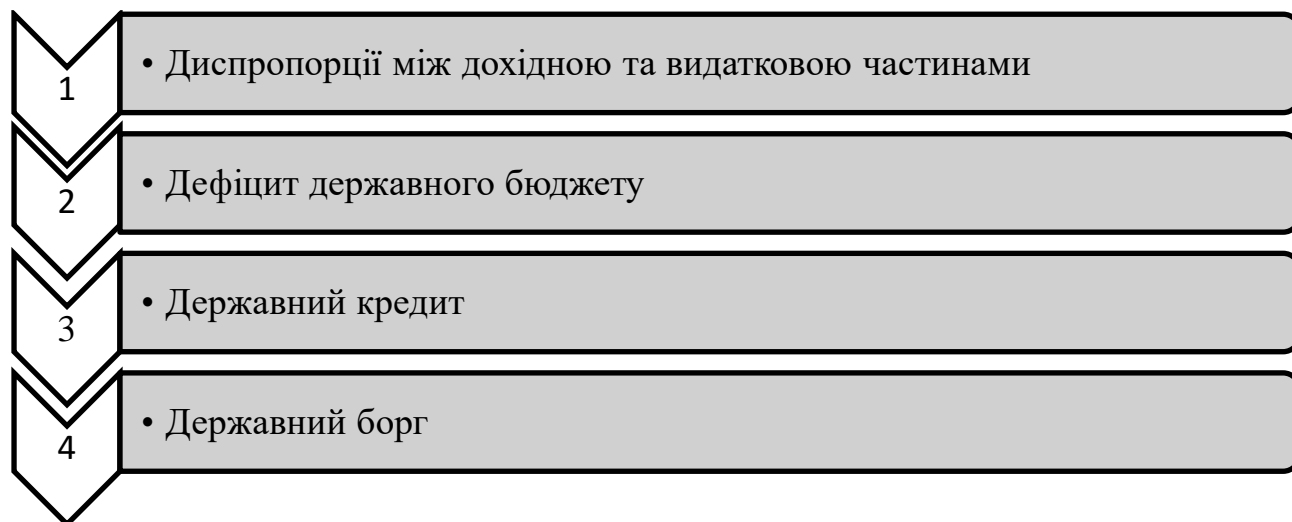


Рис. 1.2. Ієрархічна підпорядкованість сутнісних причин виникнення державного боргу

Джерело: побудовано автором.

Варто зауважити, що хоча й державний кредит часто трактують як економічні відносини, де держава в особі центральних та регіональних органів влади виступає в якості кредитора, позичальника чи гаранта, в нашому випадку у відносинах позики держава виступає виключно позичальником. Цей аспект державного кредиту дослідили В. Федосов та С. Юрій, які під ним розуміють сукупність економічних відносин, що виникають, з одного боку, між державою, а з другого – фізичними або юридичними особами з приводу мобілізації додаткових фінансових ресурсів на кредитній основі, тобто на умовах поверненості, строковості та платності [190].

Систематизувавши погляди науковців щодо сутнісних аспектів поняття державного боргу сформовано авторське трактування, яке фокусується саме на позикових відносинах, які формують основу виникнення боргу держави. Таким чином, державний борг – це результат економічних відносин, що виникають між державою в особі центральних та місцевих органів влади, яка виступає

позичальником – з однієї сторони, та юридичними і фізичними особами держави (іноземних держав), органів влади іноземних держав та міжнародних фінансових установ, які виступають позичальниками у кредитних відносинах різних форм – з іншої сторони, і являє собою суму накопичених за всі роки існування держави сукупних сум заборгованостей.

При цьому підкреслимо, що кредитні відносини в даному випадку та на практиці, часто позбавлені класичних рис. Зокрема, це обмеженість механізмів примусового стягнення боргів. Якщо мова йде про кредитні відносини за участі двох приватних осіб, то завжди існує орган, який врегульовує дані відносини. Якщо суверенний боржник не виконує передбачений договором платіжні зобов'язання, кредитори обмежуються правом регресу, покладаючись тільки на зарубіжні правові інструменти і репутаційні міркування [251].

Безумовним атрибутом отримання державної позики є договір, який визначає заздалегідь визначену послідовність платежів у визначеній валюті, що підлягають сплаті в певні моменти часу. Проте, на практиці умовна відсутність непередбачених обставин у договорі приховує простір для порушення умов плати. Порушення регламентів платежів за державними зобов'язаннями під час воєнних дій чи інших фактор часто мають місце. До того ж, зауважимо, що уряди часто досить формально вдаються до виконання умов отримання міжнародних позик, що фактично можна вважати необ'єктивним висвітленням реального стану економіки. Навіть якщо уряд не може вплинути на поточний стан економіки, справжня економічна ситуація не може бути перевірена кредиторами.

В порівнянні із приватними кредитними відносинами, де кредитоспроможність позичальника перевіряється з жорстким регламентом, а форс-мажорні обставини максимально описані в кредитному договорі.

Ще однією особливістю позикових відносин за участі держави є те, що в разі порушення умов повернення державних позик, борг може бути переглянутий або перенесений, що робить визначення дефолту досить суб'єктивним. Одним із строгих визначень дефолту є нездатність зробити зазначений платіж в необхідну дату, при цьому в світі спостерігається багато прикладів перенесення платежів за

боргами, що досягають великих розмірів, а платежі переглядаються під загрозою дефолту, при цьому кредитори приймають до сплати менші суми замість нульових. У випадку із приватним кредитуванням, в разі невиконання умов, з позичальника в примусовому порядку стягується застава, або ж залучаються поручителі. Є безліч механізмів для реалізації роботи із проблемною заборгованістю приватних кредитних відносин.

За умови відсутності можливості сплачувати борги за державними позиками є можливість їх реструктуризовувати з використанням фінансових інструментів. Часто, держави вдаються до повторного випуску облігацій, для погашення попередньо випущених цінних паперів чи покриття зовнішніх кредитів. У приватному кредитуванні можливості погашення кредитів за рахунок нових – малодоступні.

Таким чином, особливостями, кредитних відносин, де держава виступає позичальником є:

- обмеженість механізмів примусового стягнення боргів;
- неможливість достовірної перевірки стану позичальника, що часто зумовлює порушення умов отримання позик;
- суб'єктивне визначення дефолту, можливість перегляду умов позики, перенесення терміну платежів;
- можливість реструктуризації боргів за рахунок випуску нових боргових інструментів.

Досліджуючи теоретичні засади, варто зазначити, що серед сучасних концепцій державного боргу існують два протилежні концептуальні напрями:

перший напрям відображає об'єктивність виникнення боргу – прихильники його вважають, що явище державного боргу є цілком об'єктивним, воно виникає закономірно і не чинить загроз економіці. Серед класиків економічної теорії до цієї категорії належать А. Вагнер, К. Дитцель [231];

ідея причинно-наслідкових зв'язків – прихильники цього напрямку слідують протилежній ідеї та вважають державний борг явищем негативним та таким, що чинить негативний вплив на макроекономічну ситуацію. Серед прихильників А.

Сміт, Д. Рікардо, Д. Юм., вважали, що державні позики – є авансовані грошові ресурси, що здобуті в порівняно легкий спосіб, а отже існує велика ймовірність їх ірраціонального витрачання. Класики стверджували, що капітал витрачається даремно, а боргове навантаження передається наступним поколінням через неефективність державних витрат [272].

Зважаючи на наявність прикладів успішного функціонування економік держав із значним розміром державного боргу, можна припустити, що проблема негативних наслідків зростаючого державного боргу перебуває у площині ефективності управління, а також можливостей залучення фінансових ресурсів, які визначаються, в тому числі і загальним рівнем розвитку економіки [92]. Для прикладу, у 2017 році рівень державного боргу Естонії становив 9% ВВП, а в Японії 237% ВВП [226], при цьому інші макроекономічні індикатори свідчать про набагато вищий рівень розвитку економіки Японії. Проте в більшості випадків зростаючий державний борг притаманний країнам з низьким рівнем розвитку економіки.

Саме через присутність негативних наслідків накопичення державних боргів, науковці досліджують ефекти державного боргу. З одного боку, позики держави забезпечують покриття поточних державних видатків, тим самим сприяючи задоволенню потреб населення, що передбачено законодавством певної країни. З іншого боку державний борг створює певний тягар, який утворюється через нагромадження боргових зобов'язань держави, що стає причиною продукування нових видатків – на покриття цих боргів. По суті, новий борг стає значно більшим за розміром ніж початкових видатків. Окрім відсотків за користування позиками домінантне значення мають інші чинники, зокрема – термін отримання позики, додаткові умови, валюта позики та ін.

Має місце і суб'єктивна складова державних запозичень. Так, австралійський науковець Х. Демірхан наголошує на присутності суб'єктивних причин збільшення державних запозичень напередодні виборів, що легко пояснюється бажанням провладних політичних сил зберегти позиції під час майбутніх виборів за рахунок демонстраційного збільшення державних видатків

на різноманітні соціальні потреби. Зазвичай, поточні потреби перед виборами покриваються за рахунок довгострокових запозичень, які перекладають боргові тягарі на наступні роки та інші провладні сили [230].

В залежності від особливостей функціонування секторів ринку державного боргу та боргових інструментів ефекти державного боргу будуть відрізнятися. Проте, варто зупинитись на загальних макроекономічних ефектах, що спричиняються державним боргом [265]:

вплив державного боргу на рівень цін;

вплив державного боргу на розподіл доходів;

вплив державних боргів на обсяг заощаджень та інвестицій;

вплив державних боргів на економічний розвиток в цілому.

У таблиці (табл. 1.1) деталізовано прояв відзначених ефектів, що спричиняє державний борг.

Таблиця 1.1

Ефекти державного боргу

№ п/п	Ефект	Прояв
1	вплив державного боргу на рівень цін	Дефляційний ефект від державного боргу можливий лише при реалізації облігацій внутрішніх державних позик, адже за рахунок зменшення витрачання приватних коштів на їх купівлю – зменшується сукупний попит. Проте, держава також витрачає залучені кошти чим стимулює зростання попиту, що спричиняє інфляцію та зростання цін.
2	вплив державного боргу на розподіл доходів	Цей ефект залежить від того, які дохідні групи обтяжені борговими витратами, а якими дохідними групами передаються отримані боргові джерела. При реалізації внутрішніх позик – диспропорції не виникають, а при зовнішніх – так.
3	вплив державних боргів на обсяг заощаджень та інвестицій	Інвестувати заощадження, які збираються шляхом внутрішніх запозичень, національний дохід збільшиться, а особисті доходи і тенденція особистих заощаджень буде наростати. Якщо ж бюджетний дефіцит наростає, а борги переходять до бюджетів наступних років це призводить до скорочення обсягу інвестицій приватного сектора та обсягу заощаджень.
4	вплив державних боргів на економічний розвиток в цілому	Якщо кошти, отримані в якості бюджетних позик спрямовуються на інвестиційні цілі та пріоритетні інфраструктурні проекти це призводить до мультиплікативного ефекту та подальшого зростання інвестицій у країні, якщо ж на покриття боргів та соціальних видатків – спостерігається негативний ефект на економічне зростання.

Джерело: побудовано автором.

Варто підкреслити, що вплив державного боргу на розподіл доходів залежить від того, які дохідні групи обтяжені борговими витратами, а якими дохідними групами передаються отримані боргові джерела. Наприклад, при внутрішньому запозиченні, якщо платники податків і кредитори уряду - це одні і ті ж суб'єкти чи групи суб'єктів – не буде ніякої нерівності при розподілі доходів. Однак, якщо основна сума і відсотки за державними боргами виплачуються за рахунок податків, що стягуються з населення з середніми та низькими доходами, то відбувається передача ресурсів із середньо - і малозабезпечених верств населення до населення з високим рівнем доходу. При цьому, зрозуміло, що в поточний момент дія ефектів від зовнішніх запозичень має позитивне значення в контексті розподілу доходу країни, але в перспективі формується борговий тягар наступних поколінь [42].

Що ж до впливу державного боргу на розподіл інвестицій, тут варто зауважити, що уряд може інвестувати заощадження, які збираються шляхом внутрішніх запозичень, національний дохід збільшиться, а особисті доходи і тенденція особистих заощаджень буде наростати. Якщо ж бюджетний дефіцит наростає, а борги переходять до бюджетів наступних років це призводить до скорочення обсягу інвестицій приватного сектора та обсягу заощаджень. Спостерігається ефект витіснення. Коли борг використовується для фінансування державних витрат, його реальна вартість для суспільства полягає у зменшенні виробництві приватного сектора [40].

Вплив державних боргів на економічний розвиток в цілому визначається особливостями спрямування коштів, що отримані за рахунок позик. Якщо кошти, отримані в якості бюджетних позик спрямовуються на інвестиційні цілі та пріоритетні інфраструктурні проекти це призводить до мультиплікативного ефекту та подальшого зростання інвестицій у країні. За рахунок цього збільшується зайнятість, доходи та забезпечується економічне зростання. Проте, часто на теренах країн що розвиваються, зростання боргів відбувається через їх спрямування на покриття попередніх заборгованостей та проблемних соціальних

видатків. В такому випадку спостерігається обернений ефект, який ще раз підтверджує актуальність проблематики управління державним боргом. Ця ситуація також свідчить про важливість управління боргом.

Так, взаємозв'язок між державним боргом та економікою досить складний та неоднозначний. Саме тому, не існує єдиного бачення щодо впливу державних боргів на економіку. Діаметрально-протилежними є бачення, що описують ідеї абсолютного ринкового лібералізму, які наполягають на однозначно негативному впливі державних боргів на стан національних економік; та думки, які вважають державний борг невід'ємним інструментом державного регулювання економіки, який повинен бути об'єктивно притаманний будь якій економіці.

Вважається, що першими, хто висловлював думки щодо економічної сутності державного боргу були меркантилісти. Притаманні меркантилістам погляди на абсолютну форму багатства, яка існувала у грошах, логічно підводять їх до позитивних трактувань державного боргу, який виникає через притік тих же грошей у економіку. Вони вважали позитивним та природнім те, що держава фінансувала власні функції за рахунок позик і не одобрявали будь які втручання у цей процес [78]. Противагою поглядам меркантилістів стали погляди фізіократів, які сфокусувались на вивченні сфери виробництва, а отже, саме виробництво вважали джерелом багатства. Таким чином, саме фізіократи звернули увагу на те, що державні позики є причиною відтягування фінансових ресурсів від сфери виробництва.

Представники класичної школи політичної економії вважали, що державний борг може бути виключно фінансовим інструментом, а не регулюючим. Не можливо накопичити капітал та наростити національне багатство, якщо постійно фінансувати державні видатки за рахунок позик [174]. Причини зниження економічної ефективності та ірраціональної економічної поведінки криються у збільшенні державного боргу, збільшення якого, в свою чергу, заважає об'єктивно оцінити стан економіки країни [228].

Проте, в історичній ретроспективі, все частіше почали виникати запитання, які стосувались цілей державних запозичень та макроекономічних наслідків. Державний борг розглядався як елемент державного регулювання економіки. В кінці XIX століття німецький економіст. А. Вагнер описав основні принципи, які лежать в основі кредитного фінансування державних видатків, серед яких розрізняв постійні – які слід фінансувати за рахунок фіскальних джерел та непередбачувані, фінансування яких варто здійснювати за рахунок запозичених коштів. При цьому А. Вагнер виокремив певні критерії, які відносять видатки до постійних чи надзвичайних, а саме – періодичність, плановість, рентабельність. Також, А. Вагнер досліджував питання зростання державних видатків на фоні темпів виробництва та національного доходу, які на його думку, збільшуються нерівномірно. Прискорена індустріалізація супроводжується прискореним зростанням частки суспільно-державних видатків у ВВП по відношенню до промислового виробництва. Це так званий закон Вагнера. Критиці піддавалась ця ідея ще багато десятиліть потому, але все ж не заперечувалось, що в окремі періоди в окремих державах дія цього закону мала місце.

В 2010 році шведські економісти Д. Дюрєвал та М. Хенрексон досліджуючи теорію А. Вагнера виявили, що дійсно існує асиметрія – державні видатки збільшуються швидше в періоди стагнації і набагато повільніше у періоди економічного підйому [231]. Можна сказати, що цей факт успішно узгоджується із теорією бізнес-циклів та реалізацію антициклічної державної політики.

Класики політичної економіки, серед яких А. Сміт, Д. Рікардо, Дж. С. Мілль вважали, що в короткостроковому періоді державні запозичення позитивно впливають на економіку, адже це притік капіталу. Та попри це, в подальшій перспективі державний борг призводить до банкрутства країни, відтоку капіталів та посилення фіскального тиску [174; 228].

Кейнсіанці розглядали державний борг як інструмент впливу на економіку, адже вважали що він може стимулювати економіку до розвитку. Фінансування капітальних витрат призводить до зростання інвестиційної діяльності, а поточних витрат – до зростання національного сукупного споживання [80].

Неокласики, зокрема Ф. Модільяні, який продовжив вчення Дж. Бюкенена, звертає увагу на накопичувальний ефект боргу, який має відчутніший вплив у майбутньому, а не поточному періоді. В кінцевому підсумку приватні капітали зменшуються і зростає його вартість, що проявляється збільшенням процентних ставок. Проте, уже в цей період, науковці звертають увагу на те, що у випадку спрямування державних видатків у інвестиційне русло – це зменшить негативні прояви державного боргу та призведе до збільшення реальних доходів [256].

Сучасні теорії державного боргу та його впливу на економіку мають дещо інші аспекти:

- першоджерело виникнення державного боргу – дефіцит бюджету і саме тому є первинним макроіндикатором;
- актуалізуються питання розподілу боргового тягара державних запозичень.

Джеймс Тобін вказав на необхідність вибору оптимальних форм боргових зобов'язань для зниження боргових витрат і визначив борговий менеджмент як інструмент для досягнення цієї мети [274].

Еволюція економічної думки демонструє неоднозначність поглядів на природу державного боргу, зокрема в частині впливу на ключові макроекономічні показники. Так, спостерігаємо трансформацію поглядів в напрямку визначення визначальної ролі управління та актуалізації ефективності менеджменту в сфері державних фінансів, який і визначає силу впливу боргів на стан національної економіки. Аналізуючи ефективність використання кредитних ресурсів, важливими є не лише розміри державної заборгованості, а також джерела фінансування, процентні ставки. Дефіцит бюджету країни зменшує потенціал зростання виробництва, адже підвищення потреб державного фінансування призводить до переливання коштів із приватного сектору в державний [273].

Сучасні ринки державних запозичень організовані таким чином, що виникнення державного боргу через покриття дефіциту не є негативним явищем, а єдиною умовою є забезпечення якісної системи управління. Питання ефективного використання ринкових джерел фінансування дефіциту бюджету та проблеми щодо їхнього включення в бюджет є актуальними в цьому контексті.

Досить різними є погляди науковців на першопричини збільшення державного боргу. Одні вважають що негативні явища в економіці провокують зростання боргів, інші, що навпаки – зростаючі борги погіршують стан національних економік [216].

З огляду на історичний та територіальний аспекти залучення фінансових ресурсів державою може здійснюватися чотирма шляхами, які можна вважати узагальненими [43].

Лише один із способів можна вважати ринковим, він відзначається умовами платності та поверненості, зокрема це позики на ринку державного боргу (див. рис. 1.3). Для розвинених країн, емісія грошових знаків та продаж державного майна як метод фінансування не є оптимальним або відповідним сучасним стандартам через можливі негативні наслідки таких операцій.

Спосіб 1	<ul style="list-style-type: none"> • позики на ринку державного боргу;
Спосіб 2	<ul style="list-style-type: none"> • сплачені до бюджету податки та збори;
Спосіб 3	<ul style="list-style-type: none"> • емісія грошових знаків та їх аналогів;
Спосіб 4	<ul style="list-style-type: none"> • продаж державного майна;

Рис. 1.3. Способи залучення фінансових ресурсів для потреб держави

Джерело: побудовано автором.

В цьому руслі, відзначимо, що серед науковців виокремлюються дві групи бачень на наслідки зростання державного боргу для економіки – позитивний та негативний. З огляду на приклади економік, де є висока заборгованість держави, а інші макроекономічні показники ілюструють зростання – можна стверджувати, що за ефективного управління, державний борг не є негативним чинником.

Проте, авторське бачення на негативні наслідки зростання державного боргу полягають в наступному:

- 1) Негативний довгостроковий ефект від зростання державного боргу.
- 2) Ймовірність виникнення ефекту фіскального витіснення на ринку державного боргу.
- 3) Ймовірність виникнення ефекту інвестиційного витіснення.
- 4) Інколи спостерігається викривлення ознак «ринковості» у сегменті прямих кредитів.
- 5) Використання залучених фінансових ресурсів на ринку не на інвестиційні цілі, а на покриття поточних видатків.

Фінансове забезпечення функціональних обов'язків держави реалізується в більшій мірі за рахунок податкових надходжень до бюджету. Проте, крива нарощення податкового тиску на економіку має позитивний ефект лише до певного моменту часу та до досягнення певного прийняттого для суб'єктів економіки рівня податкового навантаження. Якщо податкове навантаження на економіку виявляється надмірним та наростаючим, господарюючі суб'єкти, результати діяльності яких підлягають оподаткуванню – починають використовувати схеми ухилення від оподаткування. При цьому шкода від зростання рівня тінізації економіки в таких умовах може виявитись більшою ніж нарощування державних боргів, як результат альтернативного поповнення дохідної частини для покриття зростаючих суспільних потреб. Схожі думки присутні і в працях вітчизняних науковців: «Боргове фінансування державного бюджету має нижчу політичну ціну (виключенням є кредити МВФ, які супроводжуються певними політичними вимогами до країни-позичальника) порівняно із посиленням податкового тиску на економіку» [109]. Проте, в даному випадку, автор говорить про «політичну ціну». На нашу думку доцільніше розглядати поняття ефективності для економіки, адже «політична ціна» передбачає ті чи інші непопулярні політичні рішення.

Нобелівський лауреат Дж.Ю. Стігліц відстоював позитивний ефект від зовнішніх та внутрішніх запозичень, які на його думку, забезпечують зростання економіки. При цьому науковець підкреслює необхідність запозичень в умовах рецесії та критикує бюджетну економію в кризових умовах функціонування економіки [185].

Саме тому, фінансування потреб держави у рамках функціонування ринку державного боргу, яке ґрунтується на дотриманні ринкових законів та використанні державних регулювальних механізмів дозволить досягти ефективності управління державним боргом. При цьому, державний кредит та борг, як економічні явища мають позитивні та негативні сторони.

Поняття державного боргу та державного кредиту хоч і взаємопов'язані, але не тотожні. В кредитних відносинах на ринку державного боргу, держава може виступати у ролі або позичальника, або гаранта.

При цьому ознаками кредитних відносин, які одночасно є підтвердженням ринкового залучення є принципи строковості, поверненості, платності. Варто підкреслити, що у випадку, коли держава як суб'єкт кредитних відносин виступає в якості гаранта ці ознаки відсутні. Інколи автори не відносять державних гарантій до кредитних відносин. Проте, до структури державного боргу України входить і гарантований борг, тому буде розглянуто нами, як складовий елемент залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має дві форми впливу на економіку:

вплив державної заборгованості, яка виникає в час нових залучень фінансових ресурсів;

загальний вплив сукупної державної заборгованості за державним кредитом та відсотками.

В цілому, виокремивши домінуючі погляди науковців на причини виникнення державного боргу, вдалось систематизувати їх бачення, що відображено в таблиці (табл. 1.2).

Систематизація причин виникнення державного боргу

№ п/п	Причина	Роз'яснення
1	Дефіцит державного бюджету	Першоджерелом виникнення державного боргу є невідповідність дохідної та видаткової частини бюджету, що призводить до пошуку додаткового фінансування додаткових джерел покриття бюджетних витрат.
2.	Недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей	Динамічне зростання потреб суспільства та при цьому занижений фіскальний потенціал економік часто змінюються несинхронно. Це призводить до невірної оцінки ситуації та необхідності збільшувати видатки без збільшення податкових надходжень.
3	Необхідність обслуговування існуючих боргів	Нестача коштів на покриття поточних витрат на обслуговування уже існуючих боргів створює необхідність у нових позиках і виникненні нових боргів із зсувом терміну погашення.
4	Нестійка макроекономічна ситуація	Дефіцит фінансових ресурсів пов'язаний із необхідністю оперативного фінансування поточних витрат, які не передбачені бюджетом, але є пріоритетними та потребують додаткового залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.
5	Циклічність економіки	Періодичність заміщення економічних циклів зумовлює періодичне зниження економічної активності та потребує активних заходів пом'якшення економічної політики та її складових, що в свою чергу знаходить відображення на структурі доходів та видатків країни.

Джерело: побудовано автором.

Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу – процес реалізації кредитних відносин між державою як позичальником (дебітором) та кредиторами на засадах поверненості, платності, строковості обігу позикового капіталу. Метою залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є необхідність фінансування дефіциту державного бюджету із виконанням видаткової його частини. В частині управління державним боргом операції обслуговування та погашення державного боргу згідно кредитних угод попередніх періодів є підпорядкованими при виконанні видаткової частини бюджету і фінансування захищених статей бюджету.

Для глибокого усвідомлення сутності поняття «залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу» варто зупинитися на функціях, які реалізуються під час реалізації цього процесу. Частково функції залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є співзвучними з функціями державного кредиту та фінансового ринку, що пояснюється перетином площин реалізації [47]. Проте, процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має свої особливі прояви, що знаходить відображення в реалізації специфічних функцій.

Головною функцією, що має місце у процесі залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є функція фінансування. Перш за все йде мова про фінансування капітальних видатків бюджету, повернення попередніх боргів та відсотків за ними. При цьому присутність ресурсів для покриття цих витрат дозволяє планувати та прогнозувати джерела фінансування (у відповідності до умов, на яких відбувалося це залучення).

Регулююча функція полягає в безпосередній реалізації впливу на діяльність суб'єктів економіки шляхом кредитування та надання державної підтримки в різних формах (субсидії, субвенції, дотації). До того ж, важливий аспект регулюючої функції полягає в тому, що вартість залучення, яка визначається дохідністю державних боргових цінних паперів та відсотками за кредитами впливає на структуру інвестиційного попиту в країні, а отже, може використовуватися як інструмент регулювання.

Стимулююча функція реалізується як механізм розширення секторальної диверсифікації фінансового ринку України. Ринок державного боргу є структурним елементом фінансового ринку і забезпечує обіг державних боргових цінних паперів, які розширюють можливості формування портфелів фінансових інвестицій. Таким чином створюються додаткові площини для інвестування, а також розширюється набір інструментів. Зважаючи на малорозвиненість та низьку диверсифікованість фондового ринку України, обіг державних боргових інструментів забезпечує його існування [52].

Перерозподільна функція також має місце під час процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, адже кредитуючи потреби держави суб'єкти ринку мають можливість інвестувати вільні ресурси у низько ризикові інструменти. В той же час, держава залучивши ці кошти отримує можливість направляти їх у різні сфери.

Отже, в умовах хронічної дефіцитності державного бюджету існування та збільшення державних боргів є неминучим. Проявом кредитних відносин за участі держави як позичальника ресурсів є виникнення державного боргу. Для забезпечення виконання бюджетних планів здійснення державних позик та виникнення державного боргу стає об'єктивною необхідністю в сучасній економіці. Встановлено, що нормативне та наукове трактування сутності державного боргу відрізняються. При цьому, погляди науковців теж не є однотайними, що зумовлено багатоаспектною природою державного боргу.

Систематизувавши погляди науковців на сутнісні аспекти поняття державного боргу запропоновано авторське трактування. Поняття державний борг тісно пов'язане із поняттям державного кредиту, що визначає побудову ієрархії понять: диспропорції між дохідною та видатковою частинами-дефіцит державного бюджету - державний кредит-державний борг.

Визначено особливості кредитних відносин, де держава виступає позичальником, серед яких: обмеженість механізмів примусового стягнення боргів; неможливість достовірної перевірки стану позичальника, що зумовлює порушення умов отримання позик; суб'єктивне визначення дефолту, можливість перегляду умов позики, перенесення терміну платежів; можливість реструктуризації боргів за рахунок випуску нових боргових інструментів.

Визначено та розкрито зміст ефектів державного боргу: вплив державного боргу на рівень цін, вплив державного боргу на розподіл доходів, вплив державних боргів на обсяг заощаджень та інвестицій, вплив державних боргів на економічний розвиток в цілому. Фінансові інструменти залучення ресурсів на ринку державного боргу є сек'юритизовані та несек'юритизовані. Перші з них пов'язані з використанням цінних паперів (облігацій, нот, векселів, інших), а другі

відображають міждержавні кредитні угоди, кредитування від міжнародних фінансових організацій, приватних та інституційних кредиторів. Серед функцій залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу виокремлено функцію фінансування, регулюючу функцію, стимулюючу функцію та перерозподільну.

Теоретичне підґрунтя, що розставило авторські акценти сутнісного змісту, ролі та особливостей процесу залучення фінансових ресурсів для покриття державного боргу створюють необхідність вивчення підходів до визначення сутності та структури ринку державного боргу, що буде реалізовано в наступному розділі роботи.

1.2. Підходи до визначення сутності та структури ринку державного боргу

Процес залучення фінансових ресурсів для фінансування потреб дефіцитних бюджетів, як зазначалось у попередньому розділі може відбуватися чотирма шляхами, зокрема це: позики на ринку державного боргу, сплачені до бюджету податки та збори, емісія грошових знаків та їх аналогів, а також продаж державного майна. Ознаки ринкового залучення, притаманні першому способу, при цьому існування окремих особливостей, що відрізняють процес залучення фінансових ресурсів на різних секторах (сегментах) ринку державного боргу (зокрема ринку державних боргових цінних паперів та ринку кредитів) зумовлює необхідність вивчення його структури. Також, виникає об'єктивна потреба обґрунтування виокремлення сегменту фінансового ринку, який обслуговує залучення фінансових ресурсів для покриття державних дефіцитів та зумовлює виникнення та нарощення державного боргу.

Пасентко Т. В. розділяє залучення ресурсів на фінансовому ринку та державні позики та акцентує увагу на очевидних перевагах першого [133]. Проте, і цей спосіб не позбавлений недоліків. Основний, на думку автора полягає у тому, що формується борговий тягар, що передається наступним урядам.

Фінансування дефіциту бюджету переважно відбувається через здійснення на ринку державних позик. Важливо відзначити, що діяльність державна боргова діяльність є самостійним напрямком фінансової діяльності держави та її регіональних органів (паралельно з податковою діяльністю, емісійною діяльністю, інвестиційною діяльністю). Ця діяльність є необхідною для мобілізації фінансових ресурсів, які спрямовуються на здійснення економічних та соціальних витрат, а також для погашення та обслуговування зобов'язань з боргу [84]. В цьому руслі науковець акцентує, що залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту бюджету за рахунок збільшення державного боргу є борговою діяльністю.

Розглядаючи структуру фінансового ринку, чимало науковців виокремлюють складові ринки, які в свою чергу також класифікують. В системі такої класифікації є місце ринку державних цінних паперів у складі якого функціонує ринок державних боргових цінних паперів. Для обґрунтування існування такого сегменту фінансового ринку як ринок державного боргу розглянемо такі підходи.

Корнеєв В. В. досліджуючи класифікацію фінансових ринків виокремлює 10 класифікаційних ознак (додаток А). Серед зазначених класифікаційних ознак, в контексті необхідності обґрунтування виокремлення ринку державного боргу, варто звернути увагу на ознаки 8 та 11. За ознакою характеристика емітента виокремлюється ринок державних фінансових активів та ринок корпоративних фінансових активів. При цьому зазначається, що держава як емітент виходить на ринок з грошовими інтервенціями і випускає боргові зобов'язання у формі облігацій і векселів [90].

Саме класифікаційна ознака «характеристика видів фінансових інструментів» якраз і спонукає до виокремлення сегменту ринку інструментів боргу. Фактично, за кожною класифікаційною ознакою ринок державного боргу органічно вписується у систему розподілу сегментів.

Так, враховуючи складність фінансових відносин, що мають місце на окремих сегментах фінансового ринку, між окремими структурними елементами не можна провести чітких меж, які часто є досить умовними. Такі ж висновки

можна робити з огляду на можливість виокремлення ринку державного боргу, який одночасно охоплює різні сегменти фінансового ринку. Проте, весь ринок державного боргу перебуває у межах боргового сегменту.

У структуру міжнародного ринку боргових зобов'язань входить обіг короткострокових боргових зобов'язань (термін погашення від 1 дня до 1 року) та довгострокових боргових зобов'язань (термін погашення понад 1 рік). Серед довгострокових боргових зобов'язань виокремлюють такі види: державний борг, тобто боргові зобов'язання центральних або місцевих органів влади; гарантований державою борг приватних фірм; приватний борг, не гарантований державою [19, с. 91]. Тобто, досліджуючи міжнародний ринок боргових зобов'язань Борзенко О. О. виокремлює конкретні види боргових зобов'язань.

В даному дослідженні ринок державного боргу ототожнюється із певним сегментом фінансового ринку, де ціллю є залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету. При цьому ринок державного боргу займає ряд сегментів фінансового ринку виходячи із різних класифікаційних ознак. Для виокремлення сегменту ринку державного боргу варто зауважити, що ціллю переважно всіх учасників фінансового ринку є максимізація прибутку. При цьому, держава як учасник має особливу ціль – залучення фінансових ресурсів на фінансовому ринку. Таким чином, пропонується виокремлення класифікаційної ознаки для сегментації фінансового ринку: ціль учасників ринку, за якою можна виокремити:

- ринок залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету (ринок державного боргу);

- ринок залучення фінансових ресурсів для примноження приватного капіталу.

Вважаємо за необхідне обґрунтувати присутність ринку державного боргу в структурі сегментів фінансового ринку. З огляду на те, що більша частина ринку державного боргу розміщена в межах ринку цінних паперів (фондового ринку) зосередимо увагу на ньому.

Н. В. Приказюк та Т. П. Моташко вказують на важливу роль ринку державних цінних паперів у фінансовому ринку кожної країни [143, с.74]. Петренко О. І. підкреслює, що уряд так само як приватні суб'єкти може залучати кошти за рахунок продажу цінних паперів інвесторам. До таких інструментів автор відносить не лише боргові, а й приватизаційні [137, с. 17,18].

Досліджуючи ціноутворення на ринку ОВДП, Заруцька О. П. виокремлює ринок державних цінних паперів (ДЦП) та відзначає, що його структура, в умовах фінансово-економічної кризи, зазнала кардинальних змін [74, с. 75]. Зміна стосувалася складу та часток інвесторів на ринку державного боргу.

Більшість науковців, досліджуючи ринок цінних паперів та його структуру, виокремлюють ринок корпоративних та державних цінних паперів. При цьому ринок державних цінних паперів, зазвичай, не сегментується на ринок боргових та пайових цінних паперів. Враховуючи ретроспективні тенденції розвитку ототожнення ринку державних цінних паперів із ринком державних боргових цінних паперів є цілком справедливим, проте теоретично невірним. Держава на ринку цінних паперів може бути емітентом акцій підприємств, що перебувають у її власності.

На схемі (рис. 1.4) в найбільш загальному вигляді зображено ринок державного боргу у структурі фінансового ринку, який формується та займає два субсегменти: ринок боргових цінних паперів та частина зовнішнього кредитного ринку. Ринок державних боргових цінних паперів є сегментом ринку цінних паперів, який в свою чергу можна також класифікувати. Те саме можна сказати про зовнішній сегмент кредитного ринку. Проте, якщо ринок державних боргових цінних паперів повністю належить ринку державного боргу, то зовнішній сегмент кредитного ринку лише частково. Це пояснюється можливістю залучення кредитних ресурсів на зовнішньому ринку не лише для фінансування потреб держави, а також включає і фінансування потреб суб'єктів господарювання.

Варто зупинитись на детальній характеристиці кожного із цих сегментів ринку державного боргу. Ринок державних боргових цінних паперів охоплює внутрішній та зовнішній ринки в залежності від типів боргових інструментів, що обертаються на ньому.

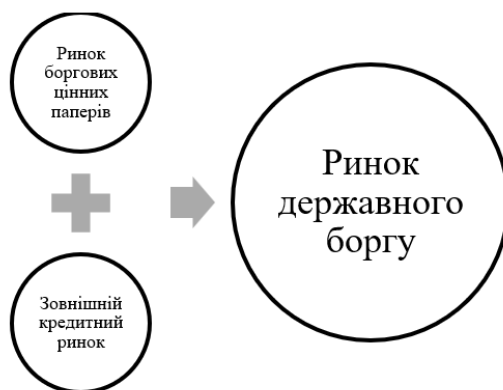


Рис. 1.4. Ринок державного боргу у структурі фінансового ринку

Джерело: побудовано автором.

Законодавство України [163] регламентує випуск, обіг та погашення державних облігацій України, які діляться в залежності від терміну обігу на довгострокові (обертаються понад п'ять років), середньострокові (обертаються від одного до п'яти років), короткострокові (обертаються до одного року).

На внутрішньому ринку боргових цінних паперів можуть перебувати в обігу: облігації внутрішніх місцевих позик, облігації внутрішніх державних позик України, цільові облігації внутрішніх державних позик України. На зовнішньому ринку боргових цінних паперів реалізуються: облігації зовнішніх місцевих позик, облігації зовнішніх державних позик України. На внутрішньому ринку боргових цінних паперів також реалізуються казначейські зобов'язання.

Сегментна приналежність державних боргових фінансових інструментів зображена на рисунку (рис. 1.5). Визначені суб'єкти, що є учасниками процесу реалізації державних боргових фінансових інструментів. Підкреслимо, що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку не є регулюючим органом із випуску державних боргових цінних паперів, проте включена до суб'єктів. Це пояснюється тим, що в більшій мірі випуск державних боргових інструментів є невід'ємним елементом бюджетного процесу. Проте Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку визначає особливості провадження депозитарної діяльності з державними облігаціями України та являється суб'єктом та учасником забезпечення процесу реалізації таких інструментів.

Тип інструменту	Сегментна приналежність	Суб'єкти
Облігації внутрішніх державних позик України	Внутрішній сегмент ринку цінних паперів	Національний банк України, центральний орган виконавчої влади, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Міністерство фінансів України
Цільові облігації внутрішніх державних позик України	Внутрішній сегмент ринку цінних паперів	Національний банк України, центральний орган виконавчої влади, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Міністерство фінансів України
Облігації внутрішніх місцевих позик	Внутрішній сегмент ринку цінних паперів	Міська рада, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
Казначейські зобов'язання України	Внутрішній сегмент ринку цінних паперів	Центральний орган виконавчої влади, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національний банк України
Облігації зовнішніх місцевих позик	Зовнішній сегмент ринку цінних паперів	Міська рада, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
Облігації зовнішніх державних позик України	Зовнішній сегмент ринку цінних паперів	Національний банк України, центральний орган виконавчої влади, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Міністерство фінансів України, банки, інвестиційні компанії

Рис. 1.5. Сегментна приналежність та суб'єкти забезпечення обігу державних боргових фінансових інструментів

Джерело: систематизовано автором за [163].

Бюджетний кодекс України [23] передбачає можливість боргового фінансування державного бюджету, що створює передумови для функціонування ринку державного боргу в Україні. Якщо прийняття бюджету на черговий бюджетний рік передбачено із дефіцитом, це повинно означати, що наявні обґрунтовані джерела фінансування цього дефіциту. При цьому, підкреслимо, що розмір дефіциту державного бюджету на відповідний бюджетний рік не може перевищувати 3% ВВП. Така норма відзначена у статті 14. Проте, за певних умов, на практиці, можливі коригування. Прикладом є перший квартал 2020 року, який знаменувався поширенням пандемії COVID-19 у світі та спричинив необхідність додаткового фінансування медичної сфери в Україні. Так, Закон України Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2020 рік»

[144] тимчасово припинив дію нормативу максимально допустимого дефіциту державного бюджету до 1 січня 2021 року, що розширює межі ринку державного боргу у заданому періоді. А Закон України «Про Державний бюджет України на 2022 рік» [146] пролонгував тимчасове припинення дії нормативу.

Середньострокова стратегія з управління державним боргом України, що прийнята в Україні на 2019-2022 рр. [153] передбачала перехід повноважень із управління державним боргом та гарантованим державою боргом в Україні від Міністерства фінансів України до уповноваженого органу виконавчої влади – Агентства з управління державним боргом України (Боргове агентство), яке мало бути створено у 2020 році [55, с.276]. Агентство з управління державним боргом України (Боргове агентство) мало бути створене як центральний орган виконавчої влади, діяльність якого повністю підпорядковувалась би Кабінету Міністрів України через Міністра фінансів, на якого покладено ключові повноваження у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом [162]. Проте, у 2021 році із прийняттям нової Середньострокової стратегії з управління державним боргом на 2021 – 2024 роки [154] такий вектор зміни ключових суб'єктів управління державним боргом більше не розглядається.

Законом визначається сутність кожного із зазначених державних боргових інструментів. Вибірка нормативних значень відображена на рисунку (рис. 1.6). Варто підкреслити, що не чітко визначені місцеві облігації внутрішніх та зовнішніх позик.

При цьому, погоджуємось із вітчизняними науковцями, щодо необхідності фіксації наукової уваги на державних боргових інструментах, що емітуються на загальнодержавному та місцевому рівнях [100, с.825]. В цьому руслі, підкреслимо, що державний борг можна класифікувати:

суверенний борг – або ж (від англ., *sovereign debt*) – це сума коштів, яку держава як суб'єкт економічної діяльності має повернути іншим економічним суб'єктам в зазначений термін і за встановлену плату. Економічна теорія класифікує суверенну заборгованість, ґрунтуючись на протиставленні її, так званої суспільної заборгованості (*public debt*) [245].

муніципальний борг – або ж борг органів державної влади нижчих рівнів (місцевих). Не таким чітким є розподіл рівнів виникнення державних боргових зобов'язань. Це зумовлюється особливостями державного устрою, наприклад у США, де система передбачає врахування усіх запозичань державної влади (крім центральних) до складу муніципальних позик. Проте, в Україні ця система ділиться на державні позики та місцеві.

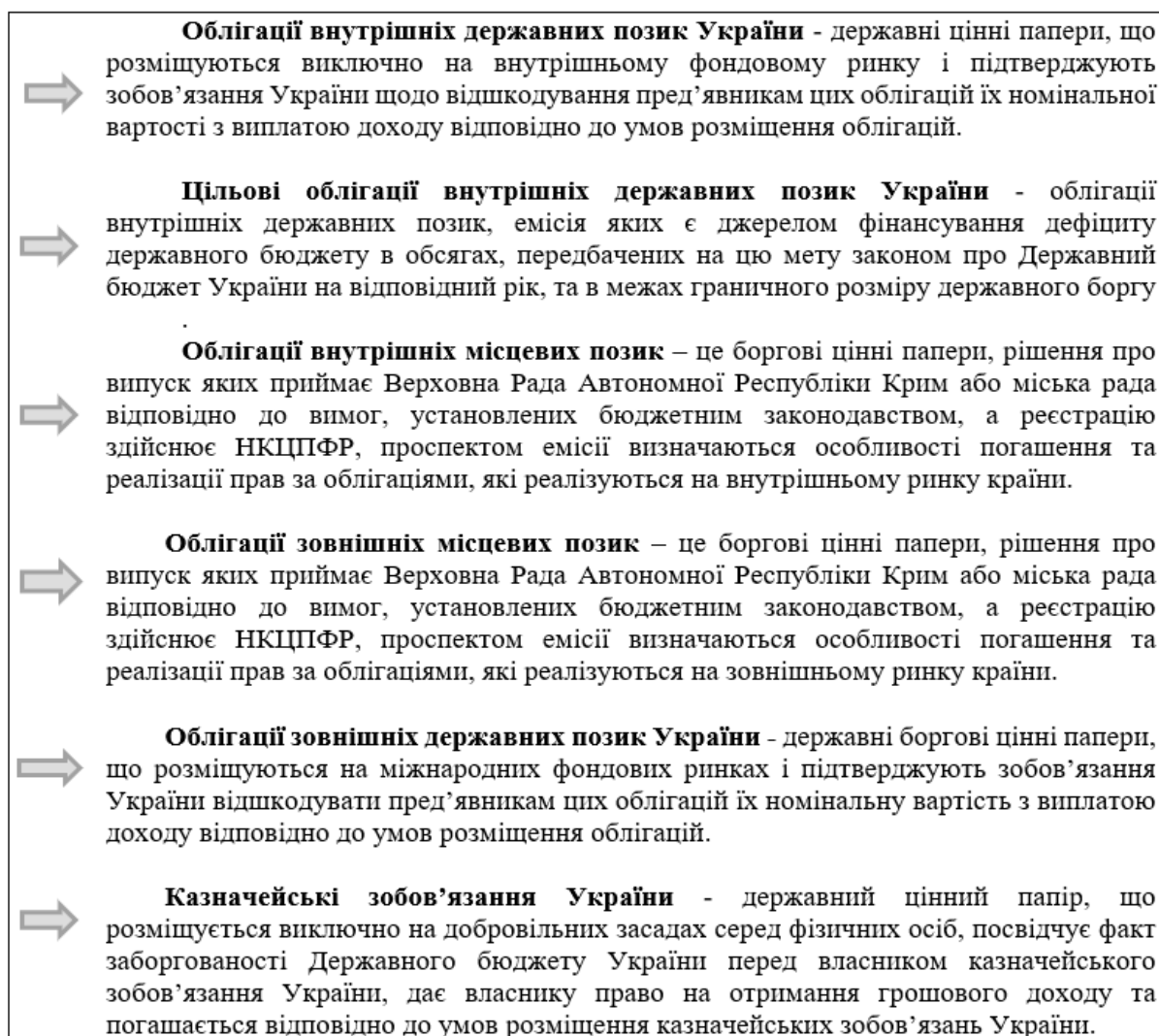


Рис. 1.6. Нормативна сутність державних боргових фінансових інструментів

Джерело: авторська вибірка за даними [163].

Саме тому, ринок державного боргу можна класифікувати відповідно до рівнів залучення фінансових ресурсів на: ринок суверенного державного боргу та ринок муніципального боргу.

В той ж час, класифікуючи об'єкти ринку державних боргових цінних паперів, можна виокремлювати і сектори ринку де вони обертаються. Серед таких ознак:

термін погашення;

спосіб виплати доходу за інструментом;

тип емітента;

рівень реалізації;

валюта номіналу;

напрямок використання залучених коштів від продажу.

Одним із найважливіших рішень при управлінні державним боргом є рішення про необхідний термін залучення фінансових ресурсів. В цьому руслі важливою є класифікація об'єктів за терміном погашення, що дозволяє виокремити тип ринку, за цією класифікаційною ознакою. В цьому контексті можна виокремити:

- ринок короткострокових державних позик, де залучення фінансових ресурсів відбувається на термін до 1 року;

- ринок середньострокових державних позик, де залучення фінансових ресурсів відбувається на термін до 5 років;

- ринок довгострокових державних позик, де залучення фінансових ресурсів відбувається на термін більше 5 років;

- ринок безстрокових державних позик, який забезпечує обіг безстрокових державних облігацій.

Виокремлюючи ринок безстрокових державних позик слід враховувати, що деякі науковці до безстрокових облігацій відносять довгострокові облігації із терміном погашення понад 30 років. Проте, більш обґрунтованою вбачається думка про те, що безстрокові державні облігації – це цінні папери, що не містять дати зворотного викупу [223]. Номінальна вартість такої облігації не буде погашена емітентом в майбутньому, а слугує інвестиційним рентним інструментом. Такі «вічні ренти» випускалися у Франції та Великобританії та надавали кредиторам право на купонний дохід. Ліквідність ринку безстрокових облігацій забезпечується тим, що зазначається дата до якої емітент може її погасити за номіналом, однак більшість таких облігацій мають низьку процентну ставку та викуп їх є недоцільним, що забезпечує їм безперервний обіг [82, с.72].

На противагу строковому ринку державних боргових зобов'язань, безстроковий ринок має свої особливості забезпечення ліквідності та ціноутворення боргових інструментів, що обумовило необхідність його виокремлення у системі класифікації ринку державного боргу. Підкреслимо, що цільові державні боргові інструменти у сучасному світі досить часто випускаються на термін більше 10 років, або ж безстроково. Це пов'язано із вартістю залучення позикових коштів. Вартість безстрокового залучення значно нижча ніж строкового. Наприклад, для покриття дефіциту фонду боротьби із COVID-19 уряд Європейського союзу прийняв рішення випустити так звані «консолі» (безстрокові облігації). Такий спільний план відновлення вважається життєво важливим для стабільності ЄС. Одним із аргументів на користь використання таких інструментів є те, що зобов'язання про спільну вічну заборгованість забезпечує високу ступінь взаємності [235]. Найпершою причиною, звісно, є скрутне фінансове становище внаслідок значних втрат через кризу спричинену пандемією COVID-19 та низькою вартістю залучення фінансових ресурсів для покриття боргу. В Україні безстроковий ринок державного боргу не існує, проте доцільність його створення буде розглянуто у третьому розділі роботи.

Для секторального поділу ринку державних боргових цінних паперів можна використати класифікаційну ознаку «спосіб виплати доходу за інструментом». Класично, можна виокремити такі типи виплати доходів за державними облігаціями:

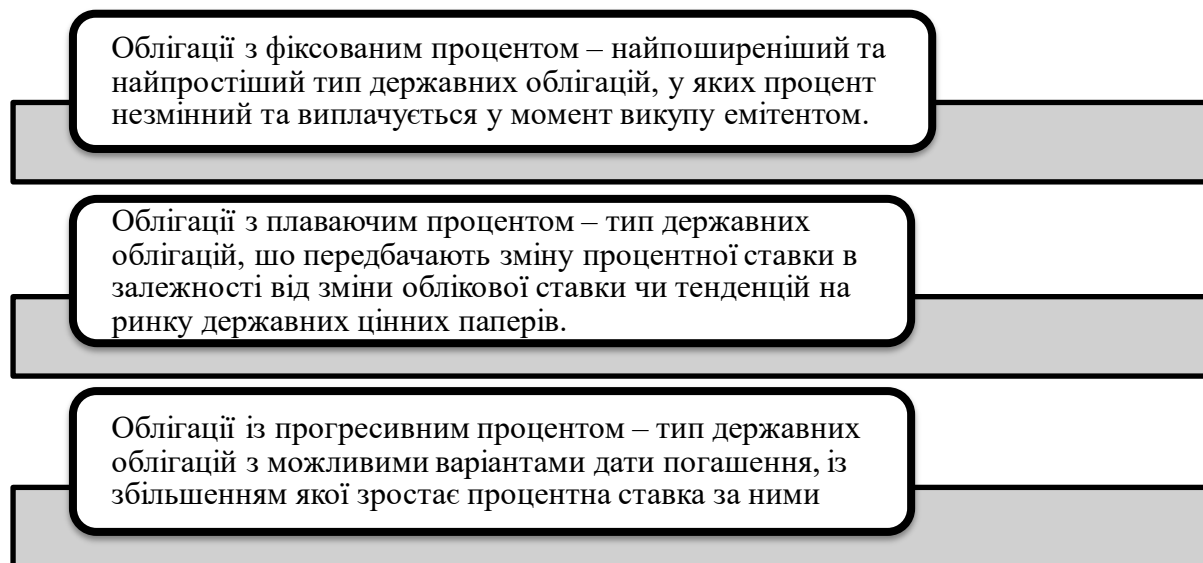
- купонні облігації;
- процентні (відсоткові) облігації.

В зв'язку із цим, можна виокремити ринок купонних державних облігацій та ринок процентних (відсоткових облігацій). Ринок державного боргу кожної країни має свої особливості. Але, серед найбільших провідних країн світу поширення набувають купонні боргові зобов'язання, які передбачають в періодичному отриманні кредитором купонних фіксованих купонних виплат (раз чи двічі на рік, раз у 3 місяці), яка рахується від номінальної вартості облігації.

Номінальна вартість повертається кредитору в момент викупу облігації емітентом. Варто відмітити, що такий тип державних облігацій займає 60% всіх єврооблігацій [205, с.27].

Серед купонних облігацій слід виокремити особливий тип – облігації із нульовим купоном, які не передбачають отримання ніякого доходу під час володіння цим цінним папером. Дохід інвестор отримує за рахунок різниці між емісійним курсом та номіналом. В більшості випадків емісійний курс на 30-40% нижче номіналу, що дозволяє придбати такі облігації дешевше.

Короткострокові державні боргові цінні папери в більшості випадків випускаються у вигляді процентних облігацій, дохід за якими встановлюється у вигляді відсотка від номіналу та виплачується власникові один раз під час викупу облігації емітентом. Інколи середньострокові облігації також випускаються з процентом, а не з купоном. Серед процентних слід виділити облігації з фіксованим, плаваючим та прогресивним процентом (рис. 1.7).



**Рис. 1.7. Типи відсоткових державних облігацій
в залежності від способу визначення доходу**

Джерело: побудовано автором.

Ключові умови, яких дотримуються при випуску, а також сам порядок розміщення довгострокових державних облігацій, що затверджені постановою Кабінету Міністрів України від 15 березня 2006 р. № 317 [131] нормативно

визначають спосіб виплати доходу за довгостроковими державними облігаціям. Цим нормативним документом визначено спосіб розрахунку купонного платежу на одну довгострокову державну облігацію, умови розміщення та правила виплати доходу.

Окрім відзначених видів державних облігацій, що створюють основу для сегментації ринку державних боргових цінних паперів за способом виплати доходу, варто зазначити що існують і інші типи – лотерейні (випускаються в Ірландії, Пакистані, Швеції та беруть участь у місячному лотерейному розіграші, в якому максимально можливий виграш становить 1 млн. фунтів. Там не існує виплат за купонами. Повернення облігації уряду без штрафних санкцій є можливим у будь-який час (пут-опціон) [169]. Проте, найзагальнішими типами вважаємо саме купонні та процентні облігації, які склали основу для виділення сегментів.

Звісно, виокремлення сегментів ринку, в окремих випадках носить теоретичний характер та немає практичного значення, адже організація функціонування сегментів ринку державних боргових цінних паперів може не відрізнятись. Проте, зі сторони інвесторів, що створюють попит на ринку державного боргу, можуть існувати диференціальні позиції, щодо певних фінансових інструментів (як наприклад за способом виплати доходу). Саме це обумовлює необхідність сегментації ринку державного боргу.

За типом емітента ринок державного боргу, а зокрема його сегмент – ринок державних боргових цінних паперів можна класифікувати на 2 сектори:

- ринок боргових зобов'язань центральної влади;
- ринок боргових зобов'язань місцевої влади.

В Україні емітентом боргових зобов'язань центральної влади виступає Міністерство фінансів України. Савастєєва О. М. підкреслює, що випуск в обіг ОВДП проводиться МФУ. Саме Міністерство виступає гарантом їх своєчасного і повного погашення. Генеральним агентом українського уряду з розміщення ОВДП виступає винятково Національний банк України. Зазначені цінні папери набувають форми електронних записів на рахунках у системі електронного обігу цінних паперів. Кожний випуск облігацій оформлюється глобальним сертифікатом Національного банку України [171]. М. І. Назарчук наголошує, що

ринки облігацій муніципальних і регіональних позик є значними сегментами національних фондових ринків не тільки в США, інших розвинутих країнах, а облігації регіональних позик привабливі для інвесторів [118].

Відмічені твердження науковців, ще раз доводять вірність необхідності виокремлення ринку державного боргу у структурі фінансового ринку. Фактично цей ринок успішно функціонує, і у багатьох малорозвинених країнах формує ринок цінних паперів. В дослідженнях науковців часто його виокремлюють, хоча й належна теоретична база досі відсутня.

Важливою класифікаційною ознакою, яку за логікою дослідження слід розглядати наступною є рівень реалізації. В залежності від рівня реалізації слід виокремлювати:

- первинний ринок державних боргових зобов'язань;
- вторинний ринок боргових зобов'язань.

Первинний ринок державних боргових зобов'язань – сектор ринку державних цінних паперів, де емітент в особі уповноваженого державного органу є продавцем цінних паперів. Вторинний ринок державних боргових зобов'язань – сектор державних цінних паперів, де продаж державних цінних паперів здійснює не емітент, а власник. З огляду на можливості додаткового розміщення з використанням операцій на відкритому ринку (який інколи вважається вторинним) такий поділ є більш умовним.

Національним банком України операції на відкритому ринку визначаються як «купівля/продаж казначейських зобов'язань Національним банком України, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням Національного банку. Відкритим вважають ринок, на якому здійснюються операції з купівлі-продажу цінних паперів між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками, і коли кошти внаслідок продажу цінних паперів на такому ринку надходять на користь держателя цінних паперів, а не їх емітента. Відкритий ринок використовується центральними банками для купівлі-продажу, як правило,

короткострокових державних цінних паперів з метою регулювання грошової маси. Внаслідок купівлі збільшується вкладення коштів в економіку, внаслідок продажу – зменшується» [129].

Виходячи із вищенаведених тверджень, операції на відкритому ринку хоч і відбуваються за дорученням НБУ, який є державним органом, проте, цілі цих операцій (в порівнянні із первинною емісією) кардинально різні. Саме тому, вважаємо, що операції на відкритому ринку, в частині купівлі-продажу державних боргових інструментів відбуваються на вторинному ринку державних цінних паперів.

В залежності від валюти домінування боргових зобов'язань держави варто виокремити:

- ринок державних боргових зобов'язань, номінованих в національній грошовій одиниці;

- ринок державних боргових зобов'язань номінованих в валюті відмінній від національної.

Державні боргові зобов'язання України номінуються в національній валюті (гривні), а також іноземній (долар та євро). У 1995 році вперше були емітовані ОВДП у гривні, а починаючи з 10 грудня 2011 року — вони можуть бути номіновані не лише в гривні, а й і в іноземній валюті (доларах США та євро) [137, с. 18].

В залежності від того, чи визначений наперед конкретний напрям спрямування коштів, які залучаються від продажу державних боргових зобов'язань, можна виокремити:

- ринок цільових державних боргових зобов'язань;

- ринок нецільових державних боргових зобов'язань.

В Україні, згідно чинного законодавства, можуть випускатися цільові облігації внутрішньої державної позики та цільові казначейські зобов'язання. Науково-практичний коментар статті 15 Бюджетного кодексу України трактує призначення цільових облігацій внутрішньої державної позики, зокрема визначає винятковість використання на фінансування державних або регіональних програм і проектів [120].

Науковці підкреслюють, що: «в Україні цільові облігації внутрішніх державних позик та казначейські зобов'язання в Україні не набули широкого розповсюдження». [60, с.30].

Таким чином, державних боргових цінних паперів, в залежності від сегменту, де реалізуються такі інструменти можна розділити на 2 частини: внутрішній та зовнішній ринок державних боргових цінних паперів. Зовнішній ринок державних боргових цінних паперів частково перетинається із зовнішнім кредитним ринком (рис 1.8).

Другим великим сегментом ринку державного боргу що функціонує поруч із ринком державних боргових цінних паперів є зовнішній кредитний ринок, де країни здійснюють запозичення у міжнародних фінансових організацій чи інших урядів.

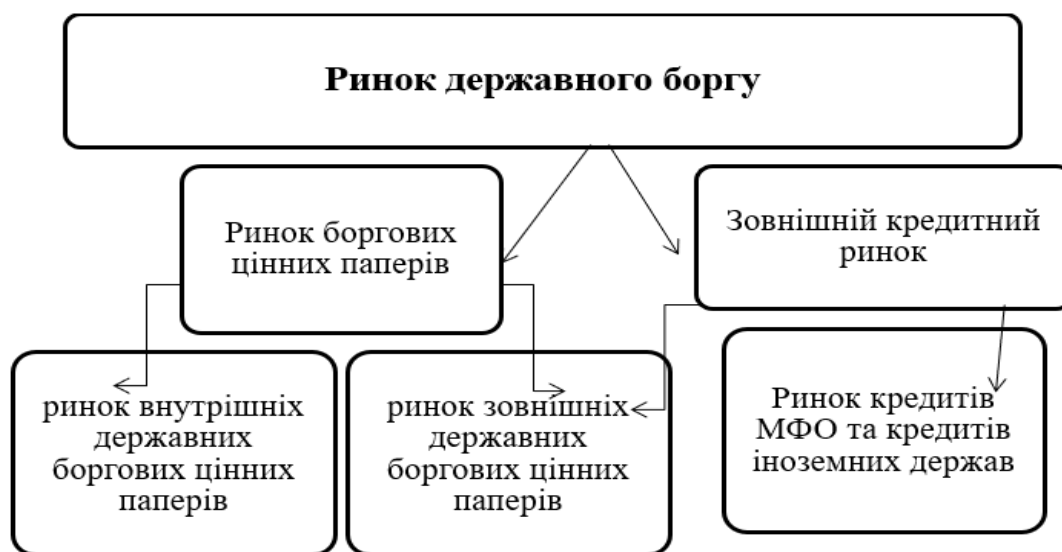


Рис. 1.8. Структура ринку державного боргу

Джерело: побудовано автором.

Найбільшими зовнішніми кредиторами України є: Міжнародний валютний фонд (МВФ), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) та Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Японське агентство міжнародного співробітництва та Кредитна установа для відбудови (KfW).

Науковці підкреслюють, що ринок зовнішніх кредитних запозичень у світі зменшується. Існує взаємозв'язок між рівнем розвитку економіки та часткою кредитів та позик у структурі державного боргу. Прямі кредити займають домінуючу частку у країн з ринками, що формуються, натомість високорозвинені країни в більшій мірі мають борг, що сформований через залучення на ринку цінних паперів. При цьому, фахівці Світового банку, говорячи про ліквідність внутрішнього боргового ринку певної країни відзначають: «за невеликим виключенням, надія на створення високоліквідних автономних ринків, які будуть грати основну роль в перерозподілі ресурсів, виявились ілюзорними фактично у всіх країнах» [244].

Проте, дослідження науковців світу вказують на відсутність залежності між структурою ринку державного боргу та іншими макроекономічними параметрами. При цьому, вивчаючи значний масив країн із економіками, що формуються та структуру їх боргів Форсленд К., Ліма Л., Паніза У. підтверджують визначальну роль державного контролю у структурі боргу [247, с.208].

Існують і інші дослідження, які вказують на те, що частка внутрішнього ринку в структурі ринку державного боргу залежить від ряду макроекономічних факторів (рівень інфляції, ВВП) [222]. Або ж - відкритість торгівлі, загальний державний борг, інституційна якість, відсутність контролю над рухом капіталів і наявність приватної пенсійної системи [232].

Найбільшим ринком державних боргових цінних паперів із збереженням значної частки зовнішнього ринку є Сполучені Штати Америки (США). Другим за об'ємом є ринок державних боргових цінних паперів Японії, проте, на відміну від ринку США частки зовнішнього ринку є незначною [263, с. 158]. Безумовний лідер зростання державних боргів США навряд чи можна брати за приклад дослідження, адже масштаби, устрій, особливості формування має свої специфічні особливості. Проте, феноменальне перевищення державної заборгованості США над ВВП – підкреслює необхідність окремого детального дослідження.

Обґрунтувавши необхідність виокремлення сегменту ринку державного боргу та вивчивши підходи до класифікації сегментів за різними ознаками запропонуємо трактування сутності такого ринку. Ринок державного боргу – це

частина фінансового ринку, що включає сферу економічних відносин, за допомогою яких реалізуються система різних проте взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як одне ціле та призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету та з ціллю регулювання макроекономічних процесів та проведення стабілізаційної політики держави.

Особливістю вивчення цього ринку є те, що на відміну від інших секторів фінансового ринку, де важливим є вивчення діяльності суб'єктів ринку та особливостей функціонування об'єктів ринку, в даному випадку фокус лежить на цілісності економічного механізму, за злагодженість роботи якого відповідає держава здійснюючи процес управління державним боргом.

Для доповнення сучасної економічної теорії, що стосується предмету вивчення в даній роботі слід приділити увагу визначенню функцій ринку державного боргу. При цьому, на перший погляд, функція ринку державного боргу зводиться до фінансування дефіциту державного бюджету, проте, вважаємо це основною метою його існування. Перелік функцій ринку є значно ширшим. Розглянемо існуючі підходи до даної проблематики.

Як відзначалося вище, майже відсутні дослідження, де ринок державного боргу вивчається в цілому. Більшість науковців вивчають функціональне призначення ринку державних цінних паперів, або ж державних запозичень. Прикладом першої групи авторів є Петренко О.І., яка виокремлює наступні функції ринку державних цінних паперів. Серед таких функцій науковиця виділяє регулювання маси грошей у обігу; здійснення обміну тих цінних паперів, що були випущені раніше; сприяння виконанню державного бюджету. Ще одна функція полягає в тому, що банки можуть наповнювати власні портфелі цінних паперів ліквідними активами [137, с.17].

Грошову масу можливо регулювати в обігу за допомогою реалізації державних боргових зобов'язань на пропозицію грошей в країні. Так, для зменшення пропозиції грошей держава продає боргові зобов'язання, і навпаки. Для реструктуризації державного боргу на ринку відбувається переоформлення

раніше випущених цінних паперів з відстроченням дати викупу. Касове виконання державного бюджету яке здійснюється шляхом випуску короткострокових цінних паперів, або ж випуску цільових цінних паперів. Забезпечення комерційних банків ліквідними активами – відбувається коли банки купують ліквідні державні зобов'язання та покращують якість власного інвестиційного портфелю.

Критична оцінка зазначених функцій дозволяє припустити, що їх перелік є досить вузький та нерелевантний. Якщо розглядати функції цього сегменту ринку державного боргу, то функції співпадають із функціями ринку в цілому. Проте, функції ринку державного боргу слід розглядати в руслі загальних та спеціальних функцій, а також основних та другорядних. Функції 1, 2, та 4 варто вважати другорядними.

Більш ґрунтовний внесок до трактування економічного значення ринку державного боргу вносять Лютий І. та Курищак К., які чітко розмежовують цілі і завдання управління внутрішніми державними боргами, а також функції емісії внутрішніх державних боргових цінних паперів [101]. При цьому автори підкреслюють, що не усі функції завжди супроводжують емісію державних боргових зобов'язань. Зокрема, в разі відсутності попиту серед іноземних інвесторів, що купуватимуть їх у національній валюті – вплив на валютний курс здійснюватися не буде. І лише за умови купівлі гривні іноземними інвесторами кількість іноземної грошової одиниці в країні зросте, що матиме стабілізаційний вплив на валютному ринку. Регулювання рівня інфляції може мати місце, проте все залежить від обсягу випуску та попиту на такі інструменти. Вплив може бути несуттєвим.

Звертають увагу на ретроспективний аспект функціональності державних боргових цінних паперів В. Осецький та І. Браткова. Науковці виокремлюють початкові функції державних боргових інструментів, які були їм притаманні у XIV-XX ст.: фіскальна, управління параметрами державного боргу, покращення економічної ситуації на окремих територіях, а також погашення раніше випущених позик [130, с.57]. Еволюція ринку цінних паперів в цілому, слугувала розширенню функціонального призначення державних боргових інструментів в економіці. Перелік та сутність функцій державних боргових зобов'язань в сучасній економіці:

згладжування нерівномірних надходжень податкових платежів;
забезпечення касового виконання бюджету;
фінансування цільових програм або окремих галузей економіки;
погашення або переоформлення розміщених раніше боргових зобов'язань;
створення передумов для розвитку фінансових ринків через випуск еталонних інструментів;

використовувати державних цінних паперів як ефективного інструменту макроекономічного регулювання [130];

визначення реальної вартості обслуговування державного боргу;

забезпечувати банки та інші фінансові установи ліквідними та надійними активами [206].

Це досить повний та вдалий перелік функцій, проте, на нашу думку більш доцільно є віднесення початкових функцій державних боргових інструментів до головних. Інші ж функції, які обумовлені вдосконаленням інфраструктурного забезпечення управління державним боргом, а також реалізацією злагодженої економічної політики розширився перелік другорядних функцій.

Слід зазначити, що проведене вивчення функцій дозволяє виокремити деякі особливості сучасного наукового трактування:

по-перше, функції дублюються у багатьох науковців, при цьому одні із них називають зазначені властивості «функціями ринку державних цінних паперів», інші «функції державних боргових інструментів»;

по-друге, часто ознаки, або ж функції державних боргових інструментів самих по собі, абсолютно не здатні виконувати запропонованих функцій. Лише, за умови участі в ринковому механізмі, який реалізується через ринок державного боргу можна говорити про ці функції;

по-третє, ринок державного боргу не обмежується ринком державних боргових цінних паперів, а також включає кредитний сегмент, що зумовлює необхідність розробки єдиної системи функцій.

У цьому контексті, можна відзначити, що теза про те, що ринок державних цінних паперів є основою для розвитку інших ринків боргових інструментів, зокрема, корпоративних, стає актуальною завдяки створенню необхідної інфраструктури та формуванню цінових орієнтирів для інших емітентів та інвесторів [24].

Деякі науковці, враховуючи світову практику виокремлюють перелік функцій ринку державних боргових цінних паперів та називають їх традиційними [242, с.83]:

покриття бюджетного дефіциту;

поповнення дефіциту грошових засобів у поточному бюджеті;

залучення фінансових ресурсів для реалізації масштабних програм та проектів;

залучення фінансових ресурсів для погашення боргів за раніше випущеними державними цінними паперами.

Підкреслимо, що всі із названих традиційних функцій ринку державних цінних паперів притаманні усьому ринку державного боргу, що зумовлює необхідність систематизації функцій. Серед інших функцій, слід відмітити такі [253]:

фінансування державних цільових програм, зокрема у соціальних сферах;

регулювання економічних процесів.

Проте, як зазначалося вище, функція регулювання економічних процесів – не головна функція і її слід розділяти. Адже, ключовим на ринку державного боргу в данному контексті є досягнення фіскальних цілей. Різкі обмеження, яких дотримуються економічно-розвинені країни обернено пропорційно впливають на розміри ринку державного боргу, тим більше сегменту обігу державних боргових цінних паперів. По цій причині, навряд чи можна приписувати значення основної функції ринку державних боргових цінних паперів – регулювання грошового обігу і тому подібне. Роль інструментів грошово-кредитної політики (операції на відкритому ринку) як функції ринку державного боргу є опосередкованими.

Чим більше розвинена економіка країни, тим меншу частку в структурі ринку державного боргу займає ринок кредитів, натомість переважає ринок сек'юритизованих боргів – ринок державних цінних паперів. В цьому руслі, слід відмітити, що функції, які притаманні ринку цінних паперів, мають місце і на ринку державних цінних паперів. Серед таких функцій можна виділити загальні (які притаманні всім сегментам ринку цінних паперів):

1. Облікова функція – обов'язковий облік спеціальними установами всіх цінних паперів, що перебувають в обігу;

2. Контролююча функція – забезпечення контролю за дотриманням всіх правил та норм що стосуються, випуску та обігу цінних паперів;

3. Перерозподільна функція – сприяння перерозподілу капіталів в економіці.

4. Функція забезпечення балансу між попитом та пропозицією на вільний капітал, реалізація якої відбувається за допомогою цінових інструментів.

5. Регулююча функція – пов'язана із забезпечення державного регулювання процесів обігу цінних паперів, в тому числі і в руслі реалізації економічної політики держави.

6. Функція сприяння заощадженням та накопичення капіталу - ринок цінних паперів, в тому числі і ринок державних цінних паперів – механізм, де інвестування в малих розмірах позбавлене сенсу (в порівнянні з іншими інструментами – наприклад банківськими), що сприяє стимулюванню суб'єктів економіки до накопичення капіталу та заощаджень.

Серед спеціальних функцій, які виокремлюють ринок державних цінних паперів в окремий сегмент:

1. Функція формування партнерських взаємовідносин між позичальником (державною) та суб'єктами економіки, що виступають кредитором (резиденти, нерезиденти), які купують державні боргові зобов'язання. В наслідок цього, відбувається перерозподіл фінансових ресурсів, де держава отримує фінансування необхідних сфер, а суб'єкти економіки – інвестують на вигідних умовах. Зацікавленість останніх супроводжується в постійному моніторингу

стану економіки, зацікавленість в її зростанні. До того ж, зі зростанням попиту на державні боргові інструменти зростає їх надійність та знижується вартість кредитних ресурсів, а інвестиційні якості таких інструментів зростають.

2. Функція об'єднання капіталів, сутність якої полягає в тому, що завдяки функціонуванню ринку державних цінних паперів, здійснюючи транші емісії можна залучити кількох інвесторів для покриття поточних фінансових розривів. В той же час, жоден індивідуальний інвестор не спроможний цього зробити.

3. Функція збільшення капіталу та виробництва – за допомогою заощаджень капіталу його трансформують в позиковий капітал, що фінансує та підтримує виробництво. Перманентний дефіцит державного бюджету обумовлює гостру необхідність мобілізації усіх наявних в державі капіталів, тому дана функція вкрай важлива для більшості країн з слабкими економіками.

4. Функція підтримки ліквідності ринку цінних паперів. В слаборозвинених економіках, ринок цінних паперів, в більшості випадків, малорозвинений та незбалансований за рівнем розвитку сегментів. В більшості випадків його формують державні цінні папери, а корпоративним належить незначна частка.

Підсумовуючи запропоновану науковцями функціональну значимість секторів ринку державного боргу, систематизовано функції ринку державного боргу. Таким чином, слід відмітити, що в таблиці (табл.1.3) відображено функції, що притаманні саме ринку державного боргу, а не його сегментам в розрізі. Представлена класифікація функцій в розрізі основних та додаткових. В той же час, кожен із сегментів ринку державного боргу в тій чи іншій мірі за різних умов може виконувати більш обширний перелік функцій. Проте, в загальному вигляді вважаємо його структуру саме такою. Основні функції ринку спрямовані на реалізацію основної мети його існування, про що йшла мова в попередніх розділах роботи.

Функції ринку державного боргу в сучасній економіці

№	Назва функції	Сутність функції
Основні функції		
1	Фінансування дефіциту державного бюджету	Залучення фінансових ресурсів на ринку здійснюється з метою покриття дефіциту державного бюджету.
2	Фінансування поточних касових розривів (дефіцит поточного бюджету)	Залучення коштів на ринку державного боргу може спрямовуватись на покриття видатків, доходи на фінансування яких в поточний момент відкладені в часі на термін довший ніж можливе залучення на ринку.
3	Фінансування окремих цільових програм	Масштабні соціальні чи економічні проекти та програми вимагають значних фінансових вкладень, які важко закласти в обмежені дефіцитні бюджети, з цією метою залучаються кошти на спеціальних умовах на ринку державного боргу.
4	Фінансування сплати боргів за раніше випущеними цінними паперами	Складні фінансові умови, часто змушують уряди слаборозвинених держав йти на крайні заходи так званого «боргового покриття». В цьому випадку, кошти залучені на ринку державного боргу спрямовуються на сплату старих боргів.
5	Ціноутворення на ринку	Ринок державного боргу функціонує в межах фінансового ринку і визначає тенденції ціноутворення на інших секторах фінансового ринку і навпаки: ціни на боргові активи держави орієнтуються на загально ринкові ціни.
6	Механізм реалізації кредитних відносин	Ця функція проявляється у забезпеченні співпраці позичальника (держави) та кредитора, що реалізується за допомогою чітко встановлених правил, інфраструктури, принципів та інструментів.
Опосередковані функції		
7	Функція формування партнерських взаємовідносин між позичальником та кредитором	Перерозподіл фінансових ресурсів, де держава отримує фінансування необхідних сфер, а суб'єкти економіки – інвестують на вигідних умовах, викликає необхідність у взаємній зацікавленості суб'єктів. Зацікавленість останніх полягає в постійному моніторингу стану економіки, зацікавленість в її зростанні. Держава ж як позичальник зацікавлена створити умови, за яких існуватиме попит на її боргові інструменти.
8	Функція об'єднання капіталів	Завдяки функціонуванню ринку державних цінних паперів, здійснюючи транші емісії можна залучити кількох інвесторів для покриття поточних фінансових розривів. В той же час, жоден індивідуальний інвестор не спроможний цього зробити.
9	Функція збільшення капіталу та виробництва	За допомогою заощаджень капіталу його трансформують в позиковий капітал, що фінансує та підтримує виробництво;
10	Функція підтримки ліквідності ринку цінних паперів	Ринок цінних паперів, займаючи велику частку на ринку цінних паперів має великий вплив на ліквідність всього ринку.

Джерело: складено автором.

Ринок державного боргу, які і інші ринки володіють відмінною ознакою – особливий склад учасників ринку. В загальному вигляді, як і інші сегменти фінансового ринку, ринок державного боргу має тих же суб'єктів. Школьник І.О. визначає основних учасників фінансового ринку. Серед них чільне місце посідає держава. Також, до суб'єктів науковиця відносить населення, яке може споживати фінансові послуги, а також професійні учасники ринку – які їх надають. Окремо виділяються іноземні учасники ринку [211, с.25]. У загальному вигляді учасники ринку державного боргу є такими ж, проте, якщо розглядати їх детальніше, в розрізі ролей – він буде відрізнятись.

Науковці, аналогічно як і щодо функцій, не виділяють учасників ринку державного боргу в цілому, а лише посегментно. Так, структура суб'єктів (учасників) ринку державного боргу багато в чому визначається формою державного устрою, особливостями законодавства та організації фінансового ринку та ринку цінних паперів.

Організація купівлі-продажу цінних паперів в цілому та державних цінних паперів, зокрема, охоплює широке коло учасників та напрямів їх взаємодії. Найбільш загально, серед суб'єктів ринку державних боргових цінних паперів можна виокремити: держава (позичальник), технічний емітент, агент по розміщенню, реєстратор, організатор торгівлі, андеррайтер, професійні учасники ринку цінних паперів, інвестори, контролюючі органи та гаранті, страховики, фінансові консультанти (табл. 1.4). Відповідні функціональні призначення учасників відрізняються в залежності від країни, де функціонує ринок державного боргу.

У таблиці розміщено учасників (суб'єктів) лише одного із сегментів ринку державного боргу – ринку державних боргових цінних паперів. Проте, зовнішній кредитний сегмент ринку державного боргу має своїх учасників. Розглядаючи форми зовнішніх державних запозичень Славюк Н. Р. акцентує увагу на суб'єктах такого кредитування [173, с. 11].

Учасники ринку державних боргових цінних паперів

Держава (офіційний позичальник)		
Фінансовий консультант		Контролюючі, регулюючі та наглядові органи
Гаранти, страховики	Технічний емітент	
Платіжний агент	Агент по розміщенню	Реєстратор
Організатори торгівлі		
Андеррайтери		
Професійні учасники ринку цінних паперів		
Інвестори		

Джерело: систематизовно автором.

У загальному вигляді схема реалізації учасниками ринку державного боргу кредитних відносин зображена на рисунку (рис.1.9). Ключовими учасниками цього процесу є позичальник та кредитори. Отримання кредиту в разі купівлі державних цінних паперів все більше набуває інвестиційних рис. А от отримання міжнародних позик на засадах кредитування більш схоже на класичні кредитні відносини.

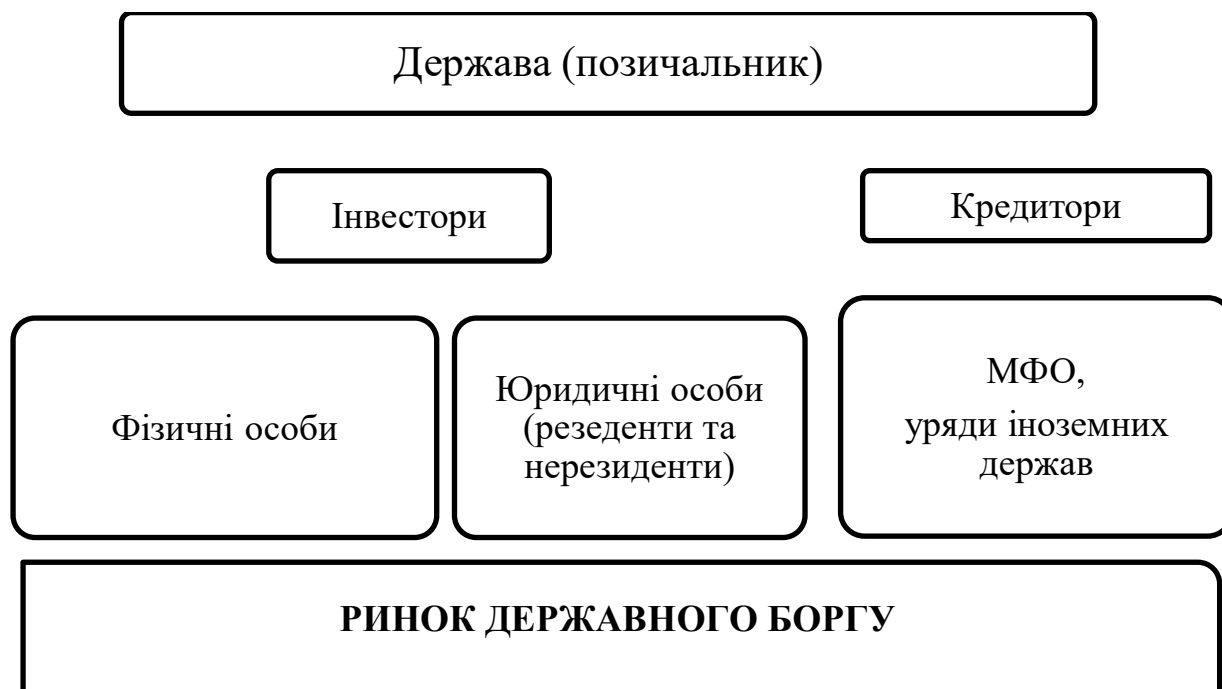


Рис. 1.9. Суб'єкти (учасники) ринку державного боргу в загальному вигляді

Джерело: побудовано автором.

Як і для будь якого ринку, структуру ринку державного боргу формують загальні елементи: суб'єктів, сегменти ринку (сектори), державні органи, що його регулюють, інфраструктура, спеціальні окремі організації. Варто більш детально зупинитись, на дослідженні регулюючих органів та нормативно-правової бази, що становить основу інфраструктури ринку державного боргу. Цьому присвячено наступний пункт роботи.

Таким чином, важливе значення для вдосконалення управління державним боргом займає вивчення теорії, що обґрунтовує необхідність виокремлення особливого сегменту фінансового ринку – ринок державного боргу, за допомогою якого відбувається залучення фінансових ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету. Систематизувавши підходи до класифікації фінансового ринку виявлено виокремлення окремих ринкових одиниць (сегментів) які функціонують з метою обслуговування руху позикових коштів, що спрямовуються на фінансування потреб держави. Саме це дало підстави запропонувати ще одну класифікаційну ознаку – ціль залучення фінансування та виокремити: ринок залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету (ринок державного боргу); ринок залучення фінансових ресурсів для примноження приватного капіталу.

Досліджено інструменти що обертаються на ринку державного боргу та здійснено їх поділ за секторами та відповідальними суб'єктами. Запропоновано ознаки, що слугують для поділу ринку державного боргу на власні підсектори. Запропоновано авторське трактування сутності ринку державного боргу, як частини фінансового ринку, що включає сферу економічних відносин, за допомогою яких реалізуються система різних проте взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як одне ціле та призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету та з ціллю регулювання макроекономічних процесів та проведення стабілізаційної політики держави. Визначено перелік функцій ринку державного боргу, структуру із зазначенням основних суб'єктів що є на ринку.

1.3. Особливості державного регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України

Ефективне функціонування ринку державного боргу передбачає злагоджене функціонування системи інституційного забезпечення. В світовій практиці сформульовано чимало конфігурацій побудови таких систем, де кожна має свої особливі елементи та механізми. Інституційна система ринку державного боргу, на нашу думку, являє собою цілеспрямовано сформовану систему елементів, які забезпечують залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету певної країни та дозволяє здійснювати таке залучення на оптимальних умовах.

Серед ключових елементів, системи інституційного забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу слід виділити:

1. Суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності;
2. Законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу;
3. Політика управління державним боргом країни;
4. Технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу;
5. Система реструктуризації державного боргу.

Суб'єктна підсистема ринку державного боргу посідає ключове місце у системі інституційного забезпечення, адже включає в себе усі інститути, які забезпечують реалізацію процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. У загальному вигляді суб'єктна система включає в себе: державу (позичальника) на ринку, інвесторів та кредиторів (рис. 1.3).

Маргасова В. Г., Дубина М. В. та Забаштанський М. М. у своєму дослідженні пропонують виокремлювати суб'єктів інвестування на ринку державного боргу, до яких включають: інституційних інвесторів, приватних інвесторів, зарубіжних інвесторів та центральні банки [106].

Інвесторами (позичальниками) на ринку державного боргу можуть виступати як фізичні так і юридичні особи. При цьому, слід відмітити, що рівень розвитку фінансового ринку визначає інвестиційні можливості його суб'єктів. Система інвесторів на ринку державного відображає рівень розвитку інвестиційного ринку в межах певної країни та сфокусована в тій частині, яка більше розвинена. З огляду на банкоцентричність українського фінансового ринку, найбільша частка інвесторів на ринку державного боргу належить саме банківським установам, які активно залучають ОВДП до власних портфелів цінних паперів. Структура інвесторів на ринку державного боргу зображена в таблиці (табл. 1.5). За приналежністю усіх інвесторів на ринку державного боргу можна розглядати у розрізі зовнішніх та внутрішніх, які визначають місце походження суб'єкта у відношенні до країни виникнення державного боргу. Серед внутрішніх виокремлюють фізичних осіб, які трансформують власні заощадження у капітал на ринку державного боргу. А також юридичні особи в розрізі фінансових та нефінансових корпорацій. Серед фінансових корпорацій, що можуть виступають в якості інвесторів (позичальників) на ринку державного боргу: центральні банки, банківські установи, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди, фінансові компанії, інші фінансові установи.

Таблиця 1.5

Інвестори на ринку державного боргу

Внутрішні інвестори		Зовнішні інвестори	
Юридичні особи		Фізичні особи	Міжнародні фінансові установи
Юридичні особи сектору фінансових корпорацій	Юридичні особи сектору нефінансових корпорацій		Уряди країн
			Юридичні особи-нерезиденти
			Фізичні особи-нерезиденти

Джерело: побудовано автором.

Зовнішні інвестори на ринку державного боргу – це суб'єкти, які провадять свою діяльність за межами країни функціонування ринку державного боргу. До зовнішніх інвесторів належать міжнародні фінансові установи, уряди іноземних країн, юридичні особи-нерезиденти, фізичні особи-нерезиденти. Для України найбільшими зовнішніми інвесторами серед міжнародних фінансових установ

стали МВФ та МБРР. Також до зовнішніх інвесторів ринку державного боргу належать уряди зарубіжних країн, а також фізичні та юридичні особи нерезиденти, у випадку купівлі боргових фінансових інструментів зарубіжних країн.

Ринки державного боргу зарубіжних країн ілюструють тенденцію, коли внутрішніх інвесторів на ринку державного боргу набагато більше ніж зовнішніми у розвинених країнах. Обернена ситуація в країн, що розвиваються та країни із низьким рівнем розвитку. При цьому, науковці підкреслюють, що більші ризики для держав-позичальників несуть зовнішні інвестори на ринку державного боргу [109, с. 7].

В той же час, конфігурація ринку державного боргу у частині пропорцій присутності інвесторів – відображення рівня розвитку фінансового ринку. Це легко пояснюється, адже інвестиційна пропозиція на різних внутрішніх ринках досить відрізняється. Якщо порівнювати ризиковість залучення інвесторів на ринку державного боргу всередині країни та поза її межами, то безумовно, залучення всередині мають меншу вартість і несуть менші ризики. В умовах обмеженого інвестиційного потенціалу внутрішнього ринку державного боргу в Україні обрано вектор збільшення частки фізичних осіб серед інвесторів.

Серед внутрішніх інвесторів на ринку державного боргу переважають фінансові установи з огляду на структуру фінансового ринку. За банкоцентричного ринку, банківські установи займають основну частку серед внутрішніх інвесторів. Частка банківських установ, як інвесторів на ринку державного боргу продовжує збільшуватись. Небанківські фінансово-кредитні установи (в разі достатнього рівня розвиненості цього сегменту) теж приймають участь у інвестуванні на ринку державного боргу. З огляду на необхідність збереження та примноження активів небанківські фінансово-кредитні установи стають активними учасниками ринку державних боргових зобов'язань. Саме тому, в найбільш розвинених країнах активними учасниками ринку державного боргу є: страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди.

Доходність, яка одночасно відображає ціну позикового капіталу для держави – визначає попит на боргові інструменти. Для нерезидентів фізичних осіб, які дотримуються консервативних інвестиційних стратегій для збереження власних капіталів часто інвестують у боргові інструменти високорозвинених держав.

В той же час трендовою ознакою попиту інвесторів на ринку державного боргу є залежність між рівнем розвитку небанківських фінансово-кредитних інститутів та присутністю фізичних осіб у числі інвесторів на ринку. Це пояснюється тим, що фінансові послуги, які пропонуються небанківськими установами – складні та комплексні, та становлять більший інтерес для фізичних осіб, в порівнянні із інвестуванням в державні боргові цінні папери. Мінімізація чи перерозподіл інвестиційних ризиків відіграє ключову роль на користь фінансових установ.

Що ж до місця центральних банків серед кредиторів на ринку державного боргу, то слід відмітити те, що практика демонструє заборону прямого кредитування. Проте, в межах діяльності центральних банків в сфері грошово-кредитного регулювання – операції на відкритому ринку дозволені. В Україні це визначає стаття 45 Закону України «Про Національний банк України» [157].

В світі існує ряд країн з іншою в цьому аспекті борговою політикою, зокрема це Аргентина, Багамські острови, Бахрейн, Бангладеш, Барбадос, Фіджі, Гаїті, Йорданія, Індія, Іран, Корея, Маврикія, Нікарагуа, Пакистан, Ємен, Коста Ріка, Сербія, Південна Африка, Уганда [243]. В цих країнах дозволено пряме кредитування потреб держави коштами центральних банків.

В Японії також дозволена купівля державних боргових цінних паперів, що швидше за все є наслідком довготривалої фінансової рецесії, яка торкнулась даної країни. Часто, в ході наукових дискусій на предмет негативних та позитивних сторін державного боргу, наводять приклад Японії, як високорозвиненої «здорової» економіки з великим рівнем державного боргу. Слід відмітити, що в цьому контексті доречним є дослідження 23 розвинених країн, проведене А. Гошем, Дж. Кімом та Е. Мендозою, які стверджують, що в умовах фінансової нестабільності підвищується премія за ризик на ринку суверенних облігацій, що

зумовлює більш високе навантаження, пов'язане з обслуговуванням боргу, а отже більшу ймовірність дефолту [236]. Існують і інші дослідження, які доводять сповільнення економічного зростання у країн із великим рівнем заборгованості і навіть обраховують темпи такого сповільнення, які коливаються від 0,15% до 0,2% на рік зі збільшенням заборгованості на 10% в рік. Така ситуація характерна для країн із рівнем заборгованості більше 120% [248]. Саме тому вивчення досвіду Японії повинно виконуватись на довготривалих засадах, для перевірки існуючих гіпотез, щодо надвеликого розміру державного боргу.

Більшість країн світу не використовують інфляційні механізми для покриття власних боргів. Можливості використання монетизації у більшості високорозвинених країн обмежені законодавством і може застосовуватись лише у форс-мажорних випадках. Фінансування державних боргів з використанням монетизації можливе в кризових умовах та за слабкої грошово-кредитної політики. Сутність такої політики зводиться до того, що центральні банки в великих об'ємах скуповують державні цінні папери на вторинному ринку [127].

Сукупний попит на інвестиційні інструменти формують усі учасники ринку капіталу. При цьому, слід підкреслити, що політика управління державним боргом повинна гнучко реагувати на зміну структури потенційних інвесторів та їхні інвестиційні вподобання. Адже, наявність інвестиційних альтернатив завжди має прямий вплив на попит на інвестиційні інструменти. Для прикладу, якщо банківські установи за рахунок кредитування економіки можуть отримати більший інвестиційний дохід і рівень ризиків залишається прийнятним, то розміщувати вільні кошти банк буде саме у кредитних послугах для фізичних та юридичних осіб, а інвестувати в державні боргові інструменти із нижчою дохідністю. Саме тому, конкурентна дохідність та відсоткова політика на ринку державного боргу повинна чітко регулювати попит та пропозицію. До того ж, як підкреслює Т. Богдан: «Фінансова позиція держав зони євро, як і раніше, є досить чутливою до настроїв інвесторів щодо державних цінних паперів, поширення паніки серед яких може миттєво трансформуватись у зменшення пропозиції

позичкових коштів, що знову підніме на поверхню проблеми можливих дефолтів урядів» [5]. Така ситуація залишається актуальною і сьогодні та стосується не лише країн Європейського союзу.

В умовах розвинених фінансових ринків, більшість країн орієнтуються саме на внутрішній ринок державного боргу. При цьому, досі суперечливими є погляди науковців на те, яка складова державного боргу несе вищі ризики – зовнішня чи внутрішня. Так, сукупний спад виробництва напередодні дефолту за внутрішнім боргом, як правило, значно вищий ніж за зовнішнім. В дослідженні К. Райнхарта та К. Рогоффа стверджується, що внутрішня боргова криза зумовлює падіння економіки на 4% в рік, а криза накопичення зовнішніх боргів призводить до зниження виробництва на 1,2% в рік [262]. Як відзначалося вище, центральні банки та уряди також можуть виступати кредиторами на ринку державного боргу, що спостерігається в окремих країнах світу. Яскравим прикладом є Японія.

Проте, реалізація процесу залучення фінансування потреб покриття дефіциту потребує участі і інших учасників ринку, серед яких можна виокремити: емітенти державних цінних паперів, агенти держави на ринку цінних паперів, андерайтери, фінансові консультанти, гаранти, страховики, організатори торгівлі, контролюючі та регулюючі органи, реєстратори, депозитарії та інше.

Запропонована суб'єктна система є універсальною, проте, слід відзначити, що в залежності від особливостей побудови ринку державного боргу окремої країни набір цих суб'єктів може мати відмінності в частині окремих елементів. Деяких суб'єктів може взагалі не існувати, або ж вони можуть об'єднуватись та виконувати ряд функцій.

Ключовим елементом в суб'єктній підсистемі є позичальник (держава), яка в особі уповноваженого державного органу є:

емітентом цінних паперів (якщо мова йде про сегмент ринку цінних паперів на ринку державного боргу);

позичальником (якщо мова йде про залучення фінансових ресурсів на кредитному сегменті ринку державного боргу).

Ключовими органами, що здійснюють державне регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу в Україні є (рис. 1.10):

Міністерство фінансів України;

Державна казначейська служба України;

Національний банк України;

Рахункова палата України;

Кабінет Міністрів України;

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Суб'єкт ↓	Призначення ↓
Кабінет міністрів України	Координація діяльності Агентства з управління державним боргом України;
Міністерство фінансів України	контроль за управлінням державним боргом та гарантованим державою боргом, забезпечуючи визначення організаційно-методологічних засад здійснення такого управління і систематичне проведення аналізу результатів та ефективності такого управління;
Державна казначейська служба України	здійснює погашення та обслуговування державного боргу, здійснює платежі, пов'язані з виконанням гарантійних зобов'язань держави, в національній та іноземній валютах за дорученням Мінфіну;
Національний банк України	здійснює розміщення, депозитарне та розрахункове обслуговування обігу та погашення державних боргових цінних паперів, а також здійснює нагляд за діяльністю учасників ринку державного боргу;
Рахункова палата України	Не менше ніж один раз на три роки здійснює державний зовнішній фінансовий контроль (аудит) діяльності Боргового агентства України в частині управління державним боргом та гарантованим державою боргом, а також оцінює ефективність управління державним боргом України;
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Визначення особливостей депозитарної діяльності з обслуговування обігу державних облигацій

Рис. 1.10. Призначення основних суб'єктів регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України

Джерело: систематизовано автором.

Ще одним із ключових органів управління державним боргом мало стати Агентство з управління державним боргом України, що було передбачено Постановою Кабінету міністрів України [162] прийнятою у 2020 році. Агентство повинно було перейняло більшість повноважень із управління державним боргом. Повноваження Боргового агентства України були визначені цією ж постановою та містились в Положенні про Агентство з управління державним боргом України. Функції у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом, мали перейти Агентству з управління державним боргом України.

Створення в Україні Боргового агентства покликане сприяти вдосконаленню суб'єктної складової в інституційному забезпеченні залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. В Україні основною метою створення такого інституту було зменшення витрат на обслуговування державного боргу за рахунок підвищення ефективності рішень та оперативності їх прийняття спеціальним органом, що є аналогом в окремих країн Європейського союзу (Австрія, Бельгія, Нідерланди, Німеччина, Швеція).

Обґрунтовуючи доцільність створення Боргового агентства в Україні Шемаєва Л. Г. акцентує увагу на тому, ґрунтуючись на світовому досвіді створення боргового агентства не є автоматичною гарантією підвищення ефективності управління зовнішнім державним боргом, адже не менш важливе значення має: кваліфікація персоналу, сформована структура державного боргу країн і саме повноважень агентства [209]. Підкреслимо, що досвід країн з питань залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є різноманітним в частині суб'єктної складової управління. У додатку (Додаток Б) наведено перелік країн в розрізі ключових суб'єктів управління державним боргом.

Питання створення в Україні Боргового агентства призупинено, при цьому такий напрям реформування системи управління державним боргом не передбачений новою Середньостроковою стратегією з управління державним боргом на 2021-2024 рр. [154].

Державна казначейська служба виконує оплату та обслуговування державного боргу, проводить фінансові транзакції, пов'язані із здійсненням гарантійних зобов'язань держави, у валюті як національній, так і іноземній, на підставі вказівок Міністерства фінансів України [150]. У 2016 році в створено спеціальний відділ – Відділ обслуговування державного боргу Державної казначейської служби України та затверджено положення про його діяльність. Даним положенням визначаються завдання, функції, права Відділу, засади призначення та роботи керівництва, відповідальність працівників та взаємовідносини та зв'язки відділу. Ключові завдання даного відділу спрямовані на забезпечення виконання платежів, пов'язаних із погашенням та обслуговуванням державного боргу, а також оплатою зобов'язань держави, які випливають з гарантійних зобов'язань, а також здійснення контролю і обліку щодо зарахування коштів при здійсненні операцій з державним боргом [119].

Слід відзначити, що науковці підкреслюють наявність проблемних питань реалізації функцій ДКСУ в частині управління державним боргом. Зокрема, часті зміни, що вносяться до бюджетів на відповідні роки стають причиною необхідності долати поточні касові розкрити, що перепадає в число завдань Державної казначейської служби України. Такі думки присутні в працях українських науковців. Зокрема, Юхненко М. А. зазначає: «Казначейська служба в межах своїх повноважень тактично розв'язує поточні проблеми державних фінансів, але щороку ці проблеми набирають чіткіших рис, що позначається на цифрах дефіцитності бюджету та зростання державного боргу» [215].

Рахункова палата України, основним призначенням якої у частині регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України є здійснення фінансового аудиту та аудиту ефективності пенного типу операцій [164]. Саме Закон України «Про Рахункову палату» визначає перелік підконтрольних та піддослідних завдань в частині залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу (рис. 1.11).

Підлягають контролю	Підлягають дослідженню
<p>стан державного боргу та гарантованого державою боргу, порядок утворення, обслуговування і погашення таких боргів;</p> <p>дефіцит (профіцитом) державного бюджету та джерела фінансування державного бюджету;</p> <p>цільове і ефективне використання та своєчасне повернення кредитів (позик), залучених державою до спеціального фонду державного бюджету;</p> <p>дотримання граничного обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу, а також виконання плану заходів з приведення загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу до встановлених вимог;</p> <p>відшкодування суб'єктами господарювання, які отримали кредити (позики) під державні гарантії, витрат державного бюджету, що виникли внаслідок виконання державою гарантійних зобов'язань перед кредиторами.</p>	<p>кредитні договори та нормативно-правові акти, за якими виникають державні боргові зобов'язання та гарантійні зобов'язання, здійснюються платежі з обслуговування і погашення державного боргу та гарантованого державою боргу;</p> <p>ефективність управління державним боргом та гарантованим державою боргом;</p> <p>ефективність розміщення тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунка і коштів валютних рахунків державного бюджету на депозитах або шляхом придбання державних цінних паперів.</p>

Рис. 1.11. Підконтрольні та піддослідні повноваження Рахункової палати у сфері залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України

Джерело: вибірка з [160].

Слід зазначити, що свою діяльність Рахункова палата здійснює самостійно, без втручання будь яких органів. Особливу цікавість викликає методика оцінки стану державного боргу та ефективності управління боргом, які використовує Рахункова палата.

Рахункова палата керується принципами діяльності Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю (INTOSAI), Європейської організації вищих органів фінансового контролю (EUROSAI) та Міжнародні стандарти вищих органів фінансового контролю (ISSAI) в частині, що не суперечить Конституції та законам України. Міжнародні стандарти INTOSAI – це основні положення та принципи здійснення аудиту в публічному секторі, що сформовані за певною

структурою та схвалені Конгресом INTOSAI, та рекомендуються до застосування Вищих органів аудиту (далі – BOA) різних країн настільки, наскільки вони є сумісними із законодавством цих країн [136, с. 64].

В умовах зростання боргового навантаження та збільшення розміру державної заборгованості особливої актуальності набуває аудит та контроль управління державного боргу. Погоджуємось із думками Федорович І., яка акцентує увагу на проблематиці вдосконалення фінансового контролю та аудиту державного боргу [200].

Ідентифікація ефективності управління державним боргом проводиться крізь призму співвідношення бюджетних й економічних параметрів [142]. При цьому, під час оцінки стану державного боргу обраховують дві групи індикаторів [260]:

- для оцінки рівня боргової безпеки країни;
- визначення боргової стійкості країни.

Окрім стандарту INTOSAI Рахункова палата для проведення аудиту здійснює оцінку рівня боргової безпеки за Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, що затверджені в Україні у 2013 році. З моменту набрання чинності використання Методичних рекомендацій, рівень боргової безпеки України оцінюється в контексті обрахунку інтегрального показника розрахунку економічної безпеки. При цьому рівень боргової безпеки держави є складовим елементом фінансової безпеки. Рівень боргової безпеки передбачає оцінку наступних параметрів:

«відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП;
відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП;

середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики (далі - ОВДП) на первинному ринку;

індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна;

відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу» [149].

Проте, досить суперечливим є рівень відкритості інформації щодо рівня економічної безпеки, адже, згідно діючої методики висвітлення даних стосується лише щодо інтегрального показника з врахуванням середньозважених субіндексів, а от обрахунків складових залишається закритим.

Досить важлива роль Національного банку України у регулюванні залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. Проте, на НБУ не покладено жодної функції, яка стосується прийняття даним органом рішень щодо залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів або ж на кредитному ринку. Але, функція інфраструктурного забезпечення обігу боргових інструментів та здійснення грошових розрахунків щодо залучення фінансових ресурсів на борговому ринку – важливе завдання НБУ.

Згідно Закону України «Про депозитарну систему в Україні» [145] Національний банк України є учасником депозитарної системи та наділений рядом повноважень, які стосуються депозитарного обліку державних цінних паперів та облігацій місцевих позик.

Порядок здійснення Національним банком України депозитарної діяльності щодо державних боргових цінних паперів визначаються також вищезгаданим законом, а також Положенням про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України, що затверджене у 2017 році. Дане положення визначає функції та компетенції Національного банку України в частині обслуговування та депозитарного обліку державних боргових інструментів та їх похідних [141] (рис. 1.12).

Варто зазначити, що повноваження та обов'язки центрального банку в частині регулювання процесів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу відрізняються в залежності від побудованої в країні системи регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, а зокрема суб'єктного елементу. Так, практика країн, що розвиваються демонструє можливість запозичень у центральних банків для покриття дефіциту державного бюджету. Проте, політика щодо фінансування дефіциту бюджету в різних країнах відрізняється. Цікавою є практика Японії, де центральний банк має заборону на

покупку державних боргових цінних паперів на первинному ринку. Однак, за згодою парламенту, Міністерству фінансів Японії надається право продавати облігації безпосередньо Центральному банку з метою рефінансування зобов'язань за облігаціями, які вже перебувають у власності Центрального банку [199].

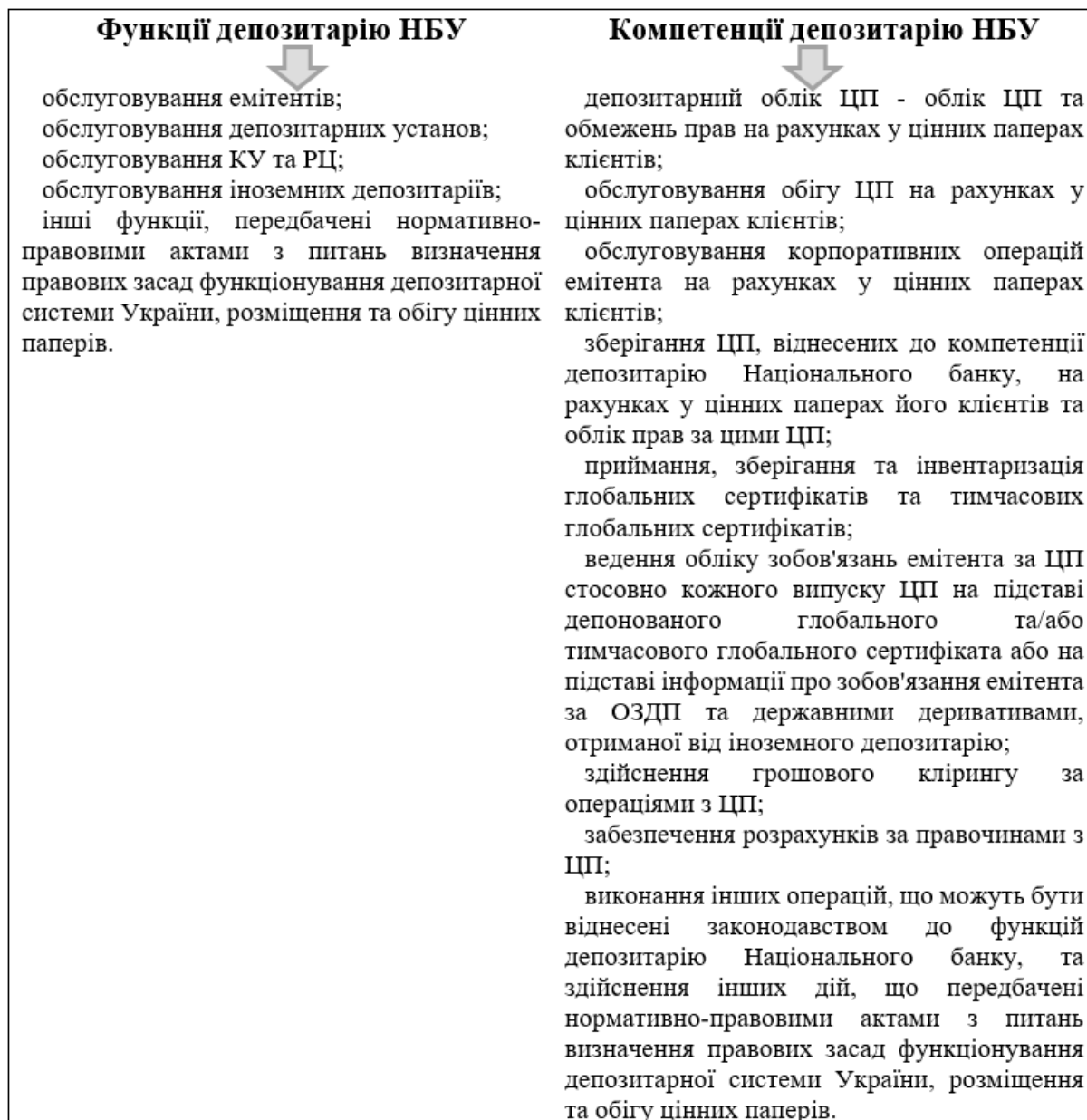


Рис. 1.12. Функції та компетенції депозитарію НБУ щодо обслуговування обігу державних боргових цінних паперів

Джерело: побудовано автором за [141].

Досить актуальним є питання розмежування повноважень центральних банків та інших суб'єктів регулювання залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, що перш за все пов'язано із взаємозв'язком між борговою та

грошово-кредитною політикою держави. Наприклад, у Словенії законодавчо визначено на регулятивному рівні розподіл повноважень, сфер відповідальності та мету двох політик: грошово-кредитної політики і політики управління державним боргом. При цьому органи чітко координують між собою в частині гармонізації середньострокового фінансового сценарію [199].

Національним банком України часто порушуються питання щодо необхідності посилення координації державних органів під час реалізації боргової та грошово-кредитної політик. Зокрема, було затверджено Радою Національного банку України «Рекомендації Кабінету Міністрів України щодо впливу політики запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України» [165].

Слід зазначити, що регулюючи ліквідність банківської системи України Національний банк України здійснює операції РЕПО, які застосовуються щодо державних облігацій та банківських металів [140]. При цьому, варто зазначити, що все частіше звертають увагу на вплив активних операцій НБУ на ринок державного боргу. Продовжуючи питання, в Україні Урядом було затверджено Концепцію з управління ліквідністю на 2020-2023 роки [88], якою передбачалось викуп державних облігацій у 2021-му році. Акцентується увага на можливості за допомогою операцій РЕПО контролювати ліквідність єдиного казначейського рахунку (ЄКР) як надлишкову так і дефіцитну. В свою чергу це знайде позитивне відображення на прогнозуванні стану ЄКР та управлінні державним боргом.

В Україні законодавством передбачено прямі та зворотні операції РЕПО. При цьому, у світовій практиці зворотні операції РЕПО використовуються в якості інструменту зниження ризику рефінансування боргу, адже з їх допомогою можна зменшити обсяг зобов'язань у певному періоді. Відсоткові ризики зменшуються при цьому за допомогою зворотного викупу облігацій з плаваючими купонними ставками і мають на меті збільшення частки боргу з фіксованою ставкою [276]. Відсоткові ризики зменшуються при цьому за допомогою зворотного викупу облігацій з плаваючими купонними ставками і мають на меті збільшення частки боргу з фіксованою ставкою.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [163] окремі повноваження із регулювання ринку державного боргу, а зокрема сегменту – ринку державних боргових цінних паперів виконує Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зокрема це стосується особливостей провадження депозитарної діяльності з державними облігаціями України, які визначаються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком України. Також відповідно до норм Положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» [158] встановлює порядок розміщення відсоткових, цільових та дисконтних облігацій.

Законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу як один із елементів інфраструктурного забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу включає в себе усі нормативні та законодавчі акти, що стосуються діяльності суб'єктів, які приймають участь у регулюванні залучення таких ресурсів.

У попередніх розділах роботи згадується Бюджетний кодекс, що лежить в основі реалізації бюджетної політики та закладає базові установки управління державним боргом в Україні. Слід відмітити, що природа державного боргу, а саме позитивний соціальний ефект від збільшення державних видатків та тимчасові переваги від поточного споживання стримують уряди країн від довгострокової політики управління державним боргом. Це забезпечує можливість поточним владним силам здобувати прихильність населення не зважаючи на подальші наслідки зростання державного боргу та боргового тягаря. При цьому, фінансова політика, складовою якої є боргова політика держави, вимагає довгострокових поступальних стратегічних планів. Погоджуємось із думками Т. Богдан щодо трактування сутності боргової політики, яка в своєму дослідженні [5] наголошує на необхідності дотримання лімітів боргових ризиків під час реалізації такої політики.

Науковці наголошують на необхідності оперативного та гнучкого реагування на зміни умов залучення фінансових ресурсів, що допомагає уникнути різкого та безконтрольного зростання державного боргу. Цього можна досягти, якщо чітко слідувати стратегічним принципам активного управління державним

боргом. Справедливо підкреслює Федоров В.А., досліджуючи ефективну державну політику та стверджує, управління державним боргом завжди носить довгостроковий стратегічний характер. Але, як і будь в якій структурі процеси відбуваються від впливом різноманітних чинників, які є зовнішніми подразниками та вимагають оперативної відповіді. Саме тому політика управління державним боргом має бути адаптивною і гнучкою [199].

Негативні тенденції на ринку державного боргу України слугували причиною зміни системи планування системи управління державним боргом, зокрема що стосується стратегічного планування. Починаючи з 2011 року в Україні діє середньострокова стратегія управління державним боргом. Акцент на фінансуванні поточних видатків, призводить до звуження ресурсних можливостей у майбутньому.

Аналізуючи боргову політику України, фахівці Національного інституту стратегічних досліджень підкреслюють: «витрачаючи боргові ресурси на поточне споживання, уряд не лише не отримує доходу від експлуатації такого ресурсу, що має покривати вартість обслуговування, а й витрачає сам ресурс, залишаючи непокритими фінансові зобов'язання. Така політика є прямим перекладанням поточних фінансових зобов'язань на бюджети майбутніх періодів, що є значним ризиком для динаміки економічного зростання в майбутньому» [117]. Саме тому, переваги середньострокового стратегічного планування в управлінні державним боргом дозволяє визначити чіткі пріоритети боргової політики України. При цьому із 2014 по 2016 роки стратегія не затверджувалась, що пов'язано із нестабільною економічною та політичною ситуацією в Україні. Як уже згадувалось, зараз в Україні діє Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2021-2024 рр., яка затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 9 грудня 2021 р. [154] та яка скасувала дію попередньої стратегії ще до завершення передбачуваного строку (Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019-2022 рр., [153]). Окрім аналізу розміру та структури поточного стану державного боргу та його обслуговування, даний документ містить цілі та завдання, які лежать в основі управління державним боргом на даний період (рис. 1.13), а також шляхи досягнення зазначених цілей.

Цілі управління державним боргом	Завдання управління державним боргом
Збільшення частки державного боргу у національній валюті;	<ul style="list-style-type: none"> - Зменшення валютного ризику державного боргу; - Залучення іноземних інвесторів до інвестування в облігації у національній валюті;
Продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу Залучення довгострокового пільгового фінансування Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше удосконалення політики управління державним боргом.	<ul style="list-style-type: none"> - Мінімізація ризику рефінансування; - Активні операції з управління державним боргом; - Забезпечення надійної підтримки з боку іноземних інвесторів; - Покращення процесів для впровадження середньострокової стратегії управління державним боргом; - Робота з міжнародними рейтинговими агентствами.

Рис. 1.13. Цілі та завдання управління державним боргом України у 2019-2022 рр.

Джерело: складено автором за [153].

Застосування середньострокового планування управління державним боргом вносить позитивний вклад у рівень прозорості процесу, проте негативним є відсутність у стратегії кількісних цільових орієнтирів, зокрема щодо показників вимірювання цих цілей або кількісних цілей за основними показниками ризику. Кількісного вираження слід надати наступним параметрам управління державним боргом:

розмір державного боргу в розрізі встановлення співвідношення із класичними макроекономічними параметрами;

складові та вартість обслуговування боргу в розрізі інструментів залучення, строків залучення, інвесторів на ринку;

конфігураційні ознаки залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, зокрема обсяг та вартість позик, цільові ринки та групи інвесторів, терміни залучення.

Запровадження в систему управління державним боргом кількісні елементи довгострокового планування дозволить уникнути ситуативного прийняття рішень щодо залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу та надасть ринку чітко окреслені кількісні межі безпечного функціонування.

Окрім Середньострокової стратегії управління державним боргом України в Україні відповідно до змін внесених до Бюджетного кодексу Кабінет Міністрів щороку, не пізніше 1 червня року, що передує плановому, має схвалити Бюджетну декларацію. Бюджетна декларація окрім показників публічних фінансів містить положення щодо дефіциту (профіциту) державного бюджету, показників за основними джерелами фінансування державного бюджету, а також державного боргу, гарантованого державою боргу і надання державних гарантій. Підкреслимо, що статтею 14 Бюджетного кодексу визначено граничний рівень дефіциту бюджету, що не може перевищувати 3% ВВП за відповідний рік. Проте, зміни до Закону України «Про Державний бюджет України на 2020 рік» [144] припинили дію даного пункту статті 14 до 1 січня 2021 року. А Закон України «Про Державний бюджет України на 2022 рік» [146] пролонгував тимчасове припинення дії нормативу.

Незважаючи на безумовні переваги надання кредитів суб'єктам господарювання України на умовах державних гарантій, питання нарощення частки гарантованого державною боргу у структурі державного боргу України не втрачають актуальності, який являє собою суму боргових зобов'язань суб'єктів – резидентів України щодо повернення отриманих та непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями.

Апелюючи думкам Босенко О. С., який відзначає, що в умовах фінансової кризи уряд України повинен шукати нові інструменти фінансової підтримки для розвитку національної економіки та залучення іноземних фінансових ресурсів, - слід підкреслити, що зростання гарантованого державного боргу не сприятиме виходу із кризової ситуації. Автор стверджує, що це допоможе швидше подолати наслідки кризи та стимулюватиме розвиток системи інструментів державної фінансової підтримки для важливих секторів економіки, які виробляють високотехнологічну продукцію [20, с. 97]. Попри це, суб'єктна структура

гарантованого державного боргу не відповідає очікуваним пріоритетам. До того ж чітко контролюється розмір гарантованого державного боргу, про що відзначається у статті 18 Бюджетного кодексу України. Зважаючи на несприятливу економічну та політичну ситуацію та критичні межі дотримання вимог даної статті в Україні змінам до закону про державний бюджет тимчасово припиняється дія даних обмежень (на підставі Закону № 553-IX від 13.04.2020 до 1 січня 2021 року) [144].

Сприятливими виявились окремі рішення що до прийняття нормативно правових актів, які сприятимуть досягнення цілей Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021-2024 роки. Зокрема, для залучення нерезидентів до числа іноземних інвесторів на ринку державного боргу України прийнято зміни до Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик [148]. Зміни передбачають доповнення переліку учасників розміщення облігацій первинними дилерами, зокрема додалися депозитарні установи та їх депоненти, що здобули право приймати участь в розміщенні облігацій відповідно до укладених з Міністерством фінансів України договорів про співпрацю в частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу формує окрему систему, що забезпечує рух та реалізацію фінансових інструментів, що забезпечують залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. В більшій мірі цю систему формують технології, що забезпечують випуск та обіг державних боргових цінних паперів.

Розглядаючи механізм внутрішніх державних запозичень, Ігор Лютий та Костянтин Курищук окрім суб'єктів, інституційної підсистеми, підсистеми управління, правової підсистеми розглядають технологічну підсистему, що є складовою механізму внутрішніх державних запозичень. В своєму дослідженні до такої підсистеми науковці відносять: «методичний інструментарій управління зовнішнім та внутрішнім боргом, а також їх інтеграцію у бюджетний механізм, а також різноманітні портфельні технології, технології моніторингу ризиків та оптимізації державних позик» [101, с. 31].

Вивчення світової практики залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу дозволило виокремити наступні форми технологій емісії державних боргових інструментів (рис. 1.14).

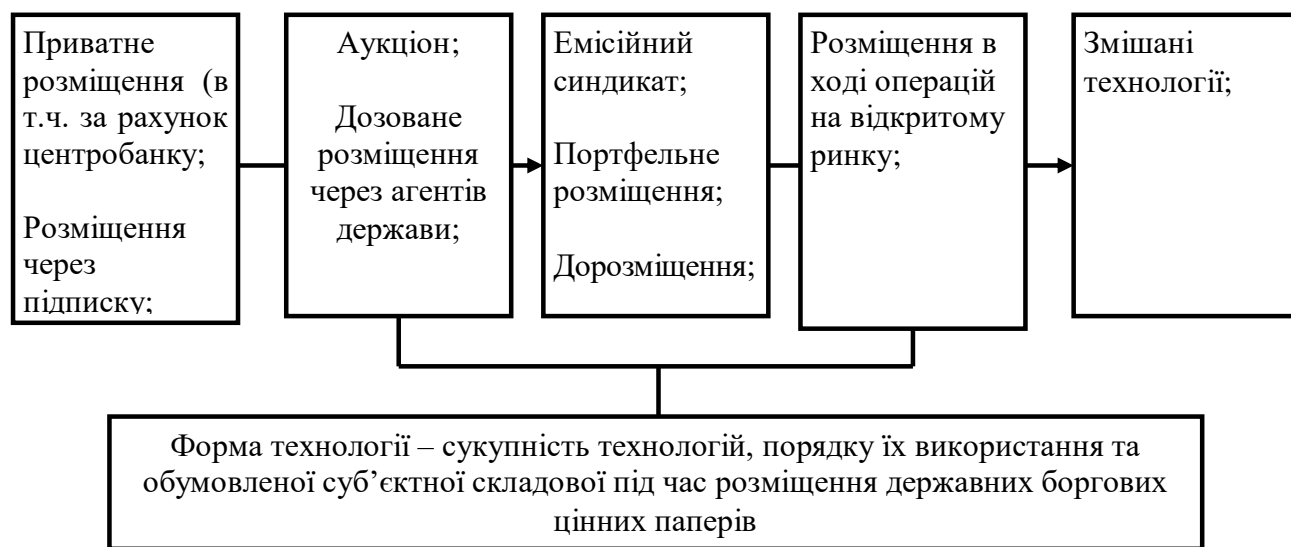


Рис. 1.14. Форми технологій первинного розміщення державних боргових цінних паперів

Джерело: побудовано автором.

Найпоширенішою формою розміщення державних боргових фінансових інструментів у світі є аукціонна форма, яка слугує видом розміщення біржового та позабіржового сегменту ринку державного боргу.

В Україні розміщення ОВДП здійснюється на аукціонах, які проводить Національний банк за ініціативою Міністерства фінансів України. Учасниками розміщення облігацій є первинні дилери та Національний банк України. До аукціонів допускаються банки – первинні дилери, які відповідають певним умовам та взяли на себе певні зобов'язання. Повноваження щодо відбору первинних дилерів покладені на Міністерство фінансів України. Відбір первинних дилерів відбувається шляхом подачі заяв від банківських установ та перевірки їх відповідності за певними критеріям, які стосуються [35]:

- розміру сплаченого статутного капіталу банку (не менше 10 млн. євро);
- наявності ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів;
- обсягу торгівлі ОВДП (який має становити не менше 1 млрд.євро).

Відбір дилерів відбувається на основі оцінки наданих заявок та обрахунку набраних балів за критеріями відповідності та подальшого ранжування учасників та визначення переможців. В Україні рейтинг первинних дилерів публікується та оновлюється МФУ [167].

Якщо банк-первинний дилер уклав з Міністерством фінансів України відповідний договір то співпраця відбувається у рамках двосторонніх котирувань ОВДП та купівлю ОВДП при їх первинному розміщенні. У свою чергу від Міністерства фінансів України дилерам надається виключне право купівлі ОВДП при їх розміщенні. Інвестор, що має намір придбання ОВДП повинен звертатись до первинних дилерів, які купують для них ОВДП [164]. При цьому, в Україні аукціони проводяться у двох формах: аукціонний продаж та продаж із фіксованим рівнем дохідності (рис. 1.15).

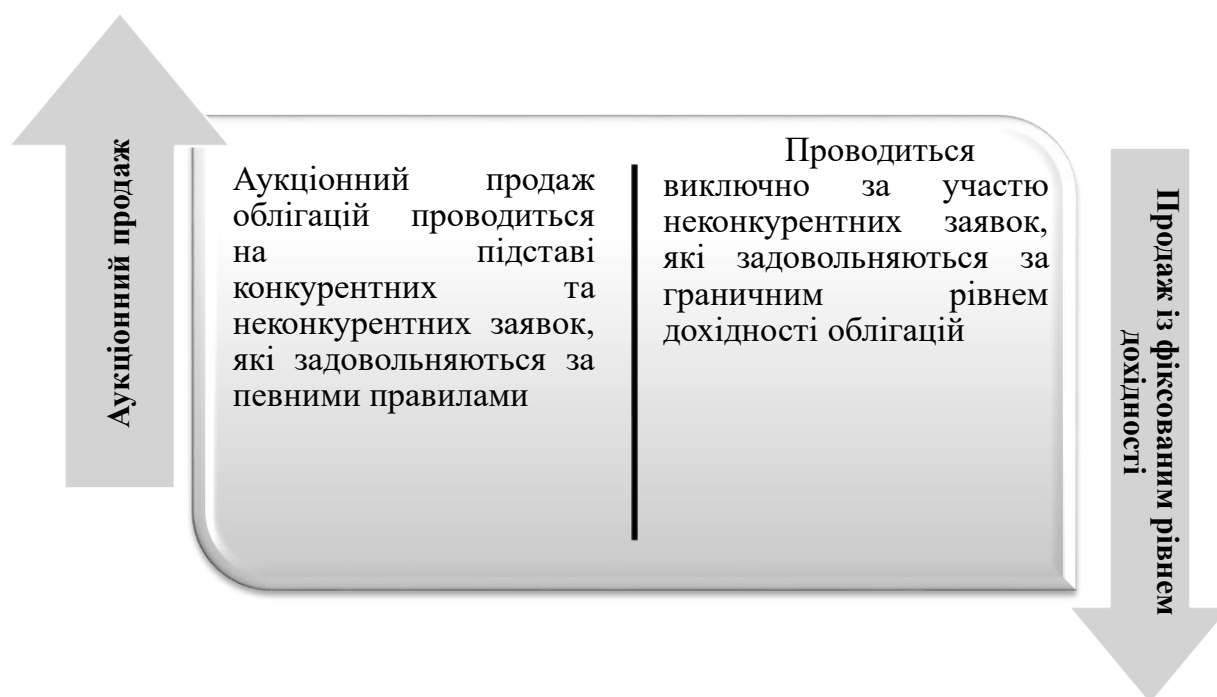


Рис. 1.15. Розміщення державних облігацій за критерієм дохідності в Україні

Джерело: побудовано автором.

Аукціонний продаж облігацій проводиться щодо неконкурентних заявок, що відповідають певним правилам, які стосуються рівня дохідності [152]. Що ж до продажу із фіксованим рівнем дохідності, то в разі відсутності обмежень на обсяг

розміщення неконкурентні заявки, що допущені до участі в продажу облігацій за фіксованим рівнем дохідності, задовольняються в повному обсязі. Якщо ж обмеження присутні – заявки задовольняються в межах цих обмежень.

Приватне розміщення боргових інструментів на ринку державного боргу відбувається або ж за рахунок центрального банку, або профільного міністерства, та полягає в формуванні договірних відносин позики між емітентом та заздалегідь обумовленим колом інвесторів чи навіть одним інвестором. В якості інвесторів за приватного розміщення виступають інвестиційні банки або ж міжнародні фінансові установи. Такий спосіб розміщення має найменше ознак ринкового залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Це пов'язано з тим, що приватне розміщення передбачає пропозицію боргових фінансових інструментів із завищеним (у порівнянні з ринковим) рівнем дохідності. Популярність такої форми розміщення державних боргових інструментів є обмеженою у світі та використовується муніципалітетами, попит на боргові інструменти яких є незадовільним. Зазвичай країни використовують не одну форму розміщення на ринку державного боргу, а кілька. В тому числі використовують комбіновані форми розміщення.

Досить поширеною формою розміщення державних боргових інструментів на зовнішніх ринках державного боргу є емісійні синдикати, які можуть набувати багатьох конфігурацій. Емісійний синдикат є тимчасовим об'єднанням професійних учасників ринку, що створюється на час проведення розміщення цінних паперів з метою визначення розмірів і умов участі кожного з учасників синдикату в розміщенні цінних паперів, а також розподілу між собою в інтересах емітента прав та обов'язків, які пов'язані з участю в розміщенні цінних паперів [204]. За консорційної (синдикатної) форми розміщення, емітент продає професійним учасникам фондового ринку частину емісії (або ж всю емісію) боргових цінних паперів. Залучені до розміщення учасники синдикату зазвичай мають вплив на формування політики розміщення. Схема синдикатного розміщення передбачає залучення до процесу спеціальних суб'єктів – провідних менеджерів, допоміжних менеджерів, андеррайтерів та інвесторів. Менеджером

виступають центральні банки країн-емітентів (якщо мова йде про розміщення на внутрішньому ринку державного боргу) або ж міжнародні фінансові установи (якщо мова йде про розміщення на зовнішньому ринку державного боргу). Кількість залучених андерайтерів теж залежить від ринку розміщення. На зовнішньому ринку їх більше, на внутрішньому – менше. Для прикладу, в 1990 рр. на ринку єврооблігацій залучалось від 30 до 300 учасників синдикату, в т.ч. 5-30 менеджерів [267, с. 305]. Усі учасники емісійного синдикату отримують винагороду у вигляді комісійних. Розмір комісійних досить різний в різних країнах. Поруч із іншими формами, активно використовується така форма розміщення державних облігацій у США, ФРН, Новій Зеландії, Італії, Швейцарії.

Для залучення приватних інвесторів на ринок державного боргу необхідно диверсифікувати технології розміщення орієнтуючись на потреби конкретних типів інвестора. Особливо, потреба в зміні технології первинного розміщення та формування потенційно привабливих інвестиційних пропозицій на ринку державного боргу стосується приватних інвесторів – юридичних та фізичних осіб. В цьому контексті, підкреслимо, що чимало країн світу використовують різні технології для різних типів інвесторів, пропонуючи диверсифіковані боргові продукти. Для прикладу, у Великобританії створено спеціальний державний банк, що пропонує заощаджувальні продукти для приватних інвесторів на ринку державного боргу - National Savings and Investments (Національні заощадження та інвестиції). Це виконавче агентство канцлера казначейства, яке пропонує населенню заощаджувальні та інвестиційні продукти, які є досить різноманітними і гнучко змінюються, враховуючи потреби ринку: облігації доходу, преміальні облігації, гарантовані облігації, рахунки, свідоцтва про заощадження з фіксованою процентною ставкою або зв'язаними з індексом, дитячі облігації. В загальному дана банківська установа володіє наступними перевагами [257]: заощаджуючи або інвестуючи в NSI відбувається кредитування уряду, і гроші повністю захищені; різні продукти NSI можуть виплачувати відсотки, фондовий ринок або доходи, пов'язані з інфляцією (дохід), або, у випадку з облігаціями преміум - класу,

неоподатковувані призи; деякі продукти NSI можуть накласти дострокові штрафи за інкасацію деяких інвестиційних продуктів, тобто ви можете отримати менше, ніж ваша початкова інвестиція.

Досить широкою є мережа пропозицій облігацій на внутрішньому ринку Великобританії. Для прикладу, фізичні особи можуть придбати облігації в будь-яких поштових відділеннях. В той же час популярними у світі інструментами залучення приватних інвесторів на ринок державного боргу є використання передових цифрових технологій для розміщення державних боргових інструментів. Прикладом є електронна система торгівлі державними борговими цінними паперами у США Treasury direct (Казначейство - директ), яке дозволяє приватним інвесторам подати неконкурентні заявки на купівлю казначейських цінних паперів безпосередньо в Федеральній резервній системі не користуючись послугами посередників [275].

Окрім описаних форм розміщення цінних паперів на ринку державного боргу, слід виділити: дорозміщення на вторинному ринку, дозоване розміщення та портфельне розміщення. Дорозміщення на вторинному ринку може відбуватись шляхом аукціонного чи дилерського розміщення і передбачає дорозміщення випусків, які були раніше. Переваги такої форми у тому, що емітент оцінює ринкову поведінку інвесторів щодо того чи іншого випуску і орієнтуючись на умови здійснює додатковий випуск. Якщо інвестори і професійні учасники ринку державного боргу надсилають агенту заявки, а той в свою чергу, орієнтуючись на такі заявки здійснює поступове розміщення – мова йде про дозоване розміщення. Поєднання дозованого розміщення та дорозміщення формує портфельну форму. Також, в межах портфельної форми розміщення агент держави може здійснювати операції на відкритому ринку за цими ж випусками.

Окрім технологій розміщення державних боргових цінних паперів слід звернути увагу і на технологічне забезпечення, яке являє собою сукупність електронних торгівельних систем, які забезпечують функціонування технологічної складової інституційного забезпечення ринку державного боргу.

Підкреслимо, що рівень розвитку технологій, які дозволяють перевести ринок в електронну площину сприяє глобалізації ринку державного боргу та розширює його можливості. В Україні засобами для торгівлі на ринку державного боргу є система «ОВДП-online» – програма, призначення якої полягає у реєстрації облігацій, проведення операцій з їхнім випуском, обігом, погашенням та виплатою доходу. Реалізація відбувається засобами задачі «ЛІГА» (частина системи «ОВДП-online») або інших електронних торгівельних систем (ЕТС). Серед ЕТС в Україні використовуються система Bloomberg, Refinitiv або інші ЕТС компаній, але за умови укладення з Міністерство фінансів України відповідних договорів про надання послуг [152].

Систему Bloomberg's Auction System використовують у більш ніж 30 країнах світу для проведення аукціонів на ринку державного боргу. Ця система дозволяє в автоматизованому режимі безпечно управляти розміщеннями на ринку державного боргу. В Україні цю систему почали використовувати лише у 2019 році, що на думку державних регуляторів ринку полегшить доступ українським та міжнародним банкам для роботи на первинному ринку внутрішніх державних облігацій України [113]. До того ж сприятливий ефект для популяризації внутрішнього ринку державного боргу України мало відкриття кореспондентського рахунку в міжнародному депозитарії Clearstream. Депозитарії входять до системи інституційного забезпечення функціонування ринку державного боргу.

Clearstream – це один з найбільших міжнародних депозитаріїв, який забезпечує інфраструктуру для проведення розрахунків за цінними паперами та облік прав власності за ними на міжнародних фінансових ринках [147].

Враховуючи розширення ринку державного боргу в сучасному світі, де надмірні темпи нарощування державної заборгованості не є рідкістю, важливим елементом інфраструктури ринку державного боргу є система врегулювання заборгованості, яка включає механізми та способи зменшення боргового навантаження в рамках окремого ринку державного боргу. Враховуючи проведений у другому розділі дисертаційного дослідження аналіз, питання врегулювання

державної заборгованості є актуальним для України. Фактична відсутність дієвої системи врегулювання державної заборгованості в Україні обумовила необхідність детального дослідження даної системи у третьому розділі роботи.

Таким чином, вдалося з'ясувати, що ключовими елементами система інституційного забезпечення через яку реалізується регулювання ринку державного боргу, є: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу. Дана система має свої особливості побудови та наповнення в розрізі країн. Приділено увагу характеристиці кожного із виокремлених елементів інституційного забезпечення в загальному вигляді, а також на прикладі її побудови в Україні.

Висновки до розділу 1

Дослідження теоретичних засад залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу дозволило сформулювати наступні висновки:

1. В умовах хронічної дефіцитності державного бюджету існування та збільшення державних боргів є неминучим. Державний борг – це результат економічних відносин, що виникають між державою в особі центральних та місцевих органів влади, яка виступає позичальником – з однієї сторони, та юридичними і фізичними особами держави (іноземних держав), органів влади іноземних держав та міжнародних фінансових установ, які виступають позичальниками у кредитних відносинах різних форм – з іншої сторони, і являє собою суму накопичених за всі роки існування держави сукупних сум заборгованостей. З однієї сторони – збільшення боргів забезпечує покриття державних витрат, з іншої – є тягарем для майбутніх поколінь. Робиться акцент на об'єктивності існування державних боргів, а мінімізація негативного впливу перебуває у площині управління державним боргом в умовах конкретної економіки.

2. Поняття державний борг тісно пов'язане із поняттям державного кредиту, при цьому ієрархія взаємозалежності понять має вигляд наступної послідовності: 1) диспропорції між дохідною та видатковою частинами; 2) дефіцит державного бюджету; 3) державний кредит; 4) державний борг. Особливостями кредитних відносин, де держава виступає позичальником є: обмеженість механізмів примусового стягнення боргів; неможливість достовірної перевірки стану позичальника, що зумовлює порушення умов отримання позик; суб'єктивне визначення дефолту, можливість перегляду умов позики, перенесення терміну платежів; можливість реструктуризації боргів за рахунок випуску нових боргових інструментів. Визначено та розкрито зміст ефектів державного боргу: вплив державного боргу на рівень цін, вплив державного боргу на розподіл доходів, вплив державних боргів на обсяг заощаджень та інвестицій, вплив державних боргів на економічний розвиток в цілому.

3. Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу – це процес реалізації кредитних відносин, де держава виступає позичальником щодо отримання грошових засобів (та їх аналогів) на засадах поверненості, платності, строковості у позичальників (резидентів, нерезидентів, МФУ, інших держав) у зв'язку з необхідністю фінансування видатків, сплати боргів та відсотків. Серед функцій залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу виокремлено функцію фінансування, регулюючу функцію, стимулюючу функцію та перерозподільну.

4. Важливе значення для вдосконалення управління державним боргом займає вивчення теорії, що обґрунтовує необхідність виокремлення особливого сегменту фінансового ринку – ринок державного боргу, за допомогою якого відбувається залучення фінансових ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету. Виявлено виокремлення окремих ринкових одиниць (сегментів) які функціонують з метою обслуговування руху позикових коштів, що спрямовуються на фінансування потреб держави, що дало підстави запропонувати ще одну класифікаційну ознаку – ціль залучення фінансування та виокремити: ринок залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету (ринок державного боргу); ринок залучення фінансових ресурсів для примноження приватного капіталу.

Ринок державного боргу визначено як частина фінансового ринку, що включає сферу економічних відносин, за допомогою яких реалізуються система різних проте взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як одне ціле та призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету та з ціллю регулювання макроекономічних процесів та проведення стабілізаційної політики держави.

5. Більша частина ринку державного боргу розміщена в межах ринку цінних паперів (фондового ринку), а в цілому ринок державного боргу охоплює ринок державних боргових цінних паперів та зовнішній сегмент кредитного ринку. Проте, якщо ринок державних боргових цінних паперів повністю належить ринку державного боргу, то зовнішній сегмент кредитного ринку лише частково. Це пояснюється можливістю залучення кредитних ресурсів на зовнішньому ринку не лише для фінансування потреб держави, а також включає і фінансування потреб суб'єктів господарювання. Другим великим сегментом ринку державного боргу що функціонує поруч із ринком державних боргових цінних паперів є зовнішній кредитний ринок, де країни здійснюють запозичення у міжнародних фінансових організацій чи інших урядів. Зовнішній ринок державних боргових цінних паперів частково перетинається із зовнішнім кредитним ринком.

Серед суб'єктів ринку державних боргових цінних паперів можна виокремити: держава (позичальник), технічний емітент, агент по розміщенню, реєстратор, організатор торгівлі, андерайтер, професійні учасники ринку цінних паперів, інвестори, контролюючі органи та гаранті, страховики, фінансові консультанти. На зовнішньому кредитному ринку діють: уряди іноземних держав, МФО, приватні інвестори та кредитори.

6. Функції ринку державного боргу слід розглядати на рівні головних та другорядних (опосередковані). До головних відносимо: фінансування дефіциту державного бюджету, фінансування поточних касових розривів, фінансування окремих цільових програм, фінансування сплати боргів за раніше випущеними цінними паперами, ціноутворення на ринку, механізм реалізації кредитних відносин. Опосередковані функції включають: функція формування партнерських

взаємовідносин між позичальником та кредитором, функція об'єднання капіталів, функція збільшення капіталу та виробництва, функція підтримки ліквідності ринку цінних паперів.

7. Через систему інституційного забезпечення реалізується регулювання ринку державного боргу. Проте, дана система існує як механізм забезпечення функціонування усього ринку. При цьому, в розрізі економік країн вона має відмінну конфігурацію. До ключових елементів системи інституційного забезпечення ринку державного боргу віднесено: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу.

Основні результати дослідження знайшли відображення в таких публікаціях дисертанта: [42, 43, 47, 92, 52, 55].

РОЗДІЛ 2. ОЦІНЮВАННЯ ОСОБЛИВОСТЕЙ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ТА ТЕНДЕНЦІЙ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

2.1. Особливості структури та стану державного боргу України

Для оцінки процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України варто, перш за все, зупинитися на аналізі структури державного боргу України в динаміці. По суті, ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу в результаті знаходить своє відображення у структурі боргових зобов'язань України та відносних показниках, що відображають боргову безпеку держави.

Науковці та практики пропонують ряд методик, що можна використовувати для оцінки стану державного боргу. Такі методики включають в себе якісні та кількісні індикатори, абсолютні та відносні показники. Доцільно приділити увагу аналізу складу та структури Державного боргу України у розрізі різних ознак: терміну запозичень, тип кредиторів, територіальна ознака, вартості залучення фінансових ресурсів і т.д. Попри це, увагу приділимо також показникам боргової безпеки, при цьому не обмежувачись лише індикаторами, що містяться у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, а й звернемо увагу на індикатори, що використовуються міжнародними фінансовими установами або ж пропонуються науковцями. Підкреслимо, що основна увага в процесі оцінки залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу приділяється врахуванню умов, що описує стан економічного середовища, в межах якого здійснюється управління боргом. Тому, як і оцінка структури державного боргу так і боргової безпеки України здійснюється із використанням базових макроекономічних показників. Для визначення оцінки впливу процесів залучення фінансування на ринку державного боргу України на національну економічну безпеку окреслимо характер взаємодії боргових показників з макроекономічними показниками.

Процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу впливає на державний бюджет в межах етапів кредитного циклу, зокрема – залучення фінансових ресурсів, використання залучених ресурсів, повернення залучених фінансових ресурсів із оплатою відсотків. Негативні наслідки пов'язані із неефективністю залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, в основному, проявляються на останньому етапі – повернення (погашення боргів). А саме залучення та використання в поточному бюджетному періоді, навпаки, відкриває нові можливості та послаблення фіскального тиску на всі джерела доходів. Саме тому, рівень накопичення державного боргу в країні визначає подальшу взаємодію із економікою в цілому та впливає на наступне залучення фінансування.

Одним із найбільш ілюстративних показників стану залучення фінансування на ринку державного боргу є показник відношення суми державного та гарантованого державного боргу до ВВП. Дані діаграми (рис. 2.1) ілюструють значення показника в Україні у 2014-2021 рр. Розрахунок наведено в таблиці (Додаток В). Інколи, до уваги приймається лише державний борг і його відношення до ВВП, проте гарантований державою борг, створює таке ж навантаження і несе такі самі ризики як і державний. Найвищим даний показник був у 2016-му році та сягнув 80%. Із 2017-го року спостерігається низхідна тенденція, яка зберігається до 2020-го року, коли показник піднявся до рівня 60,8% в порівнянні із 50,2% у 2019-му році. У 2021-му році значення показника досягло свого мінімуму в аналізованому періоді і становило 48,9%. З огляду на різке зростання рівня державного та гарантованого державою боргу у 2022 р., а також зниженням ВВП, показник досяг рівня 78,5%.

На ринку існують такі нормативи щодо співвідношення державного боргу та ВВП:

1. Для ринків що формуються – 30-50% ВВП, розвинені ринку – 70-90% ВВП [233].
2. 50 % зовнішнього боргу до ВВП за версією СБ [847].
3. 60 % ВВП в Україні згідно чинного законодавства [23].

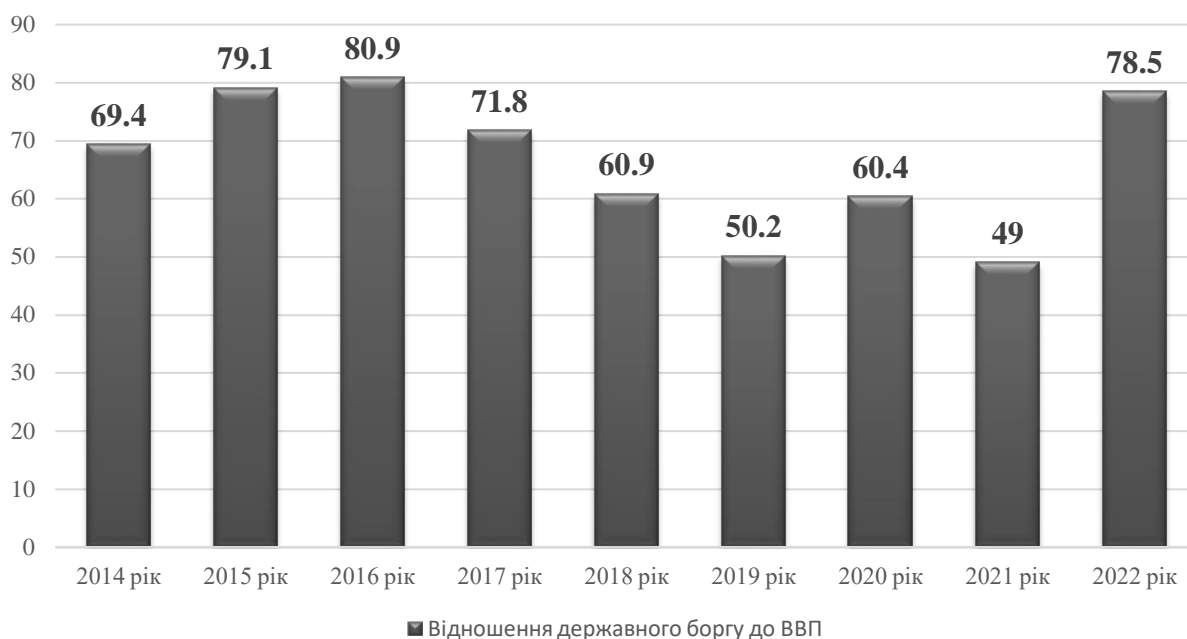


Рис. 2.1. Відношення державного та гарантованого державою боргу України до ВВП у 2014-2022 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними [64].

Панівними як серед науковців так і серед експертів є думки, щодо позитивних наслідків збільшення частки гривневого боргу у структурі Державного боргу України. Збільшення частки гривневого боргу позитивно відзначається на курсі національної валюти, що можна було спостерігати починаючи з 2019 року (табл. 2.1). Відповідно, це мало вплив на розмір частки Державного боргу у ВВП (рис. 2.1), яка набула низхідної тенденції у 2018 році, коли в структурі Державного боргу України почала збільшуватись частка гривневих запозичень. Проте, відмітимо, що частка боргу, що погашається у іноземній валюті залишається досить значною, та мала найменше значення у 2019-му році та 2021-му р. – 63 %. У 2022 р. Частка боргу у іноземній валюті зросла до 67 %. За версією МВФ частка валютних позик у портфелі держави з позиції безпеки має становити 20% [270].

Крім цього, важливо відзначити, що в сучасних ринкових умовах механізм придбання нерезидентами гривневих облігацій внутрішньої державної позики передбачає абсолютний перехід валютних ризиків до Національного банку України.

Структура Державного та гарантованого державою боргу України в розрізі валют погашення у 2014-2022 рр., %

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Борг, що погашається у гривні	31	30	30	30	29	37	35	37	33
Борг, що погашається у іноземній валюті	69	70	70	70	71	63	65	63	67

Джерело: побудовано автором за даними [16].

У 2019 році політика Міністерства фінансів України була спрямована на збільшення обсягу позик в гривні та відповідно зменшення позик в іноземній валюті. Ця стратегія сприяє зниженню валютних ризиків для бюджету України [53]. В аналізованому періоді спостерігається значне перевищення відсоткових ставок за гривневими позиками у порівнянні з валютними. Експерти відзначають, що зростання частки боргу в гривнях починаючи з 2019 року призвело до переважно позитивних результатів. Це робить графік боргових виплат більш передбачуваним, зменшує потребу бюджету в іноземній валюті і значно покращує боргові показники [93].

Чимало вітчизняних науковців наголошують на можливості виникнення боргової кризи в Україні, а також підкреслюють існування ефекту боргового виснаження. Так, Т. Богдан відмічає фактори нестабільного характеру боргової конструкції в Україні [10]:

2019-й рік відзначився подвоєнням розмірів державних позик та сум погашення державного боргу, що спричинило посилення боргової залежності і підвищення фіскальних ризиків;

збільшення частки нерезидентів на ринку внутрішніх державних боргових інструментів мало негативний вплив на рівень ризику ліквідності для уряду, а також ризику стійкості платіжного балансу країни;

необґрунтовано високі ставки за ОВДП призвели до збільшення невиробничих витрат та скорочення фінансування освіти, охорони здоров'я, культури;

високі ставки по внутрішнім та зовнішнім державним позикам призвели до збільшення частки боргових витрат у видатках бюджету;

запозичені урядом на внутрішньому ринку ресурси частково осідали на єдиному казначейському рахунку і призвели до виникнення додаткових виплат з бюджету;

грошовий дефіцит в реальному секторі та посилення деформацій грошово-кредитного ринку спричинило зростання співвідношення державного боргу до наявної грошової маси.

Фактором, який призвів до зростання державного боргу в Україні, є накопичення значної суми позичкових коштів на єдиному казначейському рахунку і пошук нових джерел фінансових ресурсів для виплати відсотків за державними борговими зобов'язаннями. Незважаючи на позитивний вплив цього явища на рівень ліквідності уряду, ця ситуація свідчить про неефективне управління грошовими потоками.

Дослідження доводять існування залежності між існуванням жорсткої системи контролю за наданням державних гарантій та ефективністю управління боргом в цілому [249].

В структурі сукупного боргу України гарантований борг не є переважний, його частка залишається значною (табл. 2.2), хоча й ілюструє зниження в аналізованому періоді. Починаючи із 2019-го року частка гарантованого боргу почала зменшуватись і досягла рівня 8,8% у 2022 р. Серед боргових нормативів, що діють в Україні відсутні фактичні обмеження частки гарантованого боргу у структурі сукупного боргу країни. В Україні відсутні будь-які регуляторні обмеження щодо частки гарантованого боргу.

Таблиця 2.2

Структура державного боргу України у 2014-2022 рр., млрд грн

Показ- ник	Рік								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Сукупний державний борг України	1100,83	1572,18	1929,81	2141,69	2168,92	1998,30	2551,88	2672,02	4072,85
Гарантований борг	153,80	237,91	278,98	307,98	308,13	236,93	292,65	309,33	357,71

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Державний борг	947,03	1334,27	1650,83	1833,71	1860,29	1761,37	2259,23	2362,68	3715,13
Частка гарантованого боргу у структурі Державного боргу України	14,0	15,1	14,5	14,4	14,2	11,9	11,5	11,6	8,8

Джерело: побудовано автором за даними [16].

У таблиці 2.3 відображено динаміку показників сукупного державного боргу, доходів державного бюджету України (зі звіту про виконання зведеного бюджету за відповідні роки), та співвідношення цих показників. Критичним вважається відсоткове співвідношення державного боргу та доходів, яке досягає 200%. Дані таблиці відображають значення показника на рівні більше 200%. Хоча й у 2019 р. в порівнянні з критичним 2016 р., коли показник становив 246,5% – спостерігається позитивна тенденція. Деяке покращення показника спостерігається і в 2021-му році в порівнянні з попереднім періодом.

Таблиця 2.3

Динаміка співвідношення державного боргу та доходів державного бюджету України у 2014-2022 рр.

Показник	Рік								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Державний та гарантований державою борг України, млрд грн	1100,83	1572,18	1929,81	2141,69	2168,42	1998,30	2551,88	2672,02	4072,85
Доходи державного бюджету, млрд грн	456,07	652,03	782,86	1016,97	1184,29	1289,85	1376,67	1662,2	1787,7
Відношення державного боргу до доходів державного бюджету України, %	241,4	241,1	246,5	210,6	189,7	154,9	185,4	161,0	227,8

Джерело: побудовано автором за даними [180, 77].

Так, показник відношення державного та гарантованого державою боргу до бюджетних доходів склав 161% у 2021-му році, на противагу 185,4% у 2020 р. Форс-мажорні геополітичні обставини що склались в Україні у 2022 р. стали причиною швидкого зростання державної заборгованості на фоні загального погіршення макроекономічної ситуації. Показник співвідношення державного та гарантованого боргу до бюджетних доходів досяг рівня 227,8%. Проте, в даному випадку варто звертати увагу не лише на абсолютну зміну показника, адже його фактична зміна відбувається, в більшій мірі, не лише через суттєве зменшення об'єму державного боргу України, а через деяке покращення макроекономічних показників, в даному випадку – доходів державного бюджету.

Окрім показника абсолютного розміру Державного боргу України та індикаторів, які використовуються для його оцінки варто зосередити увагу на його структурній будові. У таблиці 2.4 відображено структуру Державного боргу України, що сформувався в результаті позик у розрізі зовнішнього та внутрішнього ринків запозичення у 2014-2022 рр. Так, в Україні спостерігається перманентне переважання зовнішніх запозичень над внутрішніми, про що свідчать дані по роках. Зовнішня заборгованість України за підсумками 2019 року становила 1159,44 млрд. грн., що становило 58,0% усієї заборгованості. Якщо порівнювати ці дані із початком аналізованого періоду, зокрема 2015 р., коли зовнішні борги склали 1042,72 млрд. грн., або ж 66,3%, можна говорити про деяке покращення ситуації. Проте 2022 р., що знаменувався війною, що значно погіршила фінансову стабільність в країні, показник нарощення частки зовнішнього боргу знову зріс до 64,1 %. Така ситуація є загрозливою не лише у зв'язку з посиленням борговим навантаженням, а й через додаткові ризики зростання зовнішнього боргу. Зокрема, це ризики пов'язані із валютою запозичення та нестабільністю вітчизняної грошової одиниці. Адже, запозичення на зовнішньому ринку в переважній більшості здійснюються у іноземній валюті.

**Динаміка співвідношення внутрішнього та зовнішнього боргу у структурі
Державного та гарантованого державою боргу України у 2014-2022 рр.**

Показник	Рік								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Державний та гарантований державою борг України, млрд грн	1100,83	1572,18	1929,81	2141,69	2168,42	1998,30	2551,88	2672,02	4072,85
Внутрішній борг, млрд грн	488,86	529,46	689,73	766,68	771,41	838,85	1032,95	1062,56	1461,89
Питома частка внутрішнього боргу, %	44,4	33,7	35,7	35,8	35,6	42,0	40,5	39,8	35,9
Зовнішній борг, млрд грн	611,97	1042,72	1240,08	1375,01	1397,01	1159,44	1518,93	1560,42	2610,96
Питома частка зовнішнього боргу, %	55,6	66,3	64,3	64,2	64,4	58,0	59,5	60,2	64,1

Джерело: побудовано автором за даними [180].

В той же час, неможливість задовольнити попит на запозичення внутрішнього ринку зумовлений кількома факторами, серед яких:

недостатній рівень заощаджень у суб'єктів економіки, які можна було б інвестувати у державні боргові інструменти;

неготовність суб'єктів економіки інвестувати на ринках державного боргу через недовіру, низьку фінансову грамотність;

досить складний та фінансово завищений поріг входу на ринок інвестування в державні боргові фінансові інструменти.

Переважання в борговій структурі України частки зовнішнього боргу, а також його обсяг, викликає необхідність більш детально проаналізувати залучення фінансових ресурсів на зовнішньому ринку державного боргу та звернутись до

показників, що характеризують стан зовнішньої боргової безпеки. До відносних показників, що характеризують стан зовнішньої боргової безпеки, які часто приймаються до уваги, належать – відношення валового зовнішнього боргу до ВВП та відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу. Дані для обрахунку містяться в додатку (Додаток Г).

Дані діаграми (рис. 2.2) відображають динаміку вищезазначених показників, обрахованих за статистичними даними України у 2014-2021 рр. Щодо показника відношення валового зовнішнього боргу до ВВП – його оптимальне значення 20%, критичне – 60%; для показника відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу оптимальним є 50%, критичним – 20% [203].



Рис. 2.2. Відносні показники зовнішньої боргової безпеки України у 2014-2021 рр., %

Джерело: побудовано автором.

Так, проказник відношення валового зовнішнього боргу до ВВП у аналізованому періоді хоч і зменшився, проте залишається близьким до критичного рівня. Поточна макроекономічна конфігурація в Україні не дозволяє безпечно залучати такі фінансові ресурси на зовнішньому ринку [44].

Динаміка показника відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу ілюструє зростання, що відмічається як позитивна динаміка. Проте, значення показника до 2018-го року було нижче критичної точки, лише з

2019-го року показник досяг 20% і продовжує зростати хоч і залишається критично низьким. Це свідчить, що міжнародні резерви України не здатні покривати зовнішні запозичення в безпечних пропорціях.

Практики та управлінці все частіше звертають увагу на наявність взаємозв'язку між рівнем розвитку країни та структурою ринку державного боргу. У порівнянні з успішними країнами наш зовнішній борг є набагато вищим, а внутрішній борг, який у більшості стійких країн, які практикують стійкість державного боргу якраз покладається на внутрішні джерела і на розміщення внутрішнього боргу[34]. Тому, питання розширення ринку внутрішніх державних запозичень – актуальне та буде розглянуто у третьому розділі роботи.

Таблиця 2.5

Динаміка співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів в Україні у 2017-2021рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Короткострокові зовнішні боргові зобов'язання (до 1 року), млн дол	56338	51009	46869	46363	45023	48328	48469	48329
Міжнародні резерви, млн дол	7533,33	13299,99	15539,33	18808,45	20820,43	25302,16	29132,89	30940,95
Відношення короткострокового зовнішнього боргу України до міжнародних резервів, %	747,8	383,5	301,6	246,5	216,2	191,0	166,4	156,2

Джерело: побудовано автором за даними [179].

Ще однією варіацією індикатора покриття зовнішніх зобов'язань держави міжнародними резервами є відношення короткострокового зовнішнього боргу України до міжнародних резервів. Граничний рівень показника співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів повинен становити не більше 100%. Тобто, як мінімум, міжнародні резерви мають покривати усі короткострокові борги держави. Як свідчать дані таблиці 2.5

динаміка показника співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів перебуває поза межами граничного розміру і майже вдвічі його перевищує. При цьому варто відмітити, що в аналізованому періоді спостерігається постійне зменшення показника. У 2014-му році його розмір був критично великим і становив 713,3%. Це означає, що міжнародні резерви у 7,1 рази менші за короткострокові зобов'язання за виплатам щодо зовнішнього боргу. У 2019-му році показник суттєво зменшився і становив 193%. В подальших періодах також спостерігається низхідна динаміка, проте, навіть найменший рівень показника, який зафіксований у 2021-му році і становить 156,2% перевищує критично допустимий рівень і потребує коригування.

Оцінюючи процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, варто звернути увагу на один із ключових параметрів, який впливає на ефективність процесу – вартість такого залучення. Перш за все, підкреслимо, що ціна окремих траншів залучення на ринку державного боргу буде розглянуто у розрізі ринків – зовнішнього та внутрішнього, що буде описано в наступних пунктах розділу роботи. Загальні ж витрати із обслуговування є комплексним показником, що характеризує якість залучення. Для цього показник варто оцінювати в контексті інших бюджетних витрат. Дані таблиці (Додаток Д) відображають динаміку показників боргового навантаження на Державний бюджет України у розрізі років та типів складових видаткової частини.

Динаміка видатків пов'язаних з погашенням державного боргу України та обслуговуванням боргу відображена на діаграмі (рис. 2.3). Такі видатки здійснюються відповідно до графіку погашення, саме тому має варіативний характер. Так, видатки на обслуговування боргу щорічно збільшуються. Якщо на початку аналізованого періоду вони становили 51,1 млрд. грн у 2014 році, то в 2021р. зросли більш як втричі і становили уже 155,7 млрд. грн. Видатки на виплату внутрішньої заборгованості переважно були більшими ніж видатки на погашення зовнішньої заборгованості, при тому, що частка зовнішнього боргу у борговому портфелі України є переважною. Проте, частка довгострокових боргів у складі зовнішнього боргу є більшою, в порівнянні із аналогічною часткою у структурі внутрішніх зобов'язань. Це знаходить своє відображення у динаміці видатків.



Рис.2.3. Динаміка видатків на обслуговування та погашення

Державного боргу України у 2014-2022 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за [65].

Досліджуючи боргове навантаження на Державний бюджет України Богдан Т. П. справедливо звертає увагу на окремі індикатори, зокрема це частка видатків на обслуговування боргу та частка видатків на погашення державного боргу. Обрахунок даних показників відображено у таблиці (Додаток Д) та на діаграмі (рис. 2.4).



Рис. 2.4. Динаміка показників боргового навантаження

Державного бюджету України у 2014-2022 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними [65].

Згідно світових стандартів, гранична частка видатків на обслуговування боргу зазвичай становить від 10% до 15% [11]. Крива показника демонструє перевищення верхньої допустимої межі (крім 2020 р.).

Показник відношення видатків по погашенню боргу по відношенню до загальних видатків бюджету допомагає визначити місце таких видатків у загальній структурі і також слугує показником боргового навантаження. Досить велика частка видатків бюджету України щорічно спрямовується на виплату боргу. Найбільшим показник був у 2015-му році та досяг загрозового значення – 72%. Це означає що більша частина бюджету країни пішла на сплату боргу. Проте, тут слід підкреслити, що 92,2%, що пішли на оплату зовнішнього боргу України – становлять операцію з реструктуризації та часткового списання державного боргу [156]. 2017-й рік також відзначився високим рівнем боргових виплат – 43,3%. Інші роки характеризують меншим значенням показника, який з 2019-го року демонструє зниження, що слід оцінювати як позитивне явище.

Виплати за боргами країни та їх обслуговування по відношенню до ВВП також слугують індикаторами боргового навантаження. Дані діаграми (рис. 2.5) ілюструють динаміку відношення видатків з обслуговування боргу до ВВП в Україні та видатки за виплатою боргу по відношенню до ВВП в Україні у 2014-2022 рр.



Рис. 2.5. Показники відношення боргових платежів до ВВП в Україні у 2014-2022рр., %

Джерело: побудовано автором.

Видатки на обслуговування боргів не повинні переважати 2% ВВП [192]. В Україні спостерігається стійке перевищення індикатора, у 2015-2016 р., таке перевищення було більше вдвічі порогового значення. Проте, останні досліджувані роки показник демонструє зменшення. Найнижчим його значення було у 2020-му році – 2,8%. Варто згодитися з твердженням, що на сьогоднішній день обслуговування державного боргу в Україні вимагає значних витрат і, за словами експертів, воно може сповільнювати економічний розвиток, оскільки нові позики фактично використовуються для рефінансування попередніх боргів, а не являються інвестиційними ресурсами [97]. Відношення платежів за державним боргом до ВВП також є значним. Найбільшим значення показника було у 2015 р. – 21% та 2017 – 12,2%. Надалі значення показника дещо зменшилось і в середньому коливається біля 8,5%.

Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу відбувається в межах певної економічної системи, а не ізольовано. Це означає, що процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має відбуватись із врахуванням особливостей макроекономічної кон'юнктури, і оптимально вирівнювати перерозподіл фінансових ресурсів на ринку, особливо в умовах їх обмеженості. Таким чином, здійснюючи оцінку стану державного боргу України варто звернути увагу на те, яким чином таке залучення впливає на інші макроекономічні параметри, які в тій чи іншій мірі визначають тенденції розвитку інших секторів фінансового ринку. Серед таких параметрів: валове споживання, капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредитування домогосподарств, кредитування сектору нефінансових корпорацій, позики фінансових корпорацій. Оцінка державного боргу в контексті заданих параметрів, дозволить оцінити процес залучення на ринку державного боргу і виявити негативні явища, що його супроводжують, зокрема ефект витіснення у секторах ринку. Базою для оцінки слугують статистичні данні та показник темпу приросту кожного із параметрів, що містяться у таблиці (Додаток Е).

Політика управління державним боргом визначає можливий рівень величини боргу в контексті існуючої макроекономічної конструкції. Саме тому, розглянемо тенденції, що визначають боргову політику в Україні та відзначені

макроекономічні параметри. Дані таблиці (Додаток Е) та рис. 2.6 ілюструють динаміку Державного боргу України на фоні макроекономічних параметрів економіки України у 2014-2021 рр. Розмір державного боргу України демонструє стійке зростання до 2019-го року, який з позиції темпів його зростання виявився унікальним, адже розмір зменшився на 7,8% в порівнянні з попереднім періодом.

Науковці світу звертають увагу на те, що під час реалізації державних боргових інструментів на внутрішньому ринку залучення фінансових ресурсів, виникнення ефекту витіснення – безумовний процес [41]. Пояснення дає професор Гарвардського університету Пратек Аграваль, який зазначає: «Коли уряди збільшують обсяг своїх запозичень, вони повинні робити це за рахунок приватного сектора. Щоб фінансувати цей збільшений борг уряд, в кінцевому підсумку, продає облігації приватному сектору через центральний банк. Ця діяльність називається операціями на відкритому ринку. Ці облігації можуть бути продані приватним особам, пенсійним фондам або інвестиційним трестам. Якщо приватний сектор купить ці державні цінні папери, то вони не зможуть ті ж самі кошти вкладати в приватний сектор. Таким чином, державні позики в кінцевому підсумку витісняють інвестиції приватного сектора – звідси і використання терміну "ефект витіснення"» [259].

Крива валового споживання на діаграмі (рис. 2.6) перебуває вище рівня кривої державного боргу України. Зважаючи на частку державного боргу України у ВВП, яка в аналізованому періоді не досягала рівня нижче 50% то можна стверджувати, що в даному випадку ситуація є закономірною, адже видатки державного бюджету в більшій мірі споживаються, а не йдуть на розвиток та розширене відтворення. Не заперечуючи існуючі гіпотези науковців про відсутність ефектів витіснення інвестицій через зростання державного боргу, як це проілюстровано на прикладі оцінки аналогічних параметрів у США, Великобританії та Японії [224], в Україні можна спостерігати дещо протилежну ситуацію. Криві, що відображають капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредитування домогосподарств, кредитування сектору нефінансових корпорацій,

позики фінансових корпорацій перебувають значно нижче кривої державного боргу. Це може свідчити про спад активності в інших сферах економіки, а ефект витіснення теж мав місце [40].

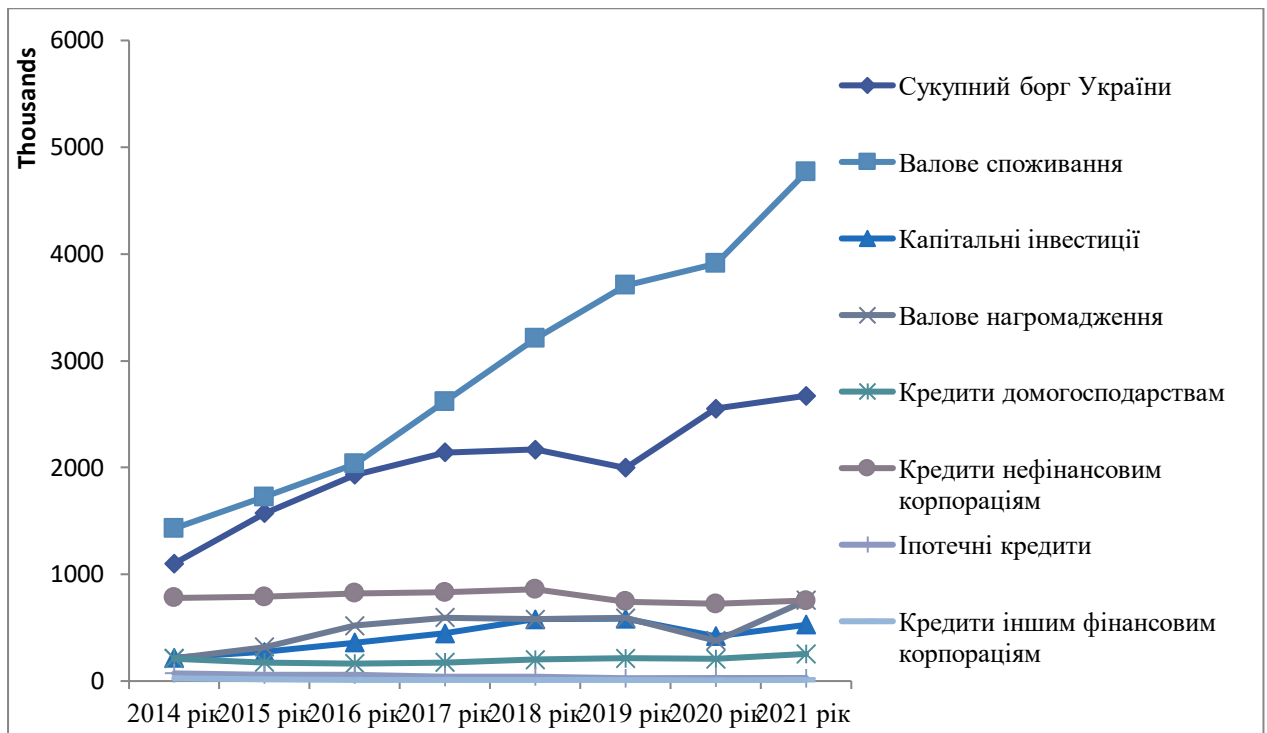


Рис. 2.6. Державний борг на фоні макроекономічних параметрів економіки України у 2014-2021рр., млн. грн.

Джерело: побудовано автором за даними [59, 70].

Середні темпи зростання макроекономічних показників, у тому числі розмір Державного боргу України в період із 2014 по 2021 роки відображено у таблиці 2.6. Середній темп зростання сукупного показника капітального інвестування в Україні мав більше значення ніж середній темп зростання сукупного Державного боргу України. Те саме стосується валового споживання, яке логічно зростало динамічніше за борги. Усі інші показники є значно нижчими, що означає можливий вплив темпу зростання державного боргу на економічну активність в країні. Від’ємне значення показників середнього темпу зростання іпотечних кредитів, кредитів сектору нефінансових корпорацій, кредитів сектору фінансових корпорацій підтверджують гіпотезу про наявність «ефекту витіснення».

**Середні темпи зростання макроекономічних показників в заданому
діапазоні 2014-2020 рр. в Україні**

Показники	2014	2021	Середній темп зростання показників, %	Темп зростання показників, %
Сукупний державний борг України	1100830	2672020	14,6	242,7 ↑
Валове споживання	1429959	4766568	18,9	333,3 ↑
Капітальні інвестиції	219420	528802	15,5	241,0 ↑
Валове нагромадження	212591	754369	27,7	157,3 ↑
Кредити домогосподарств	211215	254385	4,9	120,4 ↑
Іпотечні кредити	72156	28693	-10,1	60,2 ↓
Кредити сектору нефінансових корпорацій	778841	752324	-2,2	3,0 ↓
Кредити сектору фінансових корпорацій	25576	9644	-7,6	62,3 ↓

Джерело: обраховано автором.

Погоджуємось із думками Паєнтко Т. В., яка вважає, що фінансування державного боргу призводить до появи боргового чи фіскального навантаження [133].

Дослідження іспанських науковців підтверджують існування ефекту витіснення через розширення ринку державного боргу. Так, через зростання ставок на ринку державного боргу відбувається зростання ставок за депозитами, адже спостерігається своєрідна «конкуренція» за вільні фінансові ресурси. Про це йде мова у дослідженні Карлоса Монтеса [224].

Окрім ефекту витіснення на ринку державного боргу України вважаємо за доцільне використати і інші показники, що описують ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. В нашому випадку, результати ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України оцінюватимуться на тлі аналогічних обрахунків ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу Польщі. Рівень розвитку економік країн на базі яких проводиться дослідження є різним, проте саме це дозволить проілюструвати умови залучення фінансування на ринку державного боргу.

Такі макроекономічні показники як обсяг ВВП у фактичних цінах, доходи державного бюджету, розмір міжнародних резервів, індекс інфляції, часто використовуються як база для обрахунку відносних показників, що описують боргову безпеку держави – їх варто враховувати і під час оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

Фінансування при оцінці його ефективності розглядається в розрізі зовнішнього та внутрішнього державного боргу. Статистичні дані, що використовуються в обрахунках ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі наведено у таблицях (Додаток Ж).

Перший параметр, який брався до уваги при розрахунку коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу є розмір валового внутрішнього продукту у фактичних цінах. Дослідження доводять, що причини зростання державного боргу у макроекономічній ситуації та державній політиці в сфері економіки та фінансів, а державний борг зростає під час та після фінансових криз, що проявляється у зростанні боргу по відношенню до ВВП, чому сприяє девальвація курсу національної валюти, яка є результатом кризи [216].

Наявність значного розміру державного боргу не завжди відображає реальний економічний стан країни, оскільки останній може зростати зі збільшення ВВП, і на його величину впливає рівень інфляції. В процесі обрахунку показника ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу до уваги приймається показник рівня інфляції країни, який корегує результат у сторону приведення до реальних значень.

До того ж, для об'єктивної оцінки боргового навантаження використовують відносний показник, який розраховують як відношення державного боргу до ВВП [186], який оцінювався вище у розділі. Саме тому, під час обрахунку коефіцієнтів ефективності зростання ВВП є позитивним явищем.

Динаміка доходів державного бюджету безпосередньо впливає на дефіцит державного бюджету, який є першоджерелом боргу. Чим більшими є доходи бюджету тим меншим потенційно є дефіцит бюджету. Таким чином, бюджетний дефіцит походить із фінансового стану країни та суспільства взагалі [72]. В

контексті обрахунку коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу зростання доходів визначається позитивним явищем.

Зважаючи, що в структурі державного боргу України значна частка зовнішньої заборгованості, об'єктивним є врахування розміру золотовалютних резервів при обрахунку показника ефективності. Якщо під час зростання дефіциту бюджету відбувається зменшення надходжень від експорту та зменшуються золотовалютні резерви – є загроза борговій стійкості держави. До того ж, відносний показник співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів є важливим індикатором боргової безпеки держави. Саме тому, під час підрахунку ефективності – зростання міжнародних резервів є позитивним явищем.

Під час обрахунку коефіцієнтів ефективності в якості позитивного явища визначається збільшення внутрішнього державного боргу на фоні зменшення зовнішньої державної заборгованості [105]. «Внутрішній борг має певні відносні переваги над зовнішнім. Повернення внутрішнього боргу і виплати відсотків за ним не зменшують фінансового потенціалу держави, тоді як зовнішній борг має у своїй основі вплив капіталу з держави » [2].

Формула розрахунку коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринках державного боргу враховує позитивний та негативний вплив перерахованих факторів та передбачає прямих та обернений зв'язок між відповідними змінними. Коефіцієнт ефективності розраховується за формулою:

$$K_{\text{еф}} = \frac{P_{\text{ВВП}} \cdot P_{\text{ДДБ}} \cdot P_{\text{МР}}}{P_{\text{ВБ}} \cdot P_{\text{ЗБ}} \cdot \text{exp}(\text{Інф})} \quad (2.1)$$

де $P_{\text{ВВП}}$ – ріст ВВП; $P_{\text{ДДБ}}$ – ріст доходів державного бюджету; $P_{\text{МР}}$ – ріст міжнародних резервів; $P_{\text{ВБ}}$ – ріст внутрішнього боргу країни; $P_{\text{ЗБ}}$ – ріст зовнішнього боргу; Інф – рівень інфляції, $\text{exp}(x)$ – значення функції експонента для аргументу x . Всі перераховані показники, за виключенням інфляції, розраховуються як відношення абсолютного значення макроекономічного показника за поточний рік до відповідного значення за попередній рік. Формули, використані для обрахунку проміжних показників наведені у таблиці 2.7.

Формули обрахунку проміжних показників для визначення коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу

Показник	Формула розрахунку
Ріст ВВП	$P_{\text{ВВП}} = \frac{\text{ВВП у поточному році}}{\text{ВВП у минулому році}}$
Ріст доходів державного бюджету	$P_{\text{ДДБ}} = \frac{\text{доходи державного бюджету у поточному році}}{\text{доходи державного бюджету у минулому році}}$
Ріст міжнародних резервів	$P_{\text{ВВП}} = \frac{\text{Міжнародні резерви у поточному році}}{\text{Міжнародні резерви у минулому році}}$
Ріст внутрішнього боргу країни	$P_{\text{ВВП}} = \frac{\text{Внутрішній борг у поточному році}}{\text{Внутрішній борг у минулому році}}$
Ріст зовнішнього боргу країни	$P_{\text{ВВП}} = \frac{\text{Зовнішній борг у поточному році}}{\text{Зовнішній борг у минулому році}}$
Рівень інфляції	$\text{Інф} = \frac{\text{Рівень інфляції у поточному році}}{100 \%}$

Джерело: розроблено автором.

Використавши формули подані в таблиці 2.7 було здійснено обрахунок відповідних показників за даними України та Польщі. Розрахунок проміжних макроекономічних показників, що будуть використані при обчисленні коефіцієнту ефективності для України та Польщі подано в таблиці 2.8.

Таблиця 2.8

Результати обрахунку проміжних показників для визначення коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі у 2015-2020рр.

Показник	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Україна						
Ріст ВВП	1,2531	1,1996	1,2509	1,1933	1,1173	1,0542
Ріст доходів державного бюджету	1,4297	1,2007	1,2990	1,1645	1,0891	1,0673
Ріст міжнародних резервів	1,7655	1,1684	1,2104	1,1070	1,2153	1,1514
Ріст внутрішнього боргу країни	1,0831	1,3027	1,1116	1,0062	1,0874	1,2314
Ріст зовнішнього боргу країни	1,7039	1,1893	1,1088	1,0160	0,8299	1,3101
Рівень інфляції	0,433	0,124	0,137	0,098	0,041	0,05
Польща						
Ріст ВВП	1,0525	1,0346	1,0678	1,0662	1,0809	1,0146
Ріст доходів державного бюджету	1,0197	1,0883	1,1138	1,0843	1,0539	1,0481
Ріст міжнародних резервів	1,0512	1,2911	0,82488	1,1151	1,1089	1,1888
Ріст внутрішнього боргу країни	1,0667	1,1046	1,0513	1,4857	0,7276	1,1495
Ріст зовнішнього боргу країни	1,0507	1,0920	0,8934	0,9891	0,9281	1,0481
Рівень інфляції	-0,0093	-0,0058	0,0198	0,016	0,0231	0,034

Джерело: авторські обрахунки.

Використавши отримані результати, що містяться у таблиці 2.7 здійснено обрахунок показника ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі у 2015-2020 рр., шляхом підстановки даних у формулу 2.1. В таблиці 2.9 наведено результати обрахунку показників ефективності залучення фінансування на ринках державного боргу України та Польщі у 2015-2020 рр. на фоні заданих макроекономічних параметрів.

Таблиця 2.9

Показники ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі у 2015-2020 рр.

Показники /роки	2015 рік	2016 рік	2017 рік	2018 рік	2019 рік	2020 рік
Україна	1,7139	1,0862	1,5958	1,5047	1,6387	0,8031
Польща	1,0066	1,2052	1,0445	0,8773	1,8708	1,0492

Джерело: розраховано авторами [38].

Значення показника ефективності яке є більшим одиниці – є позитивним, адже відображає ситуацію, коли залучення фінансування на ринку державного боргу в умовах заданої макроекономічної ситуації можна вважати ефективним. В даному випадку макроекономічна ситуація є умовною, адже визначалась обмеженою кількістю показників, зокрема – доходи державного бюджету, ВВП у фактичних цінах, розмір міжнародних резервів та індекс інфляції. Проте, варто відзначити, що показник ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України ілюструє позитивне значення на протязі усього аналізованого періоду, окрім 2020-го року. Це зумовлено тим, що темпи зростання позитивних макроекономічних параметрів у цьому періоді є нижчим ніж темпи нарощення державного боргу. Окрім кількісних параметрів, варто підкреслити, що цей період характеризується негативним впливом форс-мажорних обставин, а саме пандемії Covid-19, яка вимагала від урядів виділення додаткового фінансування спрямованого на протиепідеміологічні заходи та боротьбу з пандемією. Що стосується результатів 2016-го року, то тут спостерігається значний вплив рівня інфляції у попередньому періоді, який досяг свого максимуму в Україні у 2015-му році і становив 143%.

Думки, про зростання витрат під час пандемії у 2020-му році та негативний вплив цих подій на державний борг відзначають Левченко В. П. та Тимкован В. І. [96]. В підтвердження зазначених тенденцій можна навести значене збільшення частки державного боргу у ВВП у 2020-му році в порівнянні із 2019-м, яка зросла із 44,3% до 53,9%.

Загалом, враховуючи факт того, що під час обрахунку ефективності до уваги приймалось шість параметрів, результати ілюструють волатильність в аналізованому періоді. Якщо розглядати динаміку показника ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу Польщі, то в аналізованому періоді він був більше одного в усі періоди, крім 2018 року. Можна припустити, що це обумовлено максимальним у даний період темпом зростання внутрішнього боргу. Зростання внутрішнього боргу у 2018-му році в порівнянні із 2017-м – склало 49%.

При тому, що рівень економічного розвитку Польщі є значно вищий ніж в Україні, показник ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу в окремі періоди є нижчим ніж в Україні. Це легко пояснюється визначальними макроекономічними факторами, які впливають на даний показник. Оцінюючи абсолютні значення державного боргу України та Польщі в розрізі структури зовнішнього та внутрішнього боргу – ситуація в Польщі є сприятливішою, адже внутрішній борг переважає. Проте, якщо оцінювати інші відносні параметри, вони підтверджують присутність проблем із борговою безпекою. Зокрема, досить високим є показник відношення державного боргу Польщі до ВВП. У 2018-му він становив 50,6%. У 2021-му році цей показник зріс та досяг рівня - 57,5%. Саме тому, за заданих параметрів, ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу Польщі також є перемінною у заданому часовому проміжку. Підтвердженням проблем із борговою безпекою у Польщі є результати дослідження Буряченка А. Є. та Захожая К. В., які відмічають недотримання меж показників фіскальної стабільності та безпеки, що створює загрози та додаткові ризики до національних економік Вишеградської групи (до якої входить Польща), що провокує фінансову нестабільність та економічну нестабільність [221].

Таким чином, структура та стан державного боргу України являє собою відображення ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу. Саме тому, оцінку залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу розпочато із аналізу стану та структури Державного боргу України. Здійснено оцінку структури боргу України, шляхом визначення часток гарантованого боргу, зовнішнього, внутрішнього боргу, боргу у іноземній валюті, боргу у вітчизняній валюті, короткострокового боргу, структура видатків на обслуговування боргу та видатки на погашення зовнішніх та внутрішніх боргів, а також співставлено отримані данні із науково обґрунтованими нормами.

Користуючись різноманітними методиками, визначено індикатори, що характеризують боргову безпеку України. При цьому, акцентовано увагу на важливості врахування макроекономічної ситуації в країні під час здійснення запозичень.

Серед проаналізованих показників: показник відношення суми державного та гарантованого державного боргу до ВВП, який демонструє перманентне перевищення гранично допустимих норм; частка боргу, що погашається у іноземній валюті, яка також є вищою ніж критичне значення; частка гарантованого боргу у сукупному боргу України, яка стабільно залишається високою; показник відношення державного боргу до доходів державного бюджету України, який лише з 2018 року досяг допустимого рівня і ілюструє зниження; показник частки зовнішнього боргу, який демонструє його переважання у структурі і є загрозливим з позиції боргової безпеки; показник відношення валового зовнішнього боргу до ВВП – не досягає оптимального значення в аналізованому періоді і майже сягає критичного у 2015-2016рр.; показник відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу – з 2019-го року перевищує критичне значення; показник відношення короткострокового зовнішнього боргу України до міжнародних резервів – перевищує допустиме значення впродовж усього аналізованого періоду; частки видатків на обслуговування та погашення Державного боргу України у видатках Державного бюджету, які залишаються на високому рівні та перевищують допустимі норми майже у всьому аналізованому

періоді; показник відношення видатків на обслуговування Державного боргу України до ВВП, який перевищує допустимі 2%; показник відношення платежів за державним боргом до ВВП – є високим, проте демонструє зменшення.

Проаналізовано динаміку Державного боргу країни на фоні ключових макроекономічних параметрів, зокрема – валового споживання, валового нагромадження, капітальних інвестицій, іпотечні кредити; кредити нефінансовим корпораціям, кредити домогосподарств; кредити інших фінансових корпорацій. Темпи нарощення Державного боргу України є динамічними і перевищують темпи зростання макроекономічних показників, на тлі яких здійснено оцінку. Це підтверджує присутність «ефекту витіснення» на фінансовому ринку, який виникає через неефективну систему залучення фінансування боргів держави.

Проте підрахунок коефіцієнта ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України, який для порівняльної оцінки обраховувався не лише для України, а й для Польщі – ілюструє, що для умовно заданих макроекономічних умов залучення фінансування боргу є ефективним, адже показник є більшим 1. Проте, окремі періоди становлять виключення. Порівнюючи ефективність залучення фінансування на ринку України та Польщі можна стверджувати, що в окремих часових проміжках ефективність Польщі є вищою, але середнє значення показника за весь аналізований період є вищим для України.

Таким чином, залучаючи фінансові ресурси на ринку державного боргу необхідно враховувати поточну макроекономічну ситуацію та забезпечувати дотримання умов боргової безпеки держави. Дотримання індикаторів та нормативів, які встановлюються міжнародними фінансовими установами важко не лише Україні, а й високорозвиненим країнам. Саме тому, граничні значення таких показників часто перевищуються. Отже, можна зробити висновок, що дотримання таких показників, в першу чергу важливе, для країн із ринками, що формуються. А для високорозвинених країни ключовим є дотримання платоспроможності, а не індикаторів та норм, що стосуються величини боргу та його складових.

Вкрай негативним є високе боргове навантаження на бюджет та економіку в цілому, що чинить накопичений роками державний борг. Високий рівень видатків на обслуговування та сплату боргу робить необхідним зменшення сумарних видатків держави, що позначається на соціальних чи інших складових, або ж змушує розширювати фіскальні джерела та збільшувати фіскальний тиск.

2.2. Тенденції залучення фінансових ресурсів на внутрішньому сегменті ринку державного боргу України

Структура ринку державного боргу охоплює два сегменти – ринок державних боргових цінних паперів та кредитний ринок. При цьому, обидва сегменти перетинаються і включають зовнішній та внутрішній ринки. Саме цей підхід покладено в основу дослідження. Враховуючи різні наслідки залучення фінансування на цих сегментах – оцінку залучення проведемо в розрізі сегментів ринку державного боргу – зовнішньому та внутрішньому. При цьому, враховуючи, залучення фінансових ресурсів на зовнішньому та внутрішньому сегменті перетинаються із ще двома сегментами – кредитний ринок та ринок державних боргових цінних паперів, де, відповідно, механізми залучення відрізняються – до уваги прийматиметься і цей аспект в ході здійснення аналізу.

Нарощення боргових зобов'язань України, про яке йшлося у попередньому розділі роботи та стійкий дефіцит Державного бюджету України обумовлює необхідність усестороннього дослідження всіх сегментів мобілізації фінансових ресурсів. Роль ринку державних боргових цінних паперів зростає щорічно. Адже, як зазначається в роботі, залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів є пріоритетним порівняно із кредитуванням з позиції підтримки макроекономічної стабільності та боргової безпеки держави.

Відзначимо, що низька ємність, диверсифікованість та ліквідність ринку цінних паперів України може мати негативні наслідки для економічного розвитку загалом та для ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу, зокрема.

Залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку державного боргу в Україні відбувається саме в межах сегменту державних боргових цінних паперів. Для аналізу даного сегменту слід дослідити ємність ринку державних боргових цінних паперів, яка може бути оцінена за допомогою ряду показників, зокрема:

обсяг накопиченого боргу, сформованого за рахунок продажу цінних паперів;
ринкова вартість державних боргових інструментів, що перебувають в обігу (капіталізація ринку);

об'єм емісії державних боргових цінних паперів;

об'єми торгівлі державними борговими цінними паперами.

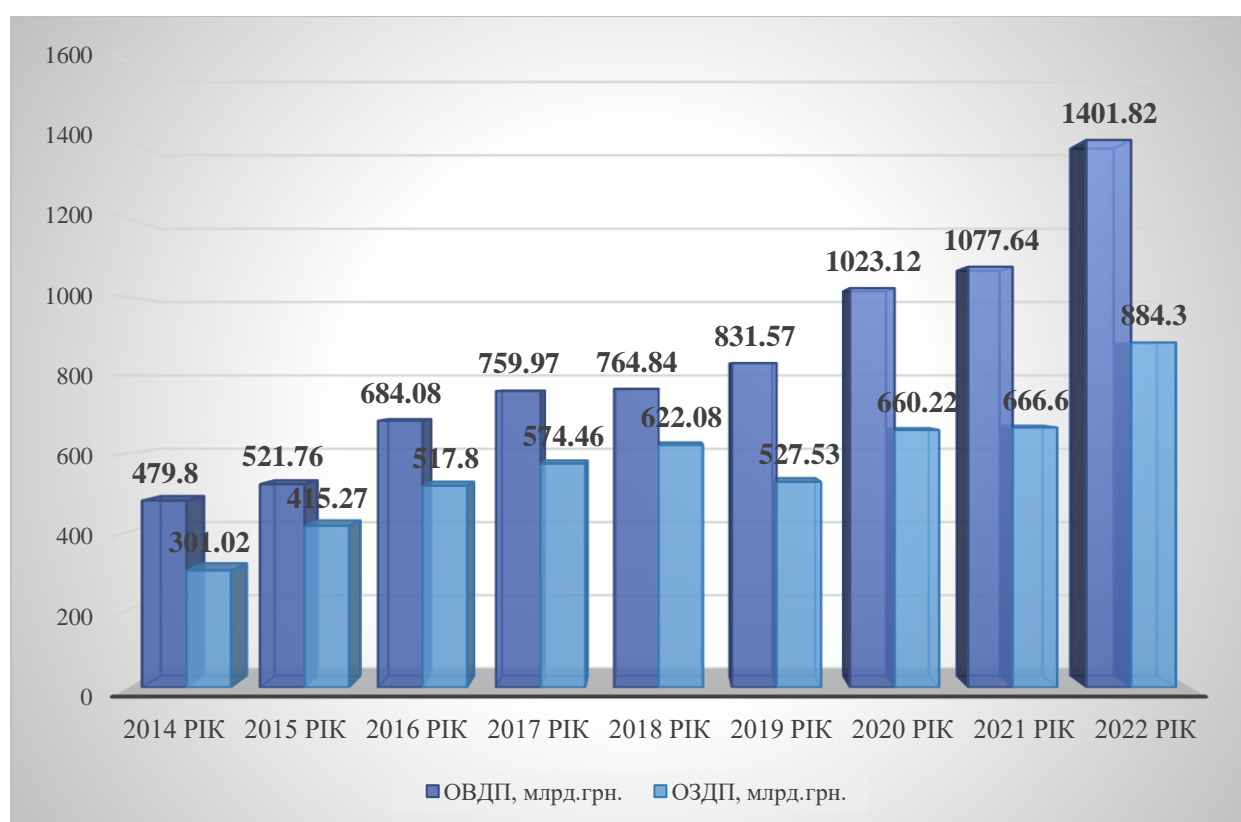


Рис. 2.7. Динаміка обсягу сукупного боргу України, що сформований за рахунок продажу боргових цінних паперів у 2014-2022 рр., млрд грн.

Джерело: побудовано автором за даними [16].

Для кількісної оцінки обсягу накопиченого боргу, сформованого за рахунок продажу цінних паперів проаналізуємо кількісні показники, що характеризують процеси залучення на ринку державних облігацій. Зокрема, перший показник – державний борг, що сформований за рахунок продажу боргових цінних паперів.

Дані діаграми (рис. 2.7) ілюструють динаміку обсягу сукупного боргу України, що сформований за рахунок облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики. Так, в абсолютному вимірі борг України за рахунок продажу ОВДП динамічно зростає. Аналогічно зростає борг за рахунок продажу облігацій зовнішньої позики (за виключенням 2019-го року). При цьому, борг, що сформований за рахунок реалізації боргових цінних паперів внутрішнього ринку є суттєво більшим ніж борг, що сформований за рахунок продажу державних облігацій на зовнішньому ринку. Така тенденція може розглядатись як позитивна. Частки ОВДП та ОЗДП у структурі Державного боргу та гарантованого боргу України у 2014-2022рр. наведено у таблиці (Додаток К).

Таблиця 2.10

**Темпи нарощування боргу України за рахунок продажу ОВДП та
ОЗДП у 2015-2022 рр., %**

Показники /роки	2015 рік	2016 рік	2017 рік	2018 рік	2019 рік	2020 рік	2021 рік	2022 рік
Темпи зростання боргу за рахунок продажу ОВДП, %	108,7	131,1	111,1	100,6	108,7	123,0	105,3	130,1
Темпи зростання боргу за рахунок продажу ОЗДП, %	138,0	124,6	110,9	108,2	84,8	125,1	100,9	132,7

Джерело: обраховано автором.

Середній темп нарощування боргу України у 2014-2022 рр. за рахунок продажу ОВДП становив 14,8%, хоча і темп по рокам змінювався варіативно (табл. 2.10). Подібна ситуація із зростанням боргу, що утворюється за рахунок продажу ОЗДП. Тут середній темп зростання в аналізованому періоді складає 15,7%, при цьому що 2019 рік відмітився спадом [49]. Досить суттєвим є зростання темпів боргу, що сформований за рахунок продажу боргових цінних паперів у 2022 р. Не зважаючи на те, що в абсолютному вимірі державна заборгованість, що сформована за рахунок продажу ОВДП є значно більшою ніж та, що сформована за рахунок ОЗДП, середній темп нарощення останньої є вищим.

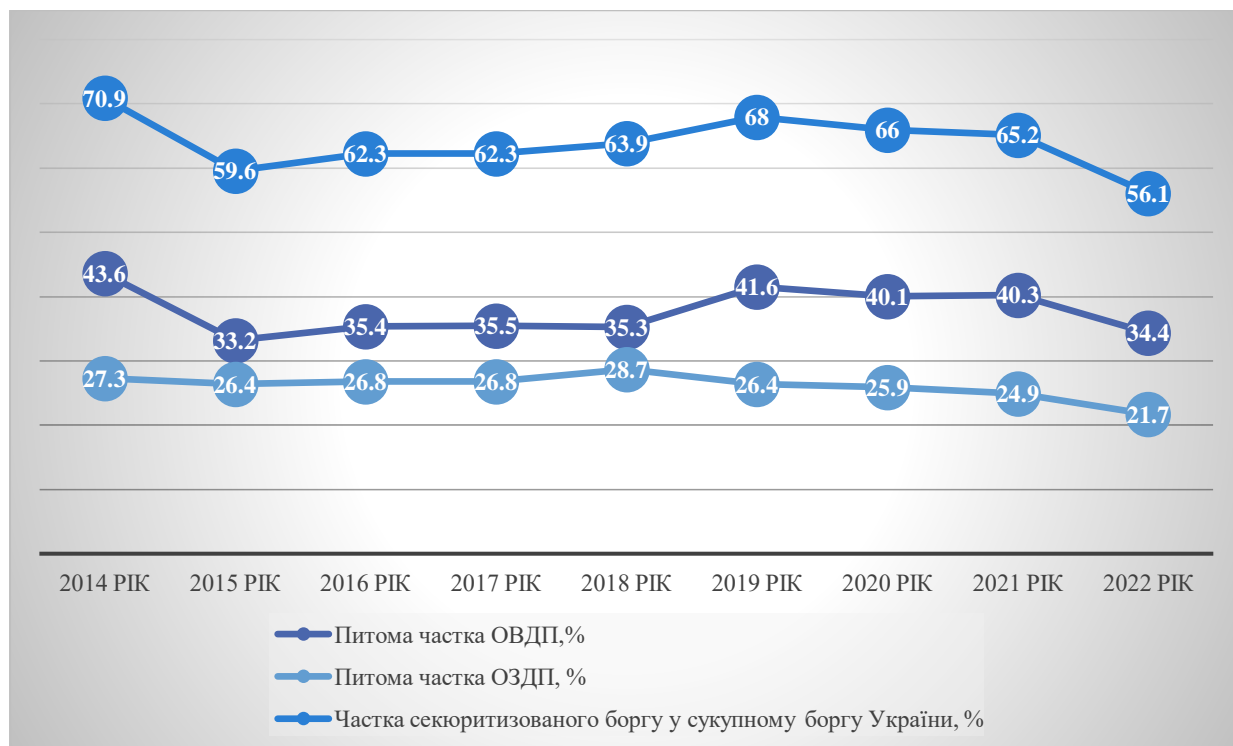


Рис. 2.8. Динаміка показників питомих часток боргових цінних паперів у структурі державного та гарантованого державною боргу України у 2014-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за даними додатку К.

Дані діаграми (рис. 2.8) ілюструють динаміку показників питомих часток сек'юритизованого боргу в розрізі часток, що формуються за рахунок ОВДП та ОЗДП у загальному боргу України. Частку сек'юритизованого боргу у сукупній заборгованості формують питомі частки боргу, що сформувався за рахунок ОВДП та ОЗДП. Показник свідчить, що питома вага сек'юритизованого боргу є значною і формує більшу частину зобов'язань. В аналізованому періоді показник коливається в діапазоні 56-70%. Найвищим показником частки сек'юритизованого боргу у сукупній заборгованості України був у 2014 році та складав – 70,9%. Найнижчим у 2022 – 56,1%, що оцінюється як негативна тенденція. «Ситуація із збільшенням частки боргу, за рахунок зовнішніх прямих позик у 2022 році, пов'язана із нестабільністю в країні та нестійкістю доступу до внутрішніх джерел фінансування у період воєнного стану» [14].

У 2014 - 2016 рр. Україна щорічно розміщувала п'ятирічні єврооблігації обсягом 1 млрд дол, боргові папери були гарантовані США, що давало країні змогу позичати за рекордно низькими ставками. У 2015 р. була проведена реструктуризація 13 випусків євробондів країни на загальну суму 14,36 млрд дол і 0,6 млрд євро [196].

Звернемо увагу на показники, що характеризують боргову безпеку на ринку ОВДП. Собкевич О. В. пропонує брати до уваги показники відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП та частку ОВДП у сумі державного боргу та відзначає порогові значення [175]: перший показник (менше рівне 1), а другий показник більше 70%.

Частка ОВДП у структурі державного боргу не перевищує задане значення (Додаток К). З точки зору уникнення боргової залежності від міжнародних фінансових установ і іноземних урядів сек'юритизований борг є менш загрозливим. Але, його надмірна частка створює перепони для інших суб'єктів фінансового ринку, спричиняючи ефект витіснення [58]. Те саме, можна сказати і про зовнішній борг і частку боргу, що утворився за рахунок продажу ОЗДП, який несе більшу загрозу в порівнянні із боргом, що утворився за рахунок ОВДП.

Динаміка середнього номінального рівня дохідності для ОВДП, що знаходяться в обігу зображена на діаграмі (рис. 2.9). Найбільше його значення склало 16% (зафіксоване для позик, розміщених станом на 01.04.2019 р.); найменше – 8,4 % (спостерігається для позик, розміщених у 2017 р.). Чим вищий рівень дохідності державних боргових інструментів – тим вищий рівень їх ризиковості, бо загальне співвідношення «ризик-дохідність» має місце і тут. Підставою для зниження дохідності за стабільних умов, може бути покращення економічної ситуації. В даному часовому проміжку такі зміни інколи були безпідставними.

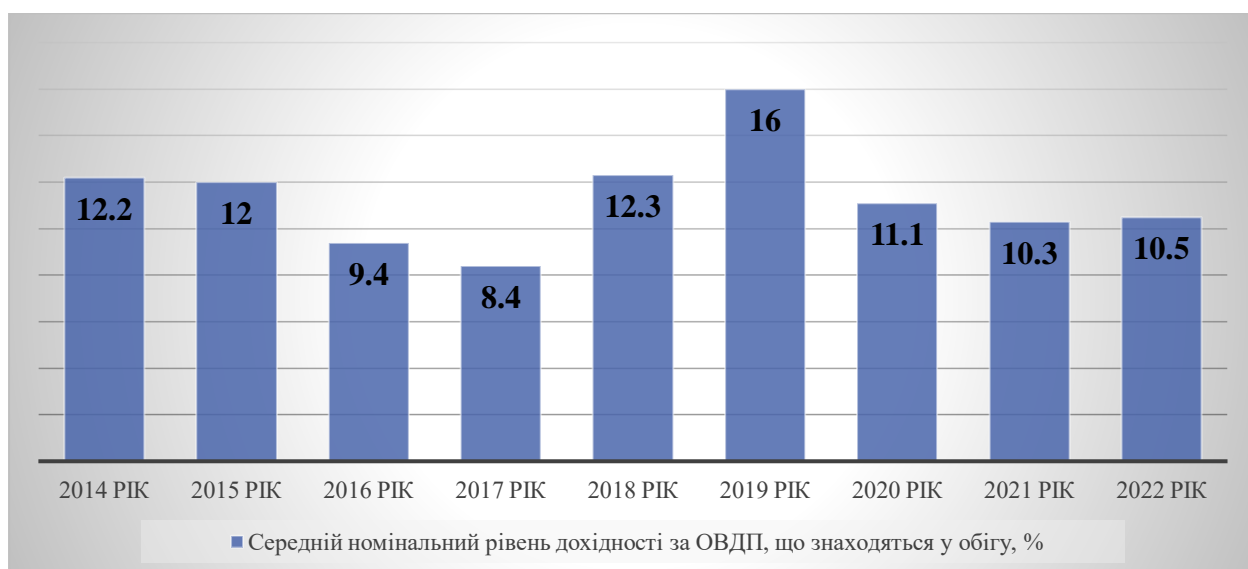


Рис. 2.9. Середній номінальний рівень дохідності ОВДП, що знаходяться в обігу у 2014-2022 рр., %

Джерело: побудовано автором за [181].

Платоспроможність держави визначає умови залучення фінансування на ринку. Відносним індикатором, який співставляє такі можливості є показник відношення середнього номінального рівня дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП. Вартість залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку не може бути більшою за темп нарощення ВВП в країні. Динаміка індикатора зображена на діаграмі (рис. 2.10).



Рис. 2.10. Динаміка показника співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП та темпів зростання ВВП в Україні у 2014-2021 рр., %

Джерело: обраховано автором.

Так, динаміка показника співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП та темпів зростання ВВП в Україні у 2014 - 2021рр. демонструє перевищення допустимої норми у 2014 році, 2019 та 2020 рр. Ці періоди відзначаються тим, що ставки за облігаціями внутрішньої позики є більшими ніж темпи зростання ВВП. Зокрема, можна припустити, що причинами таких трендів у 2019 році стало деяке збільшення рівня відсоткових ставок за державними облігаціями, що здійснювалось з метою залучення на ринок нерезидентів та підвищення інвестиційної привабливості державних боргових цінних паперів. Тоді, завдяки залученню нерезидентів до купівлі гривневих ОВДП Україна отримала 4 млрд дол. Безсумнівно, для української економіки – це стало позитивним явищем, адже спричинило укріплення національної валюти на 19 процентів у кінці 2019-го року. Проте, різке зміцнення національної валюти негативно відбилося на експортерах, адже причиною цього стало не зростання економіки в цілому, а надходження коштів з-за кордону від продажу боргових інструментів [45].

Вартість залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу завжди варто оцінювати в межах глобального ринку. Це пов'язано із тим, що чим вищий відсоток тим вища ймовірність дефолту країни-емітента таких цінних паперів. Дохідність державних облігацій і облікова ставка взаємопов'язані. Покращення макроекономічної ситуації в країні супроводжується зниженням облікової ставки, що в свою чергу збільшує попит на державні облігації. При цьому зростання попиту на державні облігації слугує приводом до зменшення дохідності за ними. Проте, на практиці, враховуючи необхідність залучити фінансові ресурси для фінансування обслуговування державного боргу, держава використовує агресивну боргову політику безпідставно змінює дохідність за борговими інструментами.

Дані таблиці 2.11 ілюструють тенденції у зміні облікової ставки Національного банку України та дохідність ОВДП, які випускались в різній валюті. Середньозважена дохідність була отримана через аналіз помісячних траншів розміщення ОВДП. Тісна кореляція між розміром облікової ставки та середньозваженої дохідності за ОВДП не завжди спостерігалась. Підґрунтям

зниження облікової ставки є реальні покращення економічної ситуації, яке провокує зростання попиту на боргові цінні папери держави та зниженню дохідності за ними. Особливо показовим є випуск ОВДП на початку 2020-го року. В січні, коли облікова ставка НБУ перебувала на рівні 18%, гривневі ОВДП були реалізовані серед нерезидентів за середньозваженою ставкою 10,2% (у гривні) та 3,38% (у доларах). На початку лютого 2019 року облікова ставка знизилась, чому повинно було передувати покращення ключових макроекономічних індикаторів. При цьому, попит на випущені державні облігації знизився, як наслідок їх розмістили за вищими ставками ніж в попередньому місяці (залежно від строку обігу). Це свідчить про те, що інвестори – нерезиденти, в першу чергу приймають до уваги реальну макроекономічну ситуацію, а не орієнтуються на монетарну політику центрального банку.

Таблиця 2.11

Облікова ставка НБУ та дохідність ОВДП в Україні у 2014-2022 рр.

Показники /роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Облікова ставка НБУ, %*	6,5	14,0	22,0	14,0	16,0	18,0	11,0	6,5	10,0
Середньозважений рівень дохідності облігацій (%) (середній за траншами)	13,44	13,07	9,16	10,47	17,79	16,93	10,2	11,54	13,05
	5,8	8,74	7,29	4,8	5,97	5,88	3,38	3,75	3,99
	7,5	-	4,0	3,95	4,22	3,37	2,27	2,4	2,5
Гривня									
Долар									
Євро									

*станом на початок року.

Джерело: авторська вибірка з: [124, 166].

Так, дохідність повинна визначати обсяги випуску ОВДП. Білявська А. Ю. відзначає, що можна спостерігати безсистемність та непослідовність політики уряду у випуску ОВДП [3, с. 335].

З огляду на показники, що розглядалися вище, зокрема показник співвідношення дохідності за ОВДП по відношенню до темпів зростання ВВП, можна припустити, що ефективність залучення на ринку державного боргу полягає

в дотриманні балансу між можливостями та потребами. Можливості залучення визначаються тими затратами, які виникають в процесі залучення на ринку (сплата відсотків та купонів, та погашення накопиченої суми боргу). Потреби, зазвичай, є більшими ніж можливості. При цьому, ємність ринку може бути меншою за потреби в залученні, або ж попит на державні боргові інструменти може бути заниженим порівняно із іншими інвестиційними альтернативами. В цьому руслі розглянемо ставки за ОВДП в розрізі термінів обігу (таблиця 2.12).

Таблиця 2.12

Динаміка ставок за ОВДП на первинному ринку в розрізі термінів обігу у 2014-2021 рр. в Україні, %

Показники	Роки								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ОВДП до 1-го року	13,11	17,00	16,64	15,23	17,92	18,40	10,05	10,68	11,66
ОВДП до 2-х років	17,11	16,66	-	-	-	-	-	-	-
ОВДП до 3-х років	15,93	-	17,85	14,89	16,18	16,73	20,62	11,75	14,62
ОВДП до 4-х років	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОВДП до 5-ти років	13,57	-	16,74	15,11	15,87	13,11	10,98	12,32	13,09
ОВДП понад 5 років	15,50	-	6,50	-	-	15,0	9,80	12,95	13,23

Джерело: побудовано автором за даними [182].

Аналіз динаміки процентних ставок, що наведено в таблиці ілюструє, як ставки дохідності за ОВДП відрізняються в розрізі термінів обігу облігацій. Так, найвищий рівень дохідності спостерігається за облігаціями з терміном обігу до трьох років у 2020-му році і становить – 20,62%. Ставка 6,5% за облігаціями терміном обігу понад 5 років зафіксована у 2016-му році. При цьому, не спостерігається кореляція між збільшенням терміну обігу та зростанням ставок. Фактори, які впливають на формування ставок за державними борговими цінними паперами розглянуті в першому розділі роботи. Проте, аналіз ставок в динаміці не достатній для формування висновків про ціноутворення на ринку, саме тому вважаємо за доцільне проаналізувати дохідність за облігаціями на тлі інших показників.

Так, на практиці, найзручніше обраховувати рівень дохідності того чи іншого інструменту порівнюючи її із дохідністю інших фінансових інструментів, зокрема тих, що випущені державою. Дохідність державного фінансового інструменту на фінансових ринках рахується своєрідним «еталоном», на який орієнтуються при визначенні параметрів залучення позикових коштів на ринку. В цьому руслі можна виділити два ключових підходи: використання за базу дохідність найменш ризикового на ринку фінансового інструменту; або ж використання за базу найбільш схожого за інвестиційними характеристиками фінансового інструменту. В будь якому випадку, державні боргові фінансові інструменти задають тренд на ринку залучення фінансування, адже, з огляду на мінімальний ризик є індикаторами попиту на ринку і саме тому, є орієнтиром на ринку залучення фінансових ресурсів [54].

Про адекватність ставок за державними борговими інструментами в своїх працях зазначає Т. Богдан, яка зазначає те, що на рівень ставок впливає як базова ціна грошей у національній економіці, так і різноманітні фактори ризику (валютні, інфляційні ризики, ризики платоспроможності держави), які визначають рівень ризикових премій у складі позичкового відсотка [7].

Дані діаграми (рис. 2.11) ілюструють динаміку ключових ставок на ринку капіталів, серед яких – середньозважена дохідність гривневих ОВДП, середня облікова ставка, індекс інфляції, середньозважені ставки за депозитами домогосподарств та нефінансових корпорацій, середньозважені ставки за кредитами банків. Перше, що слід відмітити, це те, що в усі періоди окрім 2016 р. середньозважена дохідність за гривневими ОВДП ілюструє вищі значення ніж середньозважені ставки за депозитами домогосподарств і нефінансових корпорацій. З огляду на низьку ризиковість операцій з купівлі ОВДП (в порівнянні із банківськими депозитами) інвестиційна привабливість гривневих ОВДП очевидно буде вищою ніж банківські депозити для юридичних та фізичних осіб. Якщо різниця між середньозваженими ставками по ОВДП в національній валюті та ставками за банківськими депозитами для домогосподарств є трохи меншою, то порівнюючи із депозитами нефінансових корпорацій – розрив суттєвий та коливається в межах 5-10 п.п.



Рис. 2.11. Дохідність гривневих облігацій на первинному ринку на тлі базових ставок ринку капіталів в Україні у 2014 - 2021 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [182, 68].

Розглядаючи конфігурацію ставок на ринку капіталу в аналізованому періоді відмічається так зване «відсоткове сприяння» попиту на ОВДП порівняно з іншими інструментами. Для прикладу, середньозважені ставки за ОВДП в гривні впродовж усього періоду були вищими ніж ставки за депозитами. Це означає, що суб'єктам фінансового ринку, що володіють тимчасово вільними фінансовими ресурсами, з огляду на можливість отримання прибутку інвестиційно привабливішими стають ОВДП. Така ситуація притаманна як для ставок за депозитами фізичним особам, так і зі ставками юридичним особам. До того ж, зменшення притоку депозитів у банківську систему може спричинити зниження кредитної активності.

Якщо аналізувати співвідношення облікової ставки та середньозваженої ставки за ОВДП, варто зауважити що в аналізованому періоді, окрім 2018 та 2022 років спостерігається перевищення останніх. Це означає, що фактично банки мають можливість залучати кредити рефінансування, а отримані ресурси успішно розміщувати в ОВДП. При цьому, ситуація із ставками за банківськими

кредитами лише сприяє цьому. Адже, ставки за кредитами банків, або нижчі, або ж трохи перевищують ставки ОВДП. З огляду на розглянуті вище фактори, очевидно що ОВДП залишаються привабливішим інструментом інвестування в порівнянні з кредитами.

В цілому, попит на гривневі ОВДП зростає порівняно із іншими простими інвестиційними інструментами (такими як банківський депозит) по ряду загальних причин:

- низька ризиковість та висока надійність операцій із ОВДП;
- порівняно вищий рівень дохідності за ОВДП;
- приваблива система оподаткування доходу, отриманого від інвестування;
- ліквідність, що визначається можливістю продати ОВДП на вторинному ринку.

Бачення науковців на збільшення частки домогосподарств та нефінансових корпорацій серед власників ОВДП різняться. З одного боку, це оцінюється позитивно. Та основним акцентом є те, що ОВДП має ряд переваг для інвесторів. З огляду на те, що ставки за ОВДП є вищими, а можливості їх державної підтримки на конкурентному рівні досить широкі, можна стверджувати, що ринок альтернативних приватних інструментів може зазнати негативного впливу. Для прикладу, банківські депозити є інвестиційними ресурсами, спрямованими на розвиток національної економіки. Однак ОВДП фактично представляють собою позику, надану державі для покриття бюджетного дефіциту. Отже, щодо створення інвестиційного капіталу для розвитку економіки, було б корисним для держави сприяти вкладенню заощаджень населення в банківські депозити, оскільки відсутність доступу до кредитних ресурсів може призвести до ускладнень у реальному секторі економіки [108].

Як підкреслюють Рудевська В. І. та Слущкий Б. О. підвищення дохідності за ОВДП мотивувало банки до інвестування у цей інструмент [170]. Попри це, як видно із даних діаграми (рис. 2.11) не завжди є синхронними зміни облікової ставки та рівня інфляції та середньозваженої ставки за ОВДП у гривні. Це свідчить, що політика ціноутворення на ринку державного боргу залишається досить регульованим процесом, який інколи порушує ринкові закони.

В цьому контексті проаналізуємо поведінку інвесторів щодо купівлі ОВДП, що номіновані у іноземній валюті. Адже, збільшення частки ОВДП у іноземній валюті, ставки за якими значно нижчі ніж за ОВДП в національній валюті, є свідченням того, що інвестори страхуються від девальвації національної грошової одиниці, яка супроводжує інфляційні процеси.

Дані таблиці (Додаток Л) та рис. 2.12 описують обсяги та частки ОВДП в іноземній та національній валюті. Так, в загальному, частка ОВДП у іноземній валюті, в порівнянні із ОВДП в національній є незначною. Це пояснюється і меншими випусками таких боргових інструментів. До того ж позитивним ефектом відзначається купівля інвесторами ОВДП в гривні, особливо якщо мова йде про нерезидентів, які перш ніж придбати боргові інструменти номіновані у гривні, продають іноземну валюту, тим самим зміцнюючи національну грошову одиницю. Найбільшою частка ОВДП номінованих у іноземній валюті була у 2016-2018 рр. Подальші роки, які відзначились зменшенням і облікової ставки і стабілізацією гривні (про що свідчить зниження індексу інфляції) характеризувались зниженням частки ОВДП, що номіновані у іноземній валюті. Очевидно, що інвестори зорієнтувались в цей період на купівлю більш вигідних ОВДП в гривні.

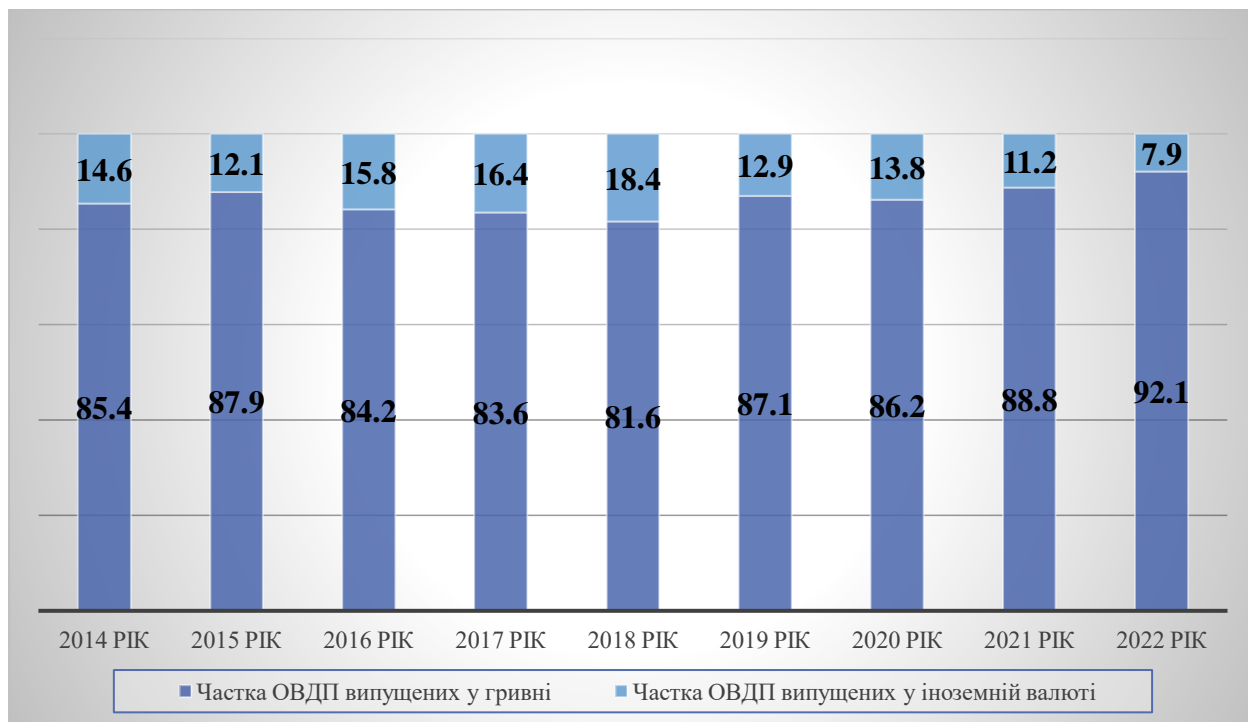


Рис. 2.12. Валютна структура ОВДП випущених в Україні у 2014-2022 рр., %
Джерело: побудовано автором.

Важливою характеристикою ринку державного боргу, зокрема сегменту державних боргових цінних паперів є структура власності емітованих державою цінних паперів. Адже, наявні та потенційні інвестори на ринку державного боргу характеризують рівень попиту на такі інструменти та визначають їх інвестиційну привабливість. На діаграмі (рис. 2.13) та в таблиці (Додаток М) зображено динаміку структури власності українських ОВДП у 2014-2021 рр. До 2017-го року основним власником ОВДП виступав Національний банк України, адже більше половини державних боргових інструментів перебували у його утриманні. З 2017-го року частка власності НБУ починає зменшуватись і в 2021-му році досягає свого мінімуму у аналізованому періоді – 29,5%. Активність НБУ на ринку державних облігацій зменшилась, що мало вплив на зменшення частки власності. Проте, вплив мали й планові викупи ОВДП.

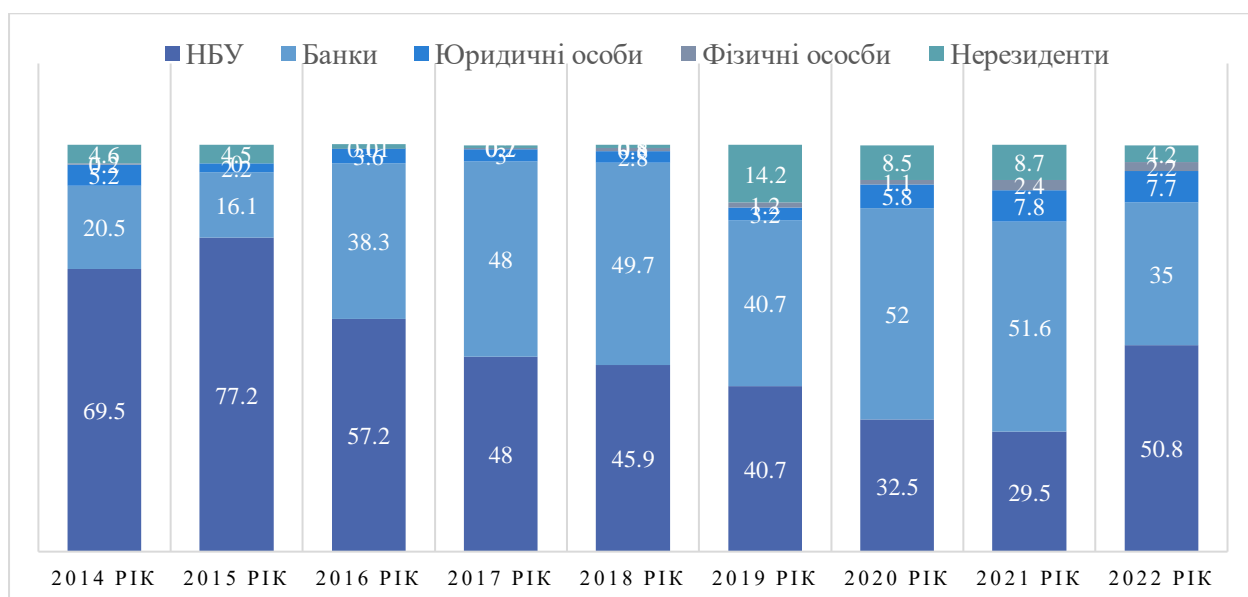


Рис. 2.13. Структура власності ОВДП України у 2014-2022 рр., %

Джерело: побудовано автором.

Частка банків на ринку ОВДП активно збільшувалась до 2021 р., коли банки активно інвестували у державні боргові інструменти. Зацікавленість у ОВДП зумовлена кількома причинами. По перше, це високий рівень відсоткових ставок на фоні набагато нижчих ставок за кредитами рефінансування. При цьому, банки мають можливість використовувати ОВДП в якості застави за кредитами рефінансування для підтримки власної ліквідності та операціями прямого РЕПО.

Тим самим, НБУ стимулює купувати державні облігації, адже на фоні зниження облікової ставки, банки можуть отримавши рефінансування НБУ купувати державні облігації. Попри це, 2022 р. відзначився різким скороченням частки банків у власності ОВДП, що пояснюється активною підтримкою НБУ на ринку ОВДП та збільшенням його частки володіння.

Кризові явища, що спричинені поширенням світової пандемії Covid-19 також вплинули на попит на державні облігації. Якщо з боку НБУ, нерезидентів та домогосподарств цей попит знизився, що знайшло відображення на діаграмі, то банківські установи, навпаки, збільшили купівлю ОВДП. В першу чергу, через те, що в умовах невизначеності такі інвестиції, в порівнянні з кредитуванням економіки, є менш ризиковими. В цьому руслі практики банківської діяльності відзначають: «Через зростання ризиків на тлі коронакризи банки почали набагато обережніше кредитувати і, як альтернативу кредитуванню, дедалі більше використовують ОВДП, які мають дуже низьку ризикованість. Зараз в економіці спостерігається тренд на зниження ставок, який, найвірогідніше, збережеться. Зважаючи на це, деякі банки намагаються зафіксувати поки що відносно високу прибутковість на більший термін» [81].

При цьому, чимало практиків та науковців звертають увагу на те, що таке стимулювання з боку регуляторів на ринку державного боргу спричиняє ефект витіснення, про який йшла мова у попередньому пункті. Так, змість того, щоб стимулювати кредитування національних виробників та підвищувати ділову активність і економічне зростання, держава, через участь державних банків у викупі ОВДП, фінансує споживчі видатки державного бюджету за рахунок коштів вкладників [170].

Залишається актуальним питання купівлі нерезидентами ОВДП, завдяки яким Україна отримала 4 млрд дол у 2019-му р. Безсумнівно, для української економіки – це стало позитивним явищем, адже спричинило укріплення національної валюти на 19 процентів у кінці 2019-го року. Проте, різке зміцнення національної валюти негативно відбилося на експортерах, адже причиною цього стало не зростання економіки в цілому, а надходження коштів з-за кордону від продажу боргових інструментів.

У 2019-му році спостерігалось суттєве зростання частки власності нерезидентів на ОВДП – 14,2 % (у 2018-му аналогічний показник становив лише 0,8%). Пояснюється це укріпленням національної валюти у цьому періоді. Проте, уже в 2020-му р. та 2021-му р. присутність нерезидентів у власності ОВДП значно скоротилась, а у 2022-му р. показник впав до 4,2%. Перш за все це зумовлено тим, що на фоні зменшення облікової ставки, ставки за ОВДП також зменшились. При цьому, за прогнозами МВФ інфляція у 2021-му році очікувалась на рівні 7,2%, а кредитно-дефолтні свопи, що страхують ризики дефолту приблизно становлять 4,2%. Таким чином, компенсаційні витрати на інфляційні та дефолтні ризики – 11,4% [81]. Це означає, що державні облігації повинні як мінімум покривати ці ризики, тобто дохідність має бути від 11,5%, щоб становити інвестиційний інтерес для нерезидентів.

В цьому руслі Т. Богдан підкреслює [8], що ревальвація національної валюти на тлі випуску та викупу у 2019 - 2020 рр. гривневих ОВДП нерезидентами виглядає аномальною. Адже, Національний банк України лише частково викупляв іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів.

Існує думка, що збільшення частки нерезидентів в структурі гривневих ОВДП зумовлена підключенням України до системи розрахунків Clearstream. Міжнародний центральний депозитарій Clearstream 27 травня 2019 року приєднав український ринок до своєї мережі через рахунок, відкритий в депозитарії НБУ, і зробив українські державні цінні папери доступними в своїй системі розрахунків. З відкриттям лінку Clearstream з'явився потенціал для ще більшого зростання частки нерезидентів у власності ОВДП [225].

Частка фізичних осіб у структурі власності ОВДП залишається незначною. Це визначається низькими інвестиційними можливостями населення та незадовільним рівнем фінансової грамотності. Ключовим конкурентним інструментом для інвестування залишається депозит, про що йшла мова вище. Попри податкові та ризикові переваги ОВДП, даний інструмент залишається менш привабливим для населення та популярність його чітко корелює зі зміною ставок на депозитні вклади в банку. Набагато більшою залишається частка ОВДП,

що номіновані у іноземній валюті у власності фізичних осіб (якщо порівнювати частку власності фізичних осіб в ОВДП, що номіновані в національній валюті). Це є свідченням того, що фізичні особи не готові нести девальваційні ризики, що супроводжують операції із гривневими ОВДП. Значно зменшує попит на державні боргові інструменти такі чинники як мінімальний інвестиційний грошовий поріг входу на ринок, а також значні супутні витрати на відкриття та обслуговування рахунків в цінних паперах.

Розглядаючи процес купівлі ОВДП в сучасних ринкових умовах, варто зупинитися на ринкових тенденціях, які визначають характеристики цих боргових інструментів:

великим рівнем ризику відзначається купівля ОВДП, що підтверджується низькими рейтингами. Високоризиковими є такі операції, як для відносно малих інвесторів так і, безумовно, для крупних, частка яких є досить значною;

валютний ринок України є досить малим, тому придбати великі суми може лише НБУ. Підкреслимо, що саме НБУ здійснював купівлю усієї валюти, яка надійшла від нерезидентів в результаті купівлі ОВДП, за ціною встановленою нерезидентами. Зважаючи на дохідність ОВДП та ціну валюти на відкритому ринку в інвесторів зник би інтерес до купівлі цих фінансових інструментів. Саме тому операції відбувались виключно за підтримки НБУ;

усі валютні ризики взяв на себе НБУ, адже зрозуміло, що всю валюту він повинен утримувати в резервах до моменту викупу ОВДП. В іншому випадку можливі випадки виникнення валютних криз, як це сталося в 90-х роках у Мексиці, Аргентині;

фактично, не зважаючи, що ці ОВДП є гривневими їх потрібно вважати квазівалютними, а дохідність за ними потрібно рахувати через валюту. Так як вона формується не тільки процентами по купону, які виплачує Міністерство фінансів України, але й курсовими різницями, які візьме на себе НБУ.

Тому, можна зробити висновок, що зниження валютних ризиків шляхом збільшення частки нерезидентів у структурі власників гривневих ОВДП не є ефективним інструментом управління державним боргом. Адже, реальний стан

національної валюти, розмір валютного ринку та сам механізм купівлі нерезидентами ОВДП – фактично перейняття валютних ризиків Національним банком України. Тому, дієвим способом зменшення валютних ризиків державного боргу є активізація резидентів до купівлі гривневих державних облігацій.

Продовжуючи аналіз трендів на внутрішньому ринку, слід ще раз підкреслити, що даний сегмент ринку повністю перетинається із ринком боргових цінних паперів держави, який в свою чергу відноситься до ринку цінних паперів. Саме тому, говорячи про ємність ринку, слід проаналізувати сумарний обсяг випуску боргових цінних паперів усіма суб'єктами економіки, для визначення місця та частки саме державних.

Дані таблиці (Додаток Н) та діаграми (рис. 2.14) ілюструють обсяг випуску та частки боргових цінних паперів в Україні за номінальною вартістю у 2014-2021 рр.



Рис. 2.14. Обсяг та частки випуску державних боргових цінних паперів на фоні загального випуску боргових інструментів на ринку цінних паперів (за номінальною вартістю) в Україні у 2014-2021 рр.

Джерело: побудовано автором.

Збільшення обсягу випуску боргових інструментів в аналізованому періоді відбувається рівномірно по роках. Щороку відмічається збільшення, яке в більшій мірі визначається випуском державних боргових фінансових інструментів. Це чітко видно, якщо прослідкувати за часткою в сумарному випуску. Показник частки державних боргових інструментів щороку збільшується. Останні п'ять років показник тримається на рівні 94%. Фактично, центральні органи державного управління формують весь ринок боргових цінних паперів України. Друге місце із мізерною часткою займають нефінансові корпорації, частка випуску боргових цінних паперів яких поступово зменшується. Якщо у 2014-му році вона становила 12%, то останні п'ять років коливається біля 5%. Ще менші частки випуску у інших фінансових корпораціях, депозитних корпораціях та НБУ. Сумарно їх частка у загальній структурі випуску боргових інструментів складає від 1 до 3%.

Зазначена ситуація на ринку боргових фінансових інструментів свідчить про обмежений попит та пропозицію на ринку, а також відображає його ємність. Низький рівень диверсифікації учасників ринку спричиняє низьку інструментну диверсифікацію. Диверсифікація інструментів на ринку цінних паперів України у 2014-2020 рр. зазначена на діаграмі (рис. 2.15).

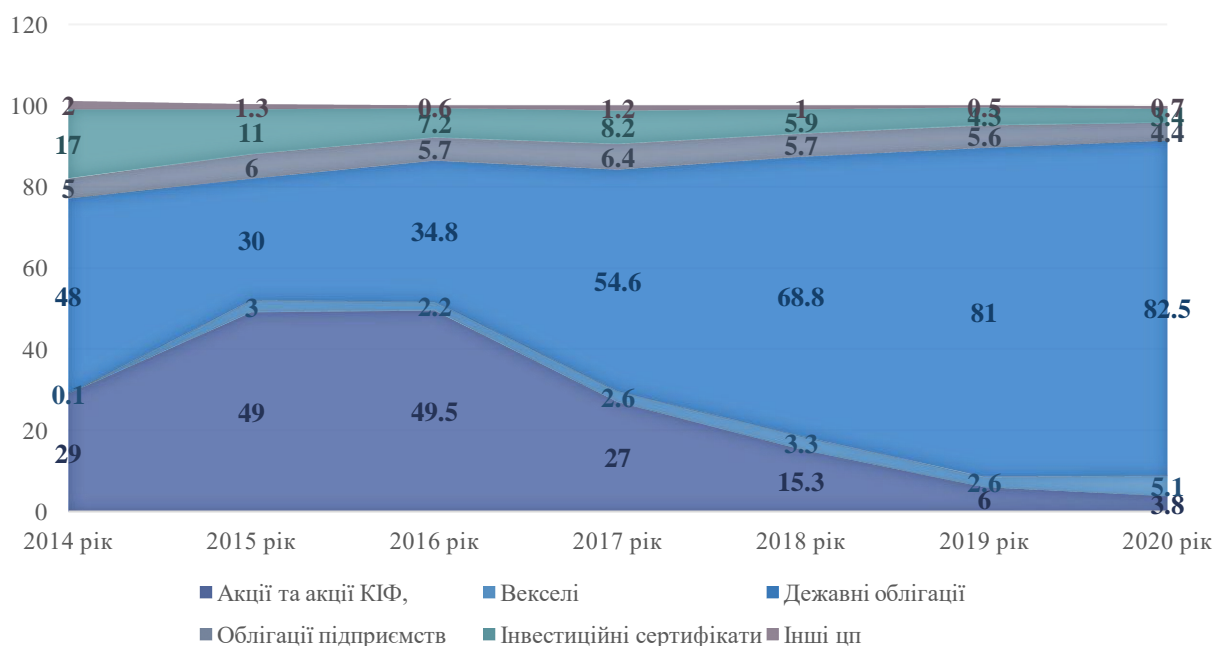


Рис. 2.15. Диверсифікація інструментів в загальних обсягах торгівлі на ринку цінних паперів України у 2014-2020 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними [75].

З 2016 року стрімко зростає частка державних облігацій на ринку цінних паперів України. Якщо 2014-2016 рр. характеризувались великою часткою акцій КІФ та акцій підприємств – близько половини, то в подальші періоди їх значення на ринку різко падає, натомість майже весь ринок починають формувати державні облігації. Тренд ілюструє зменшення і інших інструментів на ринку, які і так займали мізерні частки, зокрема це векселі, облігації підприємств та інвестиційні сертифікати. В цьому руслі, фактично можна стверджувати, що ринок корпоративних цінних паперів України є малорозвиненим, а отже, обмежені потенційні інвестиційні потоки спрямовуються на фінансування державного боргу, тим самим ще раз підтверджується існування ефекту витіснення на ринку. При цьому, вартість залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу чинить прямий вплив на вартість капіталу на ринку цінних паперів. «Очевидно, що зростання відсоткової ставки за державними запозиченнями буде чинити додатковий тиск і на вартість приватних боргових інструментів. За усіх інших рівних умов під час збільшення відсоткової ставки за державними цінними паперами зростатиме і вартість боргового капіталу для приватних емітентів. Що в кінцевому результаті призведе до погіршення умов ведення бізнесу в країні» [184, с. 196].

Такої ж думки дотримуються українські експерти, які вважають, що повноцінного ринку корпоративних цінних паперів в Україні на даний момент не існує. Також відсутня ефективна система захисту прав інвесторів, як приватних, так і корпоративних, які вкладають свої гроші в українські цінні папери [31]. Це друга спроба формування фондового ринку в Україні. За результатами проведення приватизації, ринок цінних паперів у нашій країні виявився невдалим і неефективним. Формально в Україні досить багато публічних компаній, при цьому немає прикладів вдалих IPO із залучення капіталу від приватних інвесторів. Є приклади, коли українські компанії проводили успішне залучення капіталу на зовнішніх ринках, але жодного IPO на внутрішньому ринку проведено не було [135].

Обсяг торгівлі на ринку цінних паперів є показником його капіталізації. А місце державних боргових інструментів характеризує капіталізацію сегменту, який вони займають [48]. У нашому випадку мова йде про капіталізацію

внутрішнього ринку державного боргу на фоні капіталізації ринку цінних паперів (рис.2.16). Серйозним фактором, що стримує збільшення ємності ринку внутрішнього державного боргу є низький рівень розвитку усього фінансового ринку України. Передусім, це проявляється у мінімальному попиті на фінансові інструменти, низькому рівні якості основних структурних характеристик ринку. Варто відмітити, що становлення фінансового ринку країні, в значній мірі, є результатом цільової державної політики. Така політика наполегливо здійснювалась в Бразилії, Кореї, Китаї, Аргентині, Індії – країнах, рівень заощаджень населення яких не значно відрізняється від українського. Досвід зазначених країн демонструє, що коли держава працює на створення фінансового ринку, усвідомлюючи його значення для розвитку національної економіки, то можливості здійснення запозичень значно зростають.

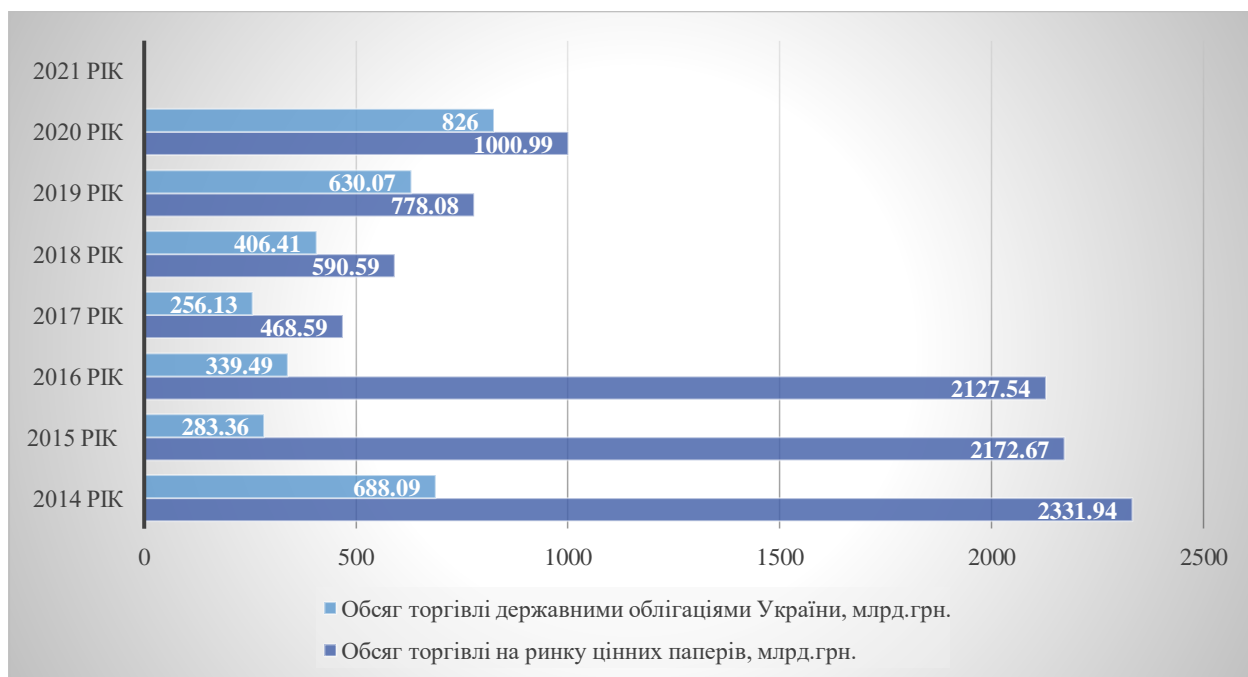


Рис. 2.16. Обсяг торгівлі державними облігаціями України на фоні загального обсягу торгів на ринку цінних паперів України у 2014 – 2022 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за даними [75].

Ємність ринку державних цінних паперів країни орієнтовно відповідають ємності ринків таких відносно невеликих країн з ринками, що формуються, як Литва, Казахстан, Єгипет. Тому, може бути помилково зроблений висновок про

необхідність і можливості активного нарощення державного боргу, що сформований за рахунок цінних паперів. Це вбачаємо можливим лише за умови якісного покращення, а саме без активної державної політики, що направлена на кардинальне зниження ризику українських цінних паперів і на суттєве збільшення внутрішнього фінансового ринку.

Додатковою характеристикою ємності ринку державних боргових цінних паперів є обсяг торгівлі на біржовому та позабіржовому ринках (рис. 2.17). Дані діаграми вказують на те, що в Україні торгівля державними облигаціями в останні роки (починаючи з 2019-го року) переорієнтовується на позабіржовий ринок. Протилежною була ситуація у 2014 -2018 рр., коли біржова торгівля державними облигаціями суттєво переважала позабіржову. При цьому слід відмітити, що біржовий ринок (на відміну від позабіржового) майже весь орієнтований на торгівлю державними облигаціями України (у 2020-му році показник досяг 98,33% усіх біржових операцій).

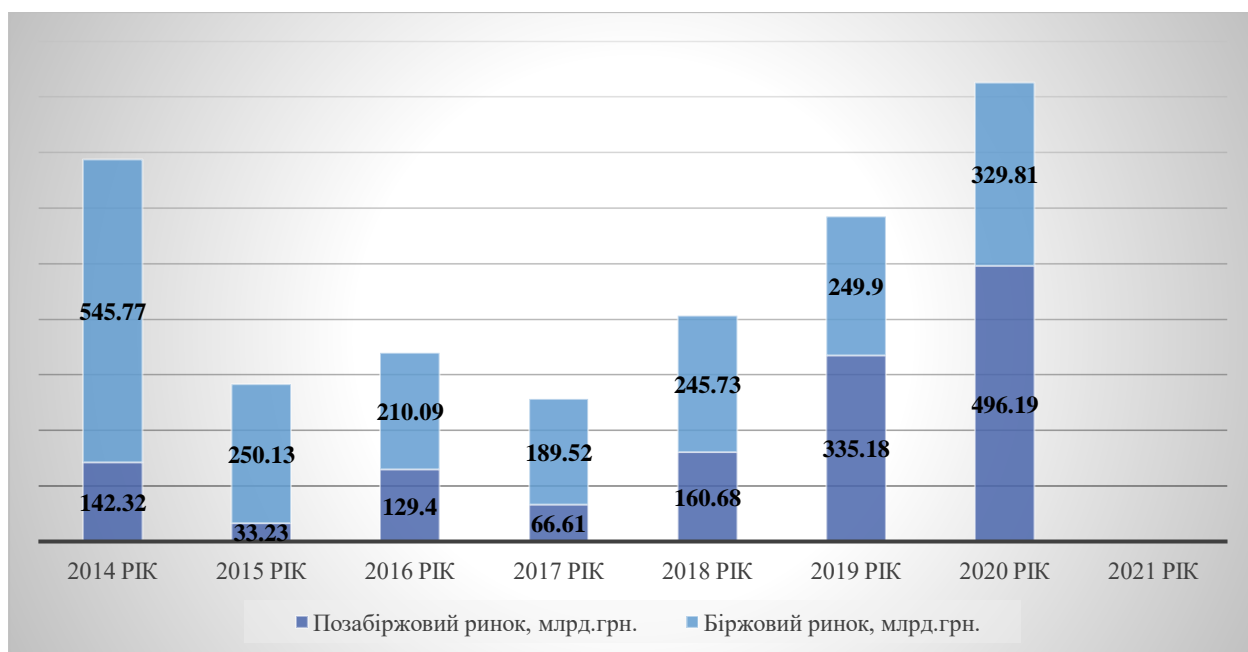


Рис. 2.17. Обсяг торгівлі державними облигаціями на ринку цінних паперів України в розрізі біржового та позабіржового сегментів у 2014-2021 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [75].

Проте, в цьому руслі варто звернути увагу на те, що ліквідність, як одна з характеристик державних боргових інструментів, яка надає йому суттєву перевагу

та інвестиційну привабливість набувається саме на вторинному ринку цінних паперів. Проте, внутрішній ринок державного боргу України, майже повністю зосереджений на первинному ринку, де попит майже повністю задовольняється через первинні аукціони. Така ситуація є стримуючим фактором у розвитку вторинного ринку, розвиток якого стане можливим лише за ефективною консолідованою системою постійних котирувань.

Отже, враховуючи складну структуру ринку державного боргу України, яка характеризується переплетінням ринку державних боргових цінних паперів та кредитного ринку, а також зовнішнього та внутрішнього ринків державного боргу. Саме тому аналіз здійснювався в розрізі внутрішнього та зовнішнього ринків, де в межах розділу здійснюється аналіз усіх сегментів, які з ними перетинаються. Внутрішній ринок державного боргу України повністю заповнений ринком внутрішніх державних боргових цінних паперів. Ключовою загальною характеристикою ринку визначено ємність ринку державних боргових цінних паперів, яка визначається наступними показниками: обсяг накопиченого боргу, сформованого за рахунок продажу цінних паперів; ринкова вартість державних боргових інструментів, що перебувають в обігу (капіталізація ринку); об'єм емісії державних боргових цінних паперів; об'єми торгівлі державними борговими цінними паперами. Окрім цього проаналізовано ряд додаткових показників, які відображають окремі аспекти ємності ринку.

Оцінюючи ємність ринку державних боргових цінних паперів України проаналізовано його капіталізацію на фоні капіталізації ринку боргових цінних паперів та ринку цінних паперів в цілому. Фактично весь ринок боргових цінних паперів України займає ринок державних боргових інструментів, що свідчить про його обмеженість. Інструментарна структура ринку цінних паперів також ілюструє суттєве переважання державних облігацій поруч із іншими цінними паперами. Обсяг торгівлі державними облігаціями на біржовому та позабіржовому ринку є визначальним та займає більшу частину торгівлі. Такі тенденції підтверджують низьку ємність ринку цінних паперів України, яка

характеризується обмеженою інструментарною диверсифікацією. Зазначене іррадіює на ринок державного боргу.

2.3. Тенденції залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України

На відміну від внутрішнього сегменту ринку державного боргу, залучення фінансування на якому обмежуються ринком державних боргових цінних паперів, зовнішній сегмент ринку державного боргу є складнішим за будовою та об'єднує в собі як зовнішній кредитний ринок так і зовнішній ринок цінних паперів. Відповідно, механізми залучення суттєво відрізняються. До того ж, в роботі відзначається, що залучення фінансування на зовнішньому ринку і як підсумок накопичення зовнішнього боргу негативно відображається на стані боргової безпеки країни.

Поточні політичні й економічні умови не дозволяють повною мірою використовувати потенціал внутрішнього ринку державних запозичень [107, с. 228]. Деталізуємо структуру зовнішньої заборгованості, яка є результатом залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України. Детальний аналіз стану державного боргу здійснено у першому пункті даного розділу дисертаційного дослідження.

Дані діаграми (рис. 2.18) демонструють динаміку трьох показників – частка зовнішньої заборгованості у структурі Державного боргу України, частка заборгованості у структурі гарантованого боргу України та частка зовнішнього боргу у сумарній заборгованості України. Аналіз структури боргу України, який міститься в попередніх пунктах характеризується великою часткою зовнішнього боргу. І якщо частка зовнішнього боргу у структурі Державного боргу України у 2014-2022 рр. коливається в межах 51-62%, то зовнішній борг у структурі гарантованого коливається в межах значно вищого діапазону 79-96%. Саме така

структура гарантованого боргу України визначає показники по сумарній заборгованості, яка й є основою для оцінки рівня боргової безпеки України.

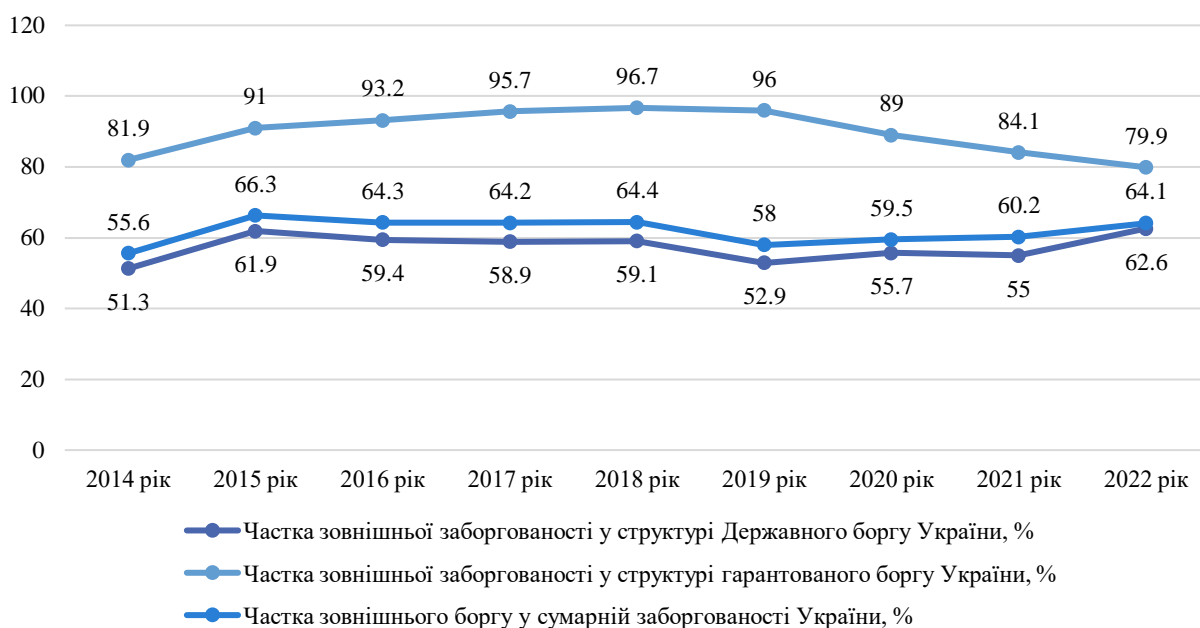


Рис. 2.18. Динаміка питомої частки зовнішньої заборгованості у структурі елементів боргу України у 2014-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [63].

Незважаючи на те, що запозичення на зовнішніх ринках вважаються такими, що погіршують стан боргової безпеки країни, а накопичення зовнішніх боргів, в порівнянні із внутрішніми, негативно відображається на стані економіки, країни із низьким рівнем розвитку економіки, не маючи можливості здійснювати необхідні залучення на внутрішньому ринку, звертаються до зовнішніх кредиторів. Активізується нарощення зовнішніх боргів під час світових економічних криз та потрясінь, коли слабкі економіки не можуть без залучення зовнішнього фінансування врегулювати дефіцит бюджету. Для прикладу, Міжнародний валютний фонд, звітуючи за 2021 рік, відмічає, що під час пандемії Covid-19 велика кількість країн зверталась із запитом про фінансову допомогу до МВФ. З початку коронакризи в світі МВФ видав кредити 86 країнам світу на суму понад 110 млрд дол США [227].

Потенціал використання зовнішніх джерел фінансування державного боргу в певній мірі можна оцінити дослідивши структуру валового зовнішнього боргу України, яка включає не лише зовнішні урядові запозичення, а також – позики приватних структур та зовнішні інвестиції. На діаграмі (рис. 2.19) відображено структуру валового зовнішнього боргу в розрізі показників – валовий зовнішній борг по відношенню до ВВП, частка позик державного сектора, частка позик банківських установ, частка позик інших секторів + прямі інвестиції.

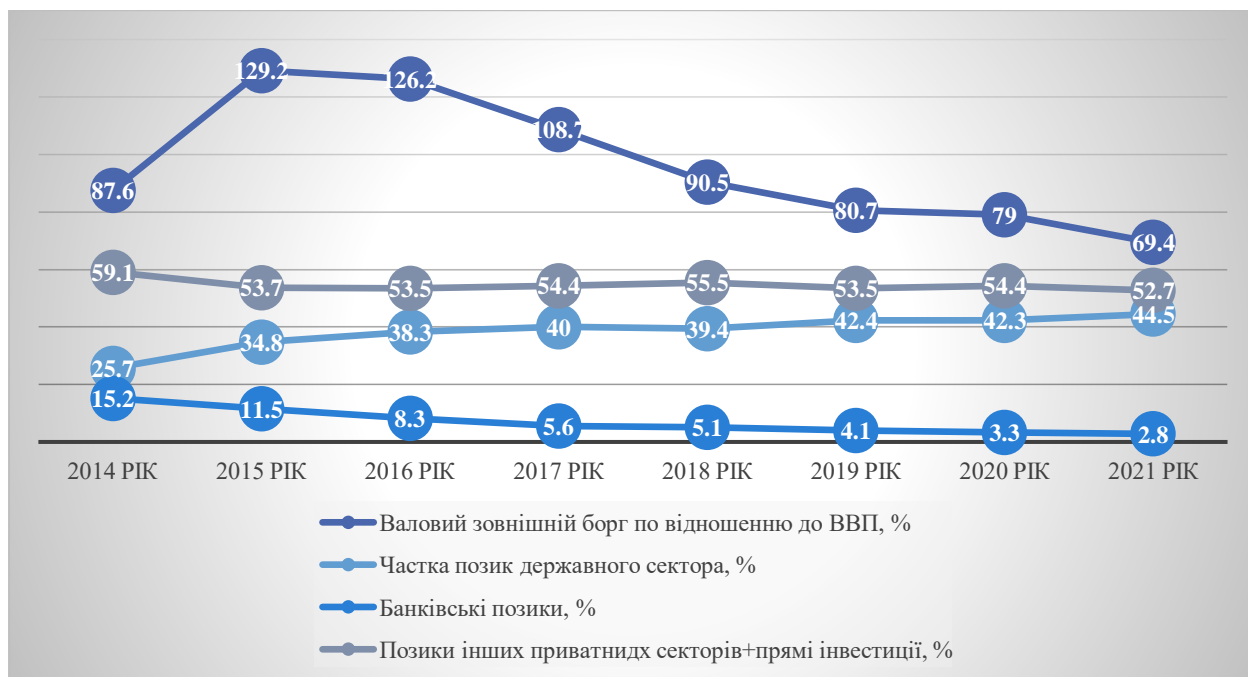


Рис. 2.19. Структура валового зовнішнього боргу України у 2014-2021 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними [1].

Позики державного сектора, які і формують зовнішній державний борг України у структурі валового боргу займають досить велику частку, яка ілюструє систематичне зростання на кілька відсоткових пунктів щорічно. У 2021-му році частка позик державного сектора у структурі валового боргу України досягла максимального значення – 44,5%. Банківські зовнішні запозичення займають незначну частку, що видно на графіку. Що ж до позик інших приватних секторів, які в тому числі включають прямі інвестиції займають найбільшу частку у загальній структурі. Проте, частка позик державного сектора досягає рівня позик інших приватних секторів в сукупності із прямими інвестиціями. Така ситуація

може свідчити про присутність ефекту витіснення і на зовнішньому ринку. Здійснюючи запозичення на зовнішніх ринках, усестороннє стимулювання державою зовнішніх запозичень, зменшує можливості приватного сектору по залученню позик та інвестицій. В кінцевому підсумку, за рахунок великої частки зовнішніх запозичень державного сектора та його перманентне нарощення впливає на нарощення валового зовнішнього боргу країни, який в окремі періоди перевищує рівень ВВП, що спостерігалось у 2015-2016 рр.

Розвинені країни рідко використовують залучення фінансування на зовнішньому ринку, в тому числі за рахунок випуску цінних паперів. Це пояснюється наявністю достатнього потенціалу залучення на внутрішньому ринку. В структурі зовнішніх позик розвинених країн у формі цінних паперів основна частка, як правило, припадає на корпоративний сектор, включаючи фінансові інститути. Країни з ринками, що формуються, навпаки, більш активно використовують розміщення зовнішніх цінних паперів для залучення позикових коштів, і для багатьох країн цієї групи характерно переважання держави в зовнішніх сек'юритизованих позиках над корпораціями і приватними інститутами.

Показники залучення фінансування на зовнішньому ринку державного боргу України демонструють гіпертрофовану (у порівнянні з іншими, не тільки розвинутими країнами, але й країнами, з ринком, що формується) структуру, яка відображена у таблиці (табл. 2.13) та Додатку П.

Таблиця 2.13

**Структура залучення фінансових ресурсів на зовнішньому ринку
державного боргу України у 2014-2022рр., %**

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	34,8	40,8	37,9	37,7	33,7	31,4	35,2	35,6	47,3
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	3,4	4,0	4,7	4,6	4,4	4,1	3,5	3,1	7,9
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	3,6	4,9	3,9	2,6

банків, інших іноземних фінансових установ									
Заборгованість за ОЗДП	56,1	50,3	52,8	53,2	56,6	56,6	52,5	48,1	35,6
Заборгованість перед МВФ	5,8	4,9	4,6	4,5	4,3	4,3	4,0	9,3	6,6

Джерело: обраховано за даними [16].

У структурі зовнішнього державного боргу України заборгованість за ОЗДП займає найбільшу частку, що в аналізованому періоді коливається в межах 35%-56%. Найбільше значення показника частки ОЗДП у структурі зовнішнього боргу спостерігалось у 2015 та 2018 р., а найменше – 35,6% у 2022 р. Причиною різкого зниження частки ОЗДП у 2022 р. стала війна в Україні, яка негативно відобразилась на рейтингу боргових зобов'язань України. В той же час збільшились прямі кредити міжнародних фінансових установ, що активно підтримують Україну в час війни. Так, зменшення обсягу випуску ОЗДП може спостерігатись через зменшення боргових потреб, а навпаки – через погіршення кон'юнктури боргового ринку. В аналізованому періоді переважання частки ОЗДП у структурі зовнішніх зобов'язань можна охарактеризувати з двох сторін:

залучення фінансування на ринку зовнішнього державного боргу через механізм випуску ОЗДП є найбільш прийнятним, адже саме йому притаманна відповідність умовам «ризиковості». Так, підтримуємо думку, що використання ринкових інструментів покриття дефіциту, до якого відноситься і ОЗДП, має ряд переваг, зокрема: неінфляційний характер, оперативність покриття, можливість вибору на ринку найбільш оптимальних пропозицій, широкі можливості диверсифікації, велика база механізмів для зменшення ризиків, висока ліквідність [30];

відсутність балансу на ринку зовнішніх запозичень та велика частка запозичень через випуск ОВДП може призвести до ефекту витіснення на зовнішньому ринку. Так, з огляду на показники в аналізованому періоді, міжнародний ринок облігаційних позик був відкритий переважно для державних позик, а постійне стимулювання випуску та продажу ОЗДП створювало об'єктивні перепони для виходу на зовнішній ринок корпоративного сектору.

Дані діаграми (рис. 2.20) ілюструють тенденції випуску ОЗДП та темп збільшення заборгованості за випущеними ОЗДП. Рисунок ілюструє зростання та спади, які в тому числі, обумовлені плановими викупамі ОЗДП. Так, доступ до зовнішнього ринку капіталу для залучення фінансування державного боргу залежить не лише від відсоткової ставки за ОЗДП та строку обігу. Вартість залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу завжди варто оцінювати в межах глобального ринку. Це пов'язано із тим, що чим вищий відсоток тим вища ймовірність дефолту країни-емітента таких цінних паперів. Дохідність державних облігацій і облікова ставка взаємопов'язані.

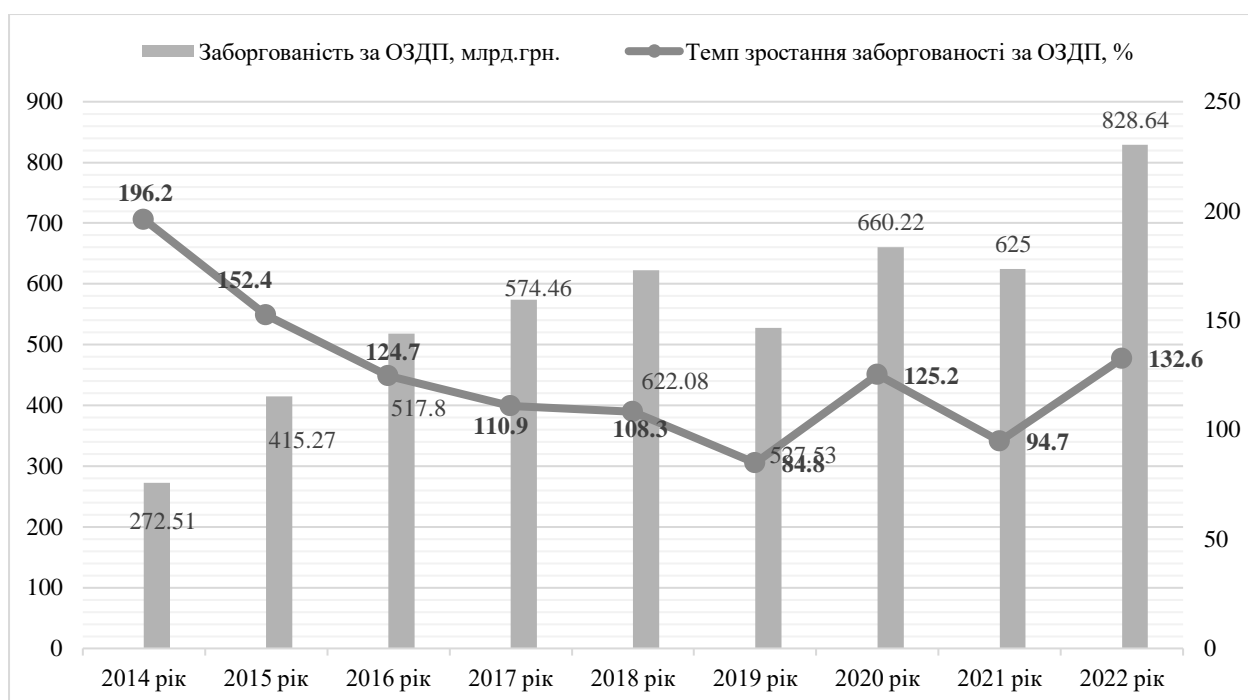


Рис. 2.20. Динаміка заборгованості за ОЗДП та темп приросту у 2014-2022 рр.

Джерело: побудовано автором.

З 2015-го р. обсяг випуску державних єврооблігацій значно знизився. Це зумовлено тим, що українська економіка знаходилася у кризовому стані й потребувала швидких та надійних вливань із боку іноземних інвесторів. Уряд віддавав перевагу траншам і кредитам від МВФ, а рівень випуску євробов'язань залишався на мінімальному рівні.

Початком більш активної діяльності з випуску цих цінних паперів вважається осінь 2017-го р. Тоді Україна випустила єврооблігації на термін 15 років і на загальну суму 3 млрд дол під 7,375% річних, з яких 1,68 млрд дол – для здійснення обміну або викупу єврооблігацій із погашенням у 2019 і 2020 рр., які були випущені в рамках реструктуризації боргу в 2015-му р. Попит на нові єврооблігації становив близько 9,5 млрд дол [197]. Пікова сума заявок у книжці становила 9,5 млрд дол від близько 350 інвесторів. Фінальна алокація відбулася серед близько 300 інвесторів, з яких 78% – assetmanagers, 15% – хеджфонди, 46% алокації – інвестори зі США, 36% – Великої Британії, 16% – континентальної Європи [194].

Після розміщення єврооблігацій на загальну суму 2 млрд дол, фінансова група ICU опублікувала свій коментар та аналітичний звіт щодо цієї емісії: «Оскільки ми очікуємо успішного затвердження угоди між Україною та МВФ наглядовою радою Фонду в грудні та пов'язане з цим отримання коштів від ЄС та під гарантію Світового банку, усі кошти разом забезпечать ресурс для виплат зовнішнього боргу урядом до травня 2019 р.» [189]. Фахівці вказують, що вплив глобальних факторів і внутрішньо-економічних проблем в Україні призвів до значного погіршення умов для залучення зовнішніх кредитів суб'єктами національної економіки [10]. Питання фінансової стабільності первинні для розвитку всіх ринків [89].

Облігації зовнішньої державної позики України найбільшим попитом користуються у власників боргових паперів з США, Сполученого Королівства та держав Європейського Союзу. Інвестори з цих регіонів придбали більшу частину останнього випуску ОВДП і взяли участь в операції з обміну єврооблігацій. Їхні частки склали 48%, 38% і 13% відповідно [193].

В аналізованому періоді спостерігається збільшення зобов'язань України за облігаціями зовнішньодержавних позик. Така ситуація може бути свідченням збільшення необхідності залучати кошти на зовнішньому ринку боргових цінних паперів, через тимчасове вичерпання потенціалу внутрішнього ринку. Зазначене обумовлює необхідність здійснювати активні державні запозичення на

зовнішньому ринку. В умовах пандемії коронавірусу ситуація ще більше загострюється, та поглиблює кризові явища. Підкреслимо, що слід погодитись із твердженням про те, що ефективність зовнішніх запозичень у поточному періоді позитивно впливає на розподілу доходу в середині країни, але створює борговий тягар, який перекладається на перспективні періоди [102].

Для порівняння, нинішня дохідність десятилітніх US Treasuries (США) – приблизно 3,2% річних. Українські цінні папери на 5-6 відсоткових пунктів вищі за Сполученні Штати. Зменшення відсоткових ставок дохідності від розміщення єврооблігацій України неможливе, проте Міністерство фінансів компенсує це продовженням строку з метою уникнення концентрації погашень в майбутньому [189].

Справедливо зауважують українські науковці, що ринок зовнішніх державних цінних паперів дуже чутливий до економічних і політичних змін, що стосуються їх емітента [214]. Так, у 2021 р. на зовнішніх ринках дохідність українських ОЗДП досягла стресових двозначних рівнів і, на жаль, тимчасово Україна втратила доступ до зовнішніх ринків капіталу. В такому випадку практики схиляються до думки, що в разі такої ситуації із ОЗДП, покращення якої довготривалий процес – варто зосередити увагу на збереженні співпраці з МВФ [195].

Серед країн з ринками, що формуються є група таких, у яких показник співвідношення внутрішнього і зовнішнього ринків облігаційних державних цінних паперів наближається до значень, що відповідають значенням розвинених країн. У групі цих країн потрібно в першу чергу виокремити Бразилію, Малайзію, Чехію, Польщу. Інші країни цієї групи, з точки зору їх поведінки на ринках капіталу належать до групи країн, що розвиваються. Крім того, причиною зазначеного виокремлення Бразилії, Малайзії, Чехії і Польщі є їх відносно більш активна політика реформування економіки, яка встигла продемонструвати результат, – збільшився внутрішній платоспроможний попит, і, як наслідок, збільшились внутрішні фінансові ресурси.

Регулювання важливого структурного співвідношення внутрішнього і зовнішнього боргу – дуже складний процес. Найпростіший спосіб оптимізації

залучення позикових коштів з точки зору зниження вартості позик і збільшення їх терміну – це переключення з внутрішнього ринку на зовнішній і навпаки. Однак, оптимальні рішення про співвідношення позикових коштів з точки зору поточної ситуації на зовнішньому і внутрішньому ринках можуть стати причинами серйозного погіршення структури боргу в довгостроковій перспективі.

Якщо порівнювати дохідність річних ОВДП та річних ОЗДП то дохідність останніх є вищою і захищає інвесторів від ризику девальвації. При цьому, на практиці, резиденти України на вторинному ринку також можуть купувати ОЗДП, особливо на фоні зниження в банках України відсоткових ставок на валютні депозити. Це відображається на попиті на альтернативні валютні інструменти для інвестування, якими можуть бути ОЗДП.

Проте існує суттєва стримуюча перепона, яка полягає в тому, що досі не забезпечено повноцінні кореспондентські відносини з іноземними депозитарними установами, де обертаються ОЗДП [188].

Українські банківські установи також обмежені у можливостях інвестувати на зовнішньому ринку у ОЗДП. Ця заборона визначена Постановою «Про затвердження Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті», яка фактично забороняє провадити розрахунки у валюті та гривні за операціями з ОЗДП [151].

Відповідно до ще однієї Постанови «Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи» [140], ОВДП України можуть використовуватись в якості забезпечення виконання зобов'язань за кредитами рефінансування але за умови налагодження Національним банком України кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями та можливістю отримання інформації про стан рахунку в цінних паперах банку-позичальника [140]. По суті питання залишається не вирішеним і не врегульованим до кінця, що вимагає налагодження кореспондентських рахунків. Це дасть змогу внутрішнім інвесторам, зокрема банківським установам та іншим професійним фінансовим установам проводити операції з ОЗДП. Втому числі це активізує резидентів-

фізичних осіб в якості інвесторів на зовнішніх ринках. Проте, не зважаючи, що ОЗДП є одним із джерел фінансування дефіциту державного бюджету, надмірна їх емісія може негативно вплинути на фінансовий стан України [168].

Таким чином, збільшення частки зовнішнього боргу в Україні несе додаткове валютне навантаження та валютні ризики. Хоча, й безумовною перевагою відкритості ринку зовнішнього капіталу є те, що він дозволяє залучати іноземний капітал в Українську економіку, що визначається як позитивне явище. А отже, необхідне досягнення балансу між залученням на зовнішньому ринку та можливостями України з їх погашення та обслуговування.

Велику частку у зовнішній заборгованості України займають кошти отримані від міжнародних фінансових установ. Частка такої заборгованості у структурі фінансування Державного боргу України коливається в діапазоні 31-47% (табл. 2.12). В аналізованому періоді кошти залучались від наступних міжнародних фінансових установ : Міжнародний валютний фонд, Фонд чистих технологій (МБРР), Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Європейський Інвестиційний Банк, Європейський банк реконструкції та розвитку, Європейське Співтовариство, NEFCO. Динаміка нарощення заборгованості України, за якою легко відслідковуються ключові тренди, відображено на діаграмі (рис. 2.21). Міжнародний валютний фонд, Європейське співтовариство та Міжнародний банк реконструкції і розвитку займають найбільшу частку у структурі позик у міжнародних фінансових установ. При цьому сумарна заборгованість у 2018-2019рр. ілюструє спад. Усі інші періоди відзначаються нарощенням заборгованості перед міжнародними фінансовими установами. Особливо показовим є зростання заборгованості перед міжнародними фінансовими установами у 2022-му році, коли вона в порівнянні з попереднім періодом зросла більш ніж у двічі. Так, темп зростання заборгованості перед за рік МФО склав 237,6%. Це пояснюється необхідністю фінансувати військові витрати та пошуком швидких ресурсів для цього. Саме МФО активно фінансували Україну у цей період.

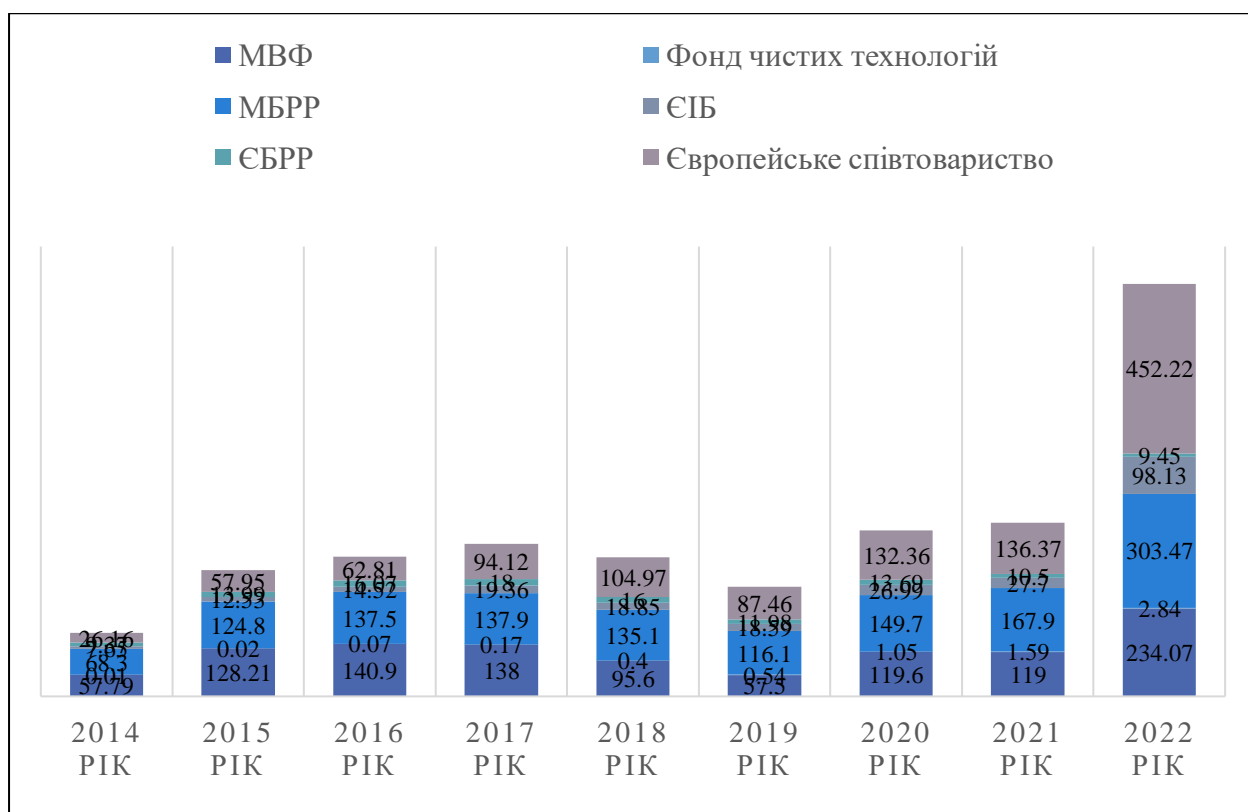


Рис. 2.21. Динаміка залучення фінансування від міжнародних фінансових установ у 2014-2022 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за даними [16].

Залучення фінансових ресурсів до бюджету від міжнародних фінансових установ дозволяє залучати кошти на довготривалий період і за вигідними ставками (порівнюючи із вартістю залучення за допомогою інших способів та інструментів). До того ж залучення фінансування від МФО пов'язане із реалізацією спільних інвестиційних програм та проєктів, що самотійно в Україні реалізувати неможливо. Проте, зростання заборгованості перед міжнародними фінансовими установами в умовах нарощування зовнішнього боргу України, серед науковців та практиків характеризується не лише позитивно. «Кредити МФО фактично стають передавальним механізмом для впровадження зовнішнього управління економікою» [9]. Обґрунтованими та слушними є такі думки.

До того ж варто звернути увагу і на проблему освоєння коштів, які отримує Україна внаслідок запозичень у МФО на реалізацію тих чи інших програм. Через низьку інституційну спроможність як державного сектора так і приватного,

діючих проектів залишається дуже мало. При цьому, чимало позик від МФО отримують приватні структури під державні гарантії, тим самим збільшується заборгованість держави.

Все більш актуальним стає питання вибірки коштів, що отримані від МФО державою чи під державні гарантії. В аналітичній записці НІСД порушується проблема невикористання залучених кредитних ресурсів [87]. Погоджуємось із вищезазначеним, адже ситуація із невикористанням чи затримкою використання залучених коштів негативно відображається на інвестиційному іміджі України, стає причиною невиконання Державного бюджету України (в частині спеціального фонду, де закладено кошти на реалізацію таких проектів).

З 1992 р. Україна розпочала співпрацю з МВФ. При цьому кошти від МВФ залучаються в рамках співпраці з МФО так окремо. До того ж значну частку у заборгованості перед МВФ формують кредити видані під державні гарантії (рис. 2.22). При цьому обсяг заборгованості перед МВФ за кредитами виданими під державні гарантії в окремі періоди більший ніж заборгованість держави перед фондом.

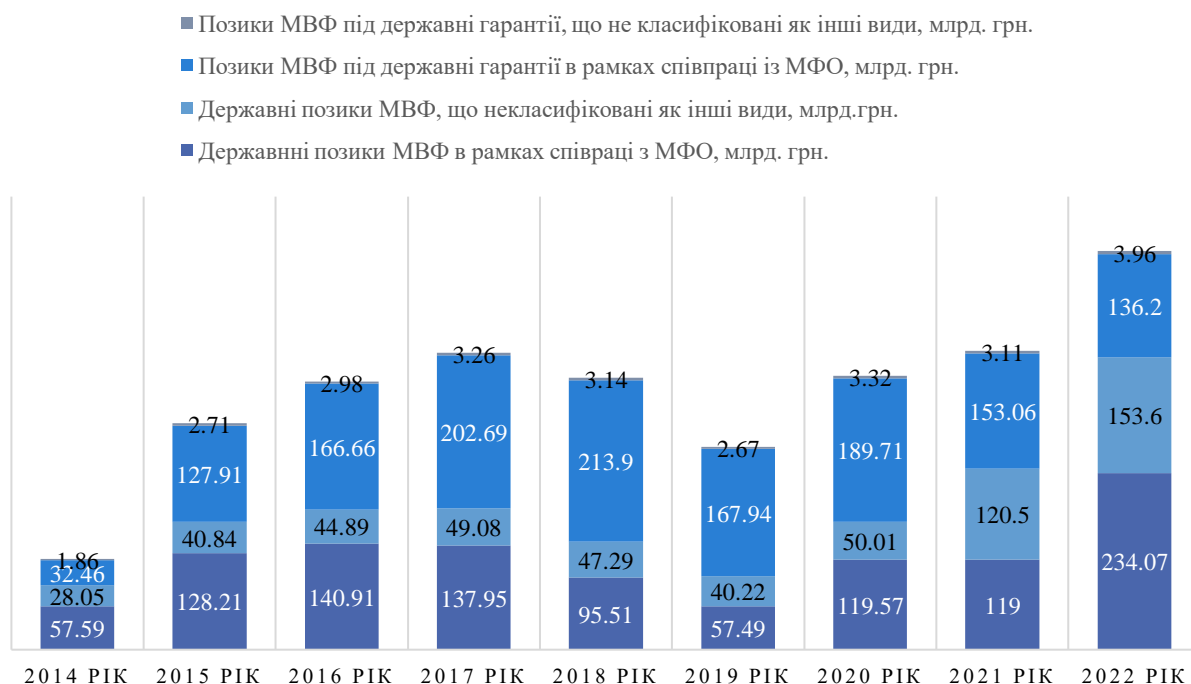


Рис. 2.22. Залучення державних кредитів та кредитів під державні гарантії від МВФ у 2014-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за [16].

Основними елементами співпраці України з МВФ є отримання кредитів за (stand-by та механізм розширеного фінансування), основне призначення яких полягає у підтриманні платіжного балансу.

У червні 2020 року Міжнародний валютний фонд затвердив 18-місячну програму Stand-By Arrangement, яка розрахована на 18 місяців і сума якої приблизно 5 мільярдів доларів США. Цільове призначення – підтримка бюджету, зокрема для подолання економічних наслідків пандемії COVID-19 [177]. У 2022 р. у зв'язку з особливими обставинами, що обумовлені війною, Україна звернулась до МВФ з проханням завершити відкриту програму Stand-By Arrangement та виділити допомогу у розмірі 1,4 млрд дол. Відповідне рішення було ухвалене 9 березня 2022 р. [177].

Співпрацю України та МВФ часто називають фінансовою допомогою, хоча й присутні усі ознаки ринкового залучення та позикових відносин. За весь час співробітництва, позики Україні МВФ надавав у трьох правових формах: за Програмою системної трансформаційної позики; за Програмою для підтримки фінансування дефіциту платіжного балансу; за Програмою розширеного фінансування [112]. При цьому, окремі автори зауважують, що співпраця з МВФ не настільки необхідний елемент зовнішньої боргової політики України, особливо враховуючи ефективність реалізації проєктів, на які спрямовується фінансування за рахунок коштів отриманих від МВФ.

Досліджуючи позитивні та негативні сторони співпраці України з МВФ, деякі науковці наголошують на необхідності її припинення в перспективі. Основною причиною, яку зазначають обґрунтовуючи необхідність припинення співпраці з МВФ – неефективність використання коштів. Також відзначається неспроможність України виконувати умови, на основі яких приймалось рішення про позики, що в кінцевому випадку негативно відображається на платіжному балансі країни, а заплановані реформи впроваджуються вкрай повільно [13].

Ключове місце серед негативних аспектів співпраці з МВФ займає: нецільове використання коштів; вплив на боргову безпеку [69]. В той же час, на даному етапі відмовитись від співпраці неможливо, враховуючи потреби України.

Всі зазначені негативні наслідки перебувають у площині відповідальності України, і в більшій мірі пов'язані з нецільовим та неефективним використанням коштів. Все інше, що стосується залучення коштів від МВФ чітко висвітлено в договорах і відомо заздалегідь. Отже, політика залучення коштів від міжнародних фінансових установ повинна бути чіткою та чітко визначеною, не припустимими є політичні маніпуляції та суб'єктивні трактування.

Чимала частка в портфелі позик України на зовнішньому ринку належить Міжнародному банку реконструкції та розвитку, що входить у групу Світового банку. З Україною МБРР співпрацює в рамках власного статуту, де напрямки співпраці – надання зовнішніх позик лише на продуктивні цілі та з урахуванням здатності погашення заборгованості в майбутньому, стимулювання економічного зростання країн-позичальників, що розвиваються [183]. Динаміка залучення позик від МБРР відзначається зростанням в усіх роки, що входять до аналізованого періоду, окрім 2018 - 2019 рр., коли спостерігався незначний спад заборгованості. Найбільшою заборгованістю перед МБРР була у 2022 р. та становила 303,47 млрд грн, або ж 27,6% позик міжнародних фінансових установ та 13,1% зовнішнього державного боргу України.

Отримані позики від МБРР є довгостроковими та залучаються на 15 - 20 років за відсотковою ставкою, яка залежить від вартості залучення на міжнародному ринку капіталу та може змінюватись кожні 6 місяців. Отримані кошти використовуються для підтримки Державного бюджету України, а також реалізації структурних реформ і реалізації довгострокових інвестиційних проектів, що здійснюються у пріоритетних галузях. У 2020 році Україна підписала договір з МБРР про отримання за проектом «Позика на політику розвитку у сфері економічного відновлення» (Economic Recovery Development Policy Loan, ER DPL) загальним розміром 700 млн дол США., кошти за яким надійшли у 2021 році двома траншами.

Пандемія Covid-19 призвела до економічного спаду, що негативно відобразилось на бюджеті України. Тому, кошти спрямовуються на підтримку бюджету [277].

При цьому, МБРР надає Україні, як прямі позики так і під державні гарантії. Станом на початок 2021-го року, на стадії реалізації МБРР в Україні перебуває 12 проектів загальним обсягом 3093,04 млн дол США. Вибірка коштів позик за цими проектами складає 55,68 % загальної суми позик [178]. Негативними аспектами співпраці з МБРР є те, що позики збільшують валютний борг України, не зважаючи на гнучкі умови позик.

До того ж, окрім відсоткових платежів за кредитами МБРР, за кредитами під державні гарантії сплачується ще й комісійну винагороду, що несе додаткове боргове навантаження. Така комісійна винагорода періодично виплачується з непогашеного залишку позики за ставкою, котра визначається Банком. При цьому ставка може змінюватися. Перші 10 років її розмір становить 1–1,5 % на рік [85].

Із 1992 року Україна є членом ЄБРР, який є одним із інвесторів в економіку. В загальній структурі зовнішньої заборгованості позики ЄБРР є порівняно не великими, проте, вони забезпечують значну підтримку. Частка позик ЄБРР у структурі зовнішнього боргу займає близько 3,5% в аналізованому періоді. Найбільшою заборгованість України перед ЄБРР була у 2018-му році – 18 млрд грн. ЄБРР кредитує в Україні наступні галузі: енергетична галузь, інфраструктурні проекти та фінансовий сектор. В середньому від ЄБРР Україна отримує від 600 млн євро до 1 млрд євро. Термін кредитів ЄБРР для України складає 12 - 15 років. Додатково нараховується комісія за зобов'язання 0,5 % річних та одноразова комісія у розмірі 1 % від суми позики [86].

Кредити Європейського інвестиційного банку також присутні у портфелі зовнішньої заборгованості України у 2014-2021 рр. Найбільшою заборгованість перед ЄІБ була у 2022 році – 98,1 млрд. грн. Напрямки та галузі, які ЄІБ кредитує в Україні: енергетична галузь, інфраструктурні проекти, муніципальний сектор (на сприяння відновлення муніципальної і соціальної інфраструктури в регіонах які зазнали найбільших втрат через військовий конфлікт). Прикладом найбільших реалізованих проектів за допомогою фінансування ЄІБ – це завершення будівництва метрополітенів у м. Дніпро та м. Харків (152 та 160 млн євро на термін 25 років). ЄБРР також надав кредит на ці проекти у аналогічних сумах (152 та 160 млн євро, відповідно) [86].

У 2016 році ЄІБ надав Україні кредит у розмірі 400 млн євро на кредитну підтримку реального сектора економіки України та розвиток малого та середнього бізнесу [115].

Значну частку у заборгованості України перед міжнародними фінансовими установами займає заборгованість перед Європейським співтовариством, що відображено на діаграмі (рис. 2.21). Зовсім незначна частка кредитів Фонду чистих технологій. В основному фінансування спрямоване на системи накопичення енергії у поєднанні із сонячними батареями на гідроелектростанціях України.

Таким чином, кредити МФО займають значну частку в структурі зовнішньої заборгованості України. Чимало проблем пов'язано із використанням таких коштів. Проблематикою кредитування МФО української економіки є відсутність системності освоєння коштів та впровадження проєктів, на які спрямовується фінансування. Терміни виїмки залучених коштів систематично порушуються як і етапи їх впровадження. В кінцевому підсумку – ефективність проєктів знижується, якщо вони все таки впроваджуються. Це впливає на інвестиційний авторитет України як гаранта та розпорядника.

Залучення фінансування державного боргу в урядів іноземних держав займає незначну частку у структурі зовнішньої заборгованості. У аналізованому періоді частка складає від 3,1 до 7,9 % зовнішнього державного боргу України. Серед країн-позичальників – Великобританія, Канада, Німеччина, Польща, росія, США, Франція, Японія.

Дані діаграми (рис.2.23) ілюструють динаміку залучення позик від урядів іноземних держав на ринку державного боргу України у 2014 - 2021 р. найбільшу частку у цих позиках займають позики Канади, Японії та Німеччини, Франції. Інші країни займають менші частки у структурі. Перевагами таких позик є їх невисока вартість та великий термін, а також надає можливість налагодити партнерські відносини із країнами – позичальниками. Середня вартість таких позик – 2 - 3% річних, що значно нижче ніж ставки за державними облігаціями. Окрім цього, уряди іноземних країн, часто пропонують кредитні програми із пільговим періодом, тобто певним визначеним відрізком часу від моменту отримання позики, коли держава-

позичальник не платить за угодою ні відсотків, ні тіло кредиту. Проте, недоліком, з практики державних запозичень України, є чітка цільова спрямованість таких позик. Отже, використати їх на покриття термінових видатків бюджету є неможливим. До того ж, часто країна-позичальник у кредитних програмах виставляє особливі вимоги, щодо реалізації проєктів, на фінансування яких спрямовуються запозичені кошти. Ці вимоги полягають у обов'язковості співпраці із приватними фірмами країни-кредитора щодо купівлі матеріалів, обладнання, технологій чи послуг, які необхідні для реалізації проєкту. Це не є суттєвою перешкодою для залучення фінансування, адже в кінцевому підсумку Україна отримує реалізований проєкт із низькою вартістю залученого фінансування.

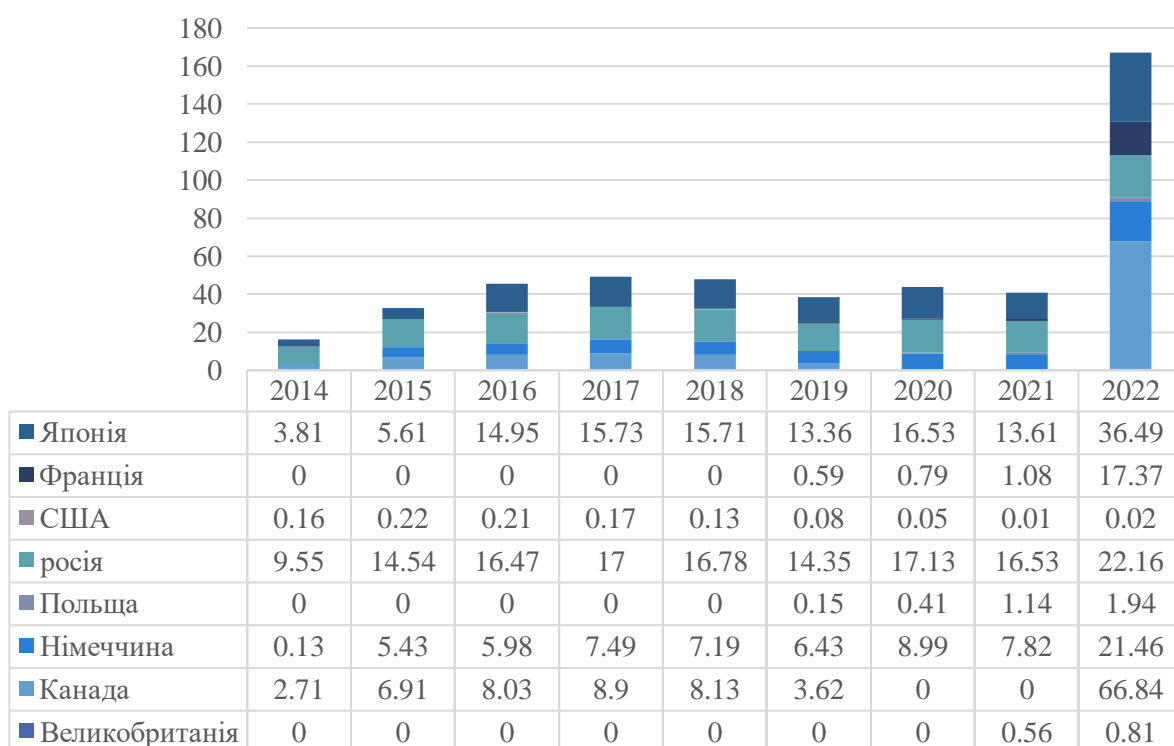


Рис. 2.23. Динаміка залучення позик від урядів іноземних держав на ринку державного боргу України у 2014-2022рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за [16].

Для прикладу, у 2015-му році уряд Японії надав позику обсягом 108,2 млрд єн (близько 29,5 млрд грн) за ставкою 0,1% річних та терміном 40 років. До того ж пільговий період для оплати складає 10 років. Цільове призначення позики – реконструкція Бортницької станції аерації. А додатковою умовою за даною угодою

є зобов'язання купувати товари та послуги для реконструкції станції у компанії з Японії, або з інших країн за умови, що частка японських товарів чи послуг у загальній ціні контракту не буде нижчою за 30%.

Договір позики укладений із Францією на отримання Україною пільгового кредиту на суму 64 млн євро на 30 років під 0,08% річних із пільговим періодом десять років, яка спрямовується на поліпшення системи водопостачання у Маріуполі. При цьому Україна зобов'язується купувати у Франції необхідні матеріали щонайменше на 70% загальної вартості.

Схожа ситуація із запозиченнями в уряді Польщі. Відповідно до угоди, ратифікованої у 2016-му році, Польща надає Україні 100 млн євро під 0,15% річних на 25 років. Мінімальна частка польських товарів, які купуватимуться за кредитні кошти, становить 60%. Польським підприємствам кредитні кошти передаватимуться напряму [36].

З 2018-го року у портфелі зовнішньої заборгованості України серед позичальників з'явилися іноземні банки, серед яких: Cargill, Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A., Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Deutsche Bank AG London. Проте частка у структурі зовнішнього державного боргу є незначною і коливається від 1 до 4,9%. Найбільшою частка була у 2020-му році, що пояснюється залученням у цей період короткострокового кредиту Deutsche Bank AG London на 340,7 млн дол. Умови позики визначаються кредитним договором та зафіксовані Постановою Кабінету Міністрів України «Про здійснення державних зовнішніх запозичень у 2020-му році шляхом залучення кредиту» [155]. На суму кредиту нараховується відсотковий дохід, який складається з: ставки LIBOR (Лондонська міжбанківська ставка пропозиції) у доларах США на строк три місяці; маржі по кредиту в розмірі до 5,75 відсотка річних.

Більш активно іноземні банки надають кредити приватним структурами під державні гарантії. Суб'єктний склад кредиторів тут ширший та представлений: CENTRAL STORAGE SAFETY PROJECT TRUST, Citibank, N.A., Deutsche Bank AG, Deutsche Bank AG London, UniCredit Bank Austria AG, Державний банк розвитку КНР, Експортно-імпорتنний банк Китаю, Експортно-імпорتنний банк Кореї.

Отже, залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу відбувається на кількох сегментах – кредитному та ринку державних боргових цінних паперів, механізми такого залучення мають суттєві відмінності.

Наслідки залучення на зовнішньому сегменті ринку державного боргу знаходять своє відображення у порушенні окремих показників, що характеризують структуру зовнішнього боргу України. Серед проаналізованих показників: частка зовнішньої заборгованості у структурі Державного боргу України; частка заборгованості у структурі гарантованого боргу України; частка зовнішнього боргу у сумарній заборгованості України. Оцінка показників дозволяє стверджувати, що внутрішній борговий потенціал ринку не задовольняє фінансування, що зумовлює необхідність розширення запозичень на зовнішньому ринку, який також характеризується певним рівнем ємності. Ємність зовнішнього ринку державного боргу оцінено за допомогою показників зовнішніх позик усіх секторів, а також зовнішніх інвестицій. Аналіз цих показників підтверджує наявність ефекту витіснення не лише на внутрішньому ринку запозичень, а й на зовнішньому.

В пункті здійснено оцінку структури залучення фінансових ресурсів на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України. Найбільша частка належить позикам, які отримані через продаж ОЗДП, що є позитивним з позиції найбільшої відповідності ринковим ознакам залучення фінансування. Проте зростання залучення через механізм ОЗДП спричиняє витіснення з ринку зовнішніх позик корпоративних позичальників.

Ринок зовнішніх державних цінних паперів дуже чутливий до економічних і політичних змін. Пандемія Covid-19 та війна спричинили збільшення обсягу позик на зовнішньому ринку та сприяла зростанню вартості залучення. Співвідношення зовнішньої та внутрішньої заборгованості України відповідає тенденціям на боргових ринках малорозвинених країн.

Таким чином, збільшення частки ОЗДП несе додаткове валютне навантаження та валютні ризики. Проте й такі позики не позбавлені переваг, особливо для інвесторів. Проте, необхідне досягнення балансу між залученням на

зовнішньому ринку та можливостями України з їх погашення та обслуговування. Справедливо підкреслюють Бондарук Т. Г. та Богріновцева Л. М., що незважаючи на ускладнення зменшення боргового навантаження та його збалансування через воєнний стан, Україна продовжує вчасно сплачувати свої боргові зобов'язання [15]. В цілому зовнішній ринок державних боргових цінних паперів є досить перспективним сегментом із гнучкими умовами залучення, хоча й таке залучення має бути збалансованим і відповідати умовам стимулювання не лише ринку державного боргу, а й економіки в цілому.

Проаналізовано залучення фінансування через позики МФО. Найбільшу частку у структурі зовнішньої заборгованості займають позики МВФ, МБРР та ЄІБ. Залучення фінансових ресурсів від МФО має ряд переваг, серед яких пільгові умови та довго тривалість позик (порівнюючи із вартістю залучення за допомогою інших способів та інструментів). Проте, виявлено і негативні риси такого залучення, зокрема залежність від вимог, які диктують МФО при наданні позик, проблема із освоєнням отриманих коштів та їх чітка цільова приналежність. Виявлено проблему відсутності контролю та моніторингу виїмки коштів, отриманих від МФО на реалізацію різноманітних проектів, порушення термінів реалізації проектів та їх «заморозка». Все зазначене негативно відображається на сумарній ефективності залучення на зовнішньому сегменті ринку державного боргу України і потребує вдосконалення.

Висновки до розділу 2

Проведена оцінка залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України дозволила зробити наступні висновки.

1. Негативні наслідки пов'язані із неефективністю залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, в основному, проявляються на останньому етапі – повернення (погашення боргів). А саме залучення та використання в поточному бюджетному періоді, навпаки, відкриває нові можливості та послаблення фіскального тиску на всі джерела доходів. Саме тому, рівень

накопичення держаного боргів в країні визначає подальшу взаємодію із економікою в цілому та впливає на наступне залучення фінансування. Злагодженість та ефективність процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу відображається на структурі самого Державного боргу України та показниках, що відображають боргову безпеку держави. Саме тому, увага приділена вивченню окремих показників, що їх характеризують.

2. Аналіз показників структури та показників, що відображають стан боргової безпеки дав змогу виявити ряд тенденцій. Відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП перманентно перевищує допустимі нормативи; частка боргу, що повертається у іноземній валюті продовжує залишатись переважаючою; наявність великої частки гарантованого боргу; співвідношення державного боргу та доходів бюджету перебуває за межею 200%; переважаюча частка зовнішньої заборгованості у структурі сукупної заборгованості України створює додаткове валютне навантаження та створює загрози борговій безпеці; показники відношення валового зовнішнього боргу до ВВП та відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу – свідчать що залучення фінансування на зовнішньому ринку державного боргу здійснюється з порушенням показників боргової безпеки, адже макроекономічні умови України не дозволяють здійснювати такі залучення в безпечних межах; показник відношення короткострокового зовнішнього боргу України до міжнародних резервів – демонструє їх хронічну недостатність для покриття негайних платежів за боргом; показники боргового навантаження на державний бюджет (частка видатків на сплату та обслуговування боргу; відношення видатків на сплату та обслуговування боргу по відношенню до ВВП) – свідчать про надмірний борговий тиск.

3. Оцінки залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу повинні враховувати особливості макроекономічної кон'юнктури – це дозволяє оптимально вирівнювати перерозподіл фінансових ресурсів на ринку, особливо в умовах їх обмеженості. Серед параметрів, що прийнято до уваги: валове споживання, капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредитування

домогосподарств, кредитування сектору нефінансових корпорацій, позики фінансових корпорацій. В ході оцінки залучення на ринку державного боргу вдалось виявити негативні явища, що його супроводжують, зокрема ефект витіснення у секторах ринку. Оцінка кривих динаміки капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредитування домогосподарств, кредитування сектору нефінансових корпорацій, позики фінансових корпорацій, які перебувають значно нижче кривої державного боргу підтверджу ймовірність спаду активності в згаданих сферах та прояв ефекту витіснення. Про його наявність також свідчать від'ємні значення показників середнього темпу зростання іпотечних кредитів, кредитів сектора нефінансових корпорацій, кредитів сектору фінансових корпорацій, на тлі додатного показника зростання державного боргу.

4. Розрахований коефіцієнт ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України, який для порівняльної оцінки обраховувався не лише для України, а й для Польщі – ілюструє, що для умовно заданих макроекономічних умов залучення фінансування боргу є ефективним, адже показник є більшим 1. Задані макроекономічні умови враховували значення наступних параметрів: ріст ВВП; ріст доходів державного бюджету; ріст міжнародних резервів; ріст внутрішнього боргу країни; ріст зовнішнього боргу; рівень інфляції. Запропонований показник може слугувати додатковим агрегованим параметром оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Якщо його значення вище 1 – це свідчить про ефективність процесу і навпаки.

5. Залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів є пріоритетним порівняно із кредитуванням з позиції підтримки макроекономічної стабільності та боргової безпеки держави. Залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку державного боргу в Україні відбувається саме в межах сегменту державних боргових цінних паперів. Тенденції залучення в межах даного сегменту оцінено за допомогою обрахунку та інтерпретації рядку абсолютних та відносних показників. Питома вага сек'юритизованого боргу є значною і формує більшу частину зобов'язань, що оцінюється позитивно, адже з позиції впливу на боргову безпеку, сек'юритизовані

зобов'язання є прийнятнішими ніж прямі позики. Динаміка середнього номінального рівня дохідності ОВДП є варіативною, і не завжди її зміни можна обґрунтувати зміною макроекономічної ситуації в країні. Показник співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП та темпів зростання ВВП в окремі періоди перевищував допустимі межі – що свідчить про те, що вартість залучення фінансування боргів на внутрішньому ринку перевищує темпи зростання ВВП. Середньозважені ставки за ОВДП оцінюються на фоні зміни облікової ставки НБУ та не завжди ілюструють кореляцію, що свідчить про агресивну боргову політику безпідставно змінює дохідність за борговими інструментами. Оцінивши конфігурацію ставок на ринку капіталів ідентифіковано так зване «відсоткове сприяння» попиту на ОВДП порівняно з іншими інструментами та виокремлюються і інші фактори що сприяють порівняно вищому попиту на державні боргові інструменти.

В Україні спостерігається збільшення частки ОВДП у іноземній валюті – це є свідченням того, що інвестори страхуються від девальвації національної грошової одиниці, яка супроводжує інфляційні процеси. Що ж до власності, то ОВДП купують НБУ, банки, юридичні особи, нерезиденти, фізичні особи. Найбільшим інвесторами в ОВДП є банки, що є суперечливим трендом з позиції обмежених ресурсів та необхідності ще й кредитувати реальний сектор економіки. Війна провокувала збільшення частки НБУ у власності ОВДП.

6. Ємність ринку державних боргових цінних паперів України оцінено через його капіталізацію на фоні капіталізації ринку боргових цінних паперів та ринку цінних паперів в цілому. Фактично весь ринок боргових цінних паперів України займає ринок державних боргових інструментів, що свідчить про його обмеженість. Інструментарна структура ринку цінних паперів також ілюструє суттєве переважання державних облігацій поруч із іншими цінними паперами.

7. Частка зовнішнього боргу в структурі державного є переважаючою, в структурі гарантовано – займає більшу його частину, а в сумарній заборгованості коливається біля 60%. Така ситуація на ринку державного боргу притаманна

країнам з низьким рівнем розвитку економіки, адже саме для них характерним є обмеженість внутрішнього ринку запозичень, який є прийнятнішим з позиції впливу на боргову безпеку.

У структурі валового зовнішнього боргу України частка позик державного сектора досягає рівня позик інших приватних секторів в сукупності із прямими інвестиціями. Ситуація може стати причиною ефекту витіснення і на зовнішньому ринку, так як і на внутрішньому. Адже, здійснюючи запозичення на зовнішніх ринках, усестороння стимулювання державою зовнішніх запозичень, зменшує можливості приватного сектору по залученню позик та інвестицій.

8. Залучення кредитування від міжнародних фінансових установ характеризується зростанням їх частки серед зовнішніх кредиторів України. Важливою є проблема низького рівня освоєння коштів, які отримує Україна внаслідок запозичень у МФО на реалізацію тих чи інших програм. Через низьку інституційну спроможність як державного сектору так і приватного, діючих проектів залишається дуже мало. При цьому, чимало позик від МФО отримують приватні структури під державні гарантії, тим самим збільшується заборгованість держави. Враховуючи що відмовитись від співпраці на сучасному етапі не можливо, варто зосередити увагу на вдосконаленні політики залучення коштів від міжнародних фінансових установ, яка повинна бути чіткою та визначеною, не припустимими є політичні маніпуляції та суб'єктивні трактування.

Ключове місце серед позик, залучених від урядів іноземних держав, посідають Канада, Японія, Німеччина, Франція. Основними недоліками таких позик є те, що вони мають чітке цільове спрямування, яке супроводжується виставленням особливих вимог, що полягають в подальшій співпраці з приватними фірмами країни-кредитора щодо купівля матеріалів, обладнання, технологій чи послуг, які необхідні для реалізації проекту.

Основні результати дослідження знайшли відображення в таких публікаціях дисертанта: [38, 39, 40, 41, 44, 45, 48, 49, 53, 54, 58, 105].

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

3.1. Фактори вибору інструментів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України

У процесі розвитку ринку державного боргу України нагромаджено значний досвід організації самого ринку та умов залучення фінансових ресурсів на ньому. Зважаючи на виявлені проблеми організації та ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України слід звернути увагу на питання вивчення умов та ключових визначальних факторів такого залучення. Необхідно максимально широко вивчати та застосовувати світовий досвід організації ринку державного боргу, а також врахування факторів відбору інструментів залучення фінансування на ринку державного боргу України.

Приймаючи рішення про чергове залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу слід детально оцінити існуючі параметри такого залучення. Мова йде не лише про такі характеристики залучення фінансування як термін, ціна та умови повернення. Тут слід враховувати макроекономічні параметри, які перебувають під впливом сумарного боргового тягаря країни. У цьому руслі варто акцентувати на тому, що державний борг є складним та багатоаспектним явищем. Незважаючи на те, що державний борг сам по собі сьогодні не вважається негативним явищем, практика демонструє постійне зростання ризику його неконтрольованого зростання. Несприятлива макроекономічна ситуація, кризові явища зумовлені війною, пандемією Covid-19, перманентний дефіцит Державного бюджету України, який перебуває поза безпечним діапазоном створюють необхідні передумови до вивчення ризиків зростання Державного боргу України.

Конфігурація інтенсивності впливу факторів на зростання рівня державного боргу відрізняється в розрізі країн та особливостей побудови їх економічної системи. При цьому, науковці визначають цілі системи факторів, які впливають на

зростання Державного боргу у певній країні. Саме тому, для доведення гіпотези присутності заданого діапазону факторів впливу, які визначаємо загрозами зростання розміру Державного боргу України, шляхом використання методу моделювання ієрархії загроз здійснимо побудову та обґрунтування ієрархії загроз зростання Державного боргу України. Ця ієрархія повинна лежати в основі вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу.

Фактори, що впливають на розмір державного боргу можна розглядати у розрізі об'єктивних та суб'єктивних. До того ж джерелом нарощення державного боргу є бюджетний дефіцит, який вимагає пошуку додаткових джерел покриття видатків. Саме тому, фактори ризику, або ж чинники, які провокують нарощення державного боргу в Україні розглядаємо в розрізі двох груп факторів – фактори, що відображають зростання видатків та фактори, що відображають недоотримання доходів. У таблиці 3.1. відображено фактори у розрізі двох запропонованих груп, що беруться до уваги.

Таблиця 3.1

Фактори (загрози) зростання Державного боргу України

Фактори ризику нарощення Державного боргу України, які відображають зростання видатків	Фактори ризику нарощення Державного боргу України, які відображають недоотримання доходів
<ul style="list-style-type: none"> • дефіцит державного бюджету; • дефіцит платіжного балансу країни; • залежність України від імпорту енергоносіїв; • збільшення державних витрат в періоди військових дій та інших непередбачених ситуацій (в т.ч. пандемії); • циклічні коливання економіки, які у фазі спаду ілюструють погіршення макроекономічних параметрів; • вплив політичних бізнес-циклів, які провокують політику необґрунтованого збільшення державних витрат та зменшення податків перед черговими виборами; • зростання витрат на обслуговування державного боргу України; • недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей. 	<ul style="list-style-type: none"> • неефективну систему залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; • технічну відсталість значної частини сфер національної економіки України; • спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету; • низький інвестиційний попит на державні боргові фінансові інструменти на тлі присутності вільних грошових коштів у населення; • скорочення альтернативних джерел доходів бюджету.

Джерело: побудовано автором.

Досить неоднозначним є поділ даних факторів на об'єктивні та суб'єктивні. Проте, наше припущення ґрунтується на тому, що суб'єктивними є ті фактори впливу, яких можна уникнути. Для прикладу це: недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей; вплив політичних бізнес-циклів, які провокують політику необґрунтованого збільшення державних витрат та зменшення податків перед черговими виборами. Ознаки суб'єктивності містить і чинник – «неефективна система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу». Адже, система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу може функціонувати ефективно та вийти за межі ризикової площини.

Опишемо взаємозв'язки, що виникають між запропонованими ризиковими факторами. Дефіцит державного бюджету, як зазначалось у першому розділі роботи є першоджерелом нарощення державного боргу. Саме тому, чимало факторів мають зв'язок із ним. Збільшення витрат слугує першопричиною дефіциту бюджету. Якщо мова йде про збільшення державних витрат у форс-мажорних обставинах то мова йде про необхідність незапланованого збільшення видатків [17].

Однією із ключових загроз, яка провокує дефіцит бюджету є вплив політичних бізнес-циклів, які провокують політику необґрунтованого збільшення державних витрат та зменшення податків перед черговими виборами. Цей чинник є суб'єктивним, а його використання зазвичай відрізняється необґрунтованістю. Для прикладу, надмірне незаплановане та безпідставне бюджетне фінансування великих професійних груп (правоохоронні органи, судова система і т.п.), яке має забезпечити підтримку діючої політичної сили перед черговими виборами.

Досліджуючи фіскальну політику Дж. Б'юкенен підкреслює, що представники влади часто провадять політику так званої надмірної акумуляції боргу для збільшення державних видатків, до яких чутливий політичний електорат [220]. В кінцевому випадку це провокує дефіцит бюджету та збільшення рівня державного боргу у країні, де провадиться така політика. Схожий ефект має фактор недооцінки та виходу держави за межі фіскальних можливостей. Проте, якщо в попередньому випадку відбувається навмисне ігнорування наслідків, то тут вони можуть бути хибно оцінені.

Неефективна система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу являє собою найбільш комплексний фактор, адже побудова ефективної системи залучення фінансування дозволяє згладжувати негативний вплив переважної більшості інших факторів. В сукупності в разі неефективної системи залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу зростає дефіцит бюджету, а слідом і державний борг.

Питання дефіциту платіжного балансу нерозривно пов'язані як із забезпеченням обслуговування зовнішніх боргів так і з станом економіки в цілому. «Наявність стійкого дефіциту поточного рахунку робить економіку вразливою до реверсу потоків іноземного капіталу, а масштабний відплив такого капіталу за недостатності офіційних валютних резервів може стати каталізатором криз» [132].

Залежність України від енергоносіїв, циклічні коливання економіки, спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету, технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України, неефективна система залучення фінансування на ринку державного боргу – це перелік основних факторів, що на нашу думку провокують дефіцит платіжного балансу.

«Проблема внутрішніх трансфертів ресурсів для обслуговування зовнішнього боргу особливо гостро постає в часи розгортання кризових явищ на світових ринках, коли обсяги зовнішніх запозичень різко зменшуються» [28].

Існують і фактори, які безпосередньо не визначають фіскальне наповнення бюджету, проте, є вкрай важливими макроекономічними чинниками, без яких вирівнювання бюджетних дисбалансів є складним та малоімовірним. До таких факторів відносимо: залежність України від імпорту енергоносіїв; циклічні коливання економіки, які у фазі спаду ілюструють погіршення макроекономічних параметрів; низький інвестиційний попит на державні боргові фінансові інструменти на тлі присутності вільних грошових коштів у населення; скорочення альтернативних джерел доходів бюджету.

Визначаємо множину $Z = \{z_1, z_2, \dots, z_n\}$ як множину загроз для зростання Державного боргу України. Сформуємо таблицю (Додаток Р), що містить перелік загроз, їх скорочений запис та їхнє математичне позначення.

Множину загроз Z та наявні взаємозв'язки між ними подаємо у формі орієнтованого графа (рис. 3.1). Орієнтований граф містить тринадцять вершин – z_i , що є елементами визначеної множини загроз. Для цих вершин визначено залежності, що відображено у вигляді ребра орієнтованого графу. Стрілка направлена від загрози z_i , яка залежить від загрози z_j (кінець стрілки).

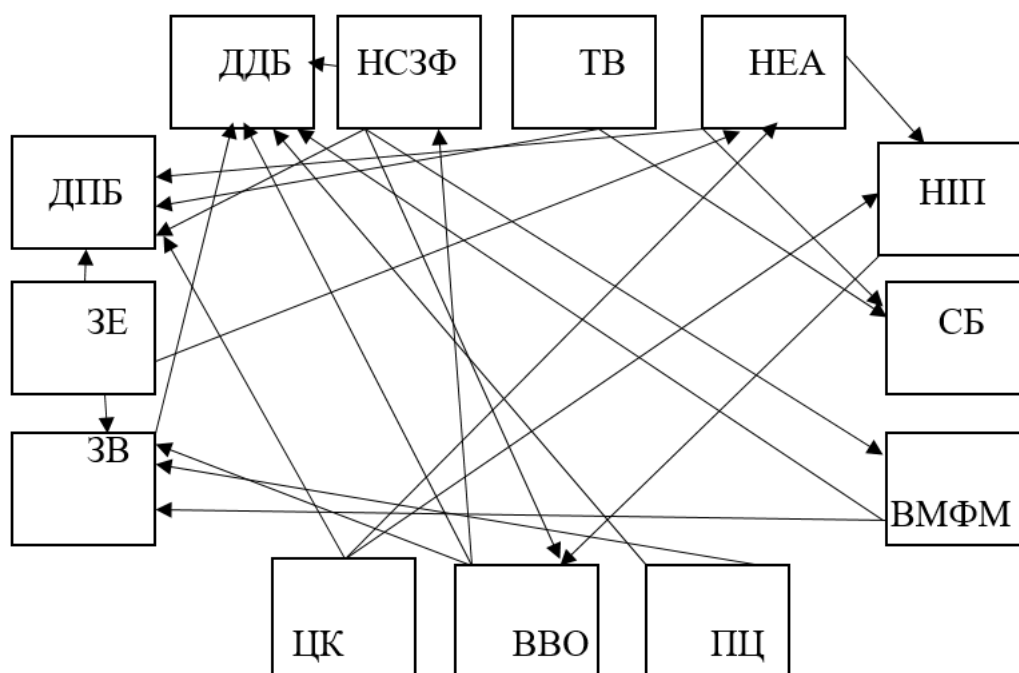


Рис. 3.1. Граф залежності між основними загрозами зростання Державного боргу України

Джерело: побудовано автором.

Наступний етап – визначення бінарної матриці залежності $B = \{b_{ij}, i, j = \overline{1,13}\}$ за правилом:

$$b_{ij} = \begin{cases} 1, \text{ якщо } z_i \text{ залежить від } z_j; \\ 0, \text{ якщо } z_i \text{ не залежить від } z_j. \end{cases} \quad (3.1)$$

Елементи матриці можуть приймати два можливих значення: 0 і 1. Крім того, матриця відповідає умовам транзитивності і подвійної нерівності:

$$(I + B)^{k-1} \leq (I + B)^k = (I + B)^{k+1}, \quad (3.2)$$

де k – деяке натуральне число.

Для правильної побудови моделі ієрархії загроз необхідно виконання зазначених вище умов.

Використовуючи алгоритм виділення рівня ієрархій, описаний в роботі [264] та використаний у роботі [138], побудуємо ієрархію основних загроз зростання Державного боргу України. З вище визначеної множини Z , для кожної з 13-ти загроз виокремлюємо такі підмножини. $R(z_i)$ – множина досяжності, $A(z_i)$ – множина попередніх вершин. Зауважимо, що вершина є досяжною, якщо вершина z_j досягається з вершини z_i , тобто в графі (рис. 3.1) існує шлях, що веде з вершини z_i до вершини z_j . Аналогічним чином визначаємо, що вершина z_i є попередницею вершини z_j .

Множини $R(z_i)$, $A(z_i)$ та їх переріз $R(z_i) \cap A(z_i)$ відображено в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Крок 1

z_i	$A(z_i)$	$R(z_i)$	$R(z_i) \cap A(z_i)$
1	1	1,4,6,7,8,13	1
2	2	2,3,5,11,12,13	2
3	2,3,4,11	3	3
4	1,4	3,4,5,7,8	4
5	2,5,10,11	5	5
6	1,4,6,13	6,10	6
7	1,4,7	7	7
8	1,4,8	8,13	8
9	9	9, 11, 12	9
10	6,10	5,10, 11	10
11	2, 9, 10, 11	3, 5, 11	11
12	2, 9, 12	12	12
13	1,2,6, 13	6, 13	13

Джерело: побудовано авторами.

Перший – нижчий рівень ієрархії загроз сформовано з тих вершин графа, для яких виконується умова (3.3). Зауважимо що перший рівень ієрархії формують ті вершини, які є недосяжними з усіх інших вершин графа.

$$A(d_i) = R(d_i) \cap A(d_i), \quad (3.3)$$

Умова (3.3) виконується для таких загроз: z_3 – залежність України від імпорту енергоносіїв; z_5 – циклічні коливання економіки, які у фазі спаду ілюструють погіршення макроекономічних параметрів; z_7 – вплив політичних бізнес-циклів, які провокують політику необґрунтованого збільшення державних витрат та зменшення податків перед черговими виборами; z_{12} – технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України [39].

Відповідно до алгоритму моделювання для визначення наступного рівня ієрархії загроз видаляємо рядки, що відповідають загрозам першого рівня. Також із таблиці мають бути вилучені відповідні вершинам числа. Визначити наступний рівень ієрархії загроз дозволяє перевірка умови (3.3), що виконується для загроз, представлених в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3

Крок 2

z_i	$A(z_i)$.	$R(z_i)$	$R(z_i) \cap A(z_i)$
1	1	1,4,6,8,13	1
2	2	2,11,13	2
4	1,4	4,8	4
6	1,4,6,13	6,10	6
8	1,4,8	8,13	8
9	9	9, 11	9
10	6,10	10, 11	10
11	2, 9, 10, 11	11	11
13	1,2,6, 13	6, 13	13

Джерело: побудовано авторами.

Черговий рівень ієрархії утворюють загроза z_{11} – спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету. Аналогічним чином отримуємо вищі рівні ієрархії.

На основі проведених кроків побудовано модель ієрархії загроз для зростання Державного боргу України (рис. 3.2).



Рис. 3.2. Ієрархія загроз зростання державного боргу України
Джерело: побудовано авторами [39].

Використання методу аналізу ієрархії дозволило виокремити та побудувати ієрархію основних загроз для зростання державного боргу України. Методом ієрархій вдалось ранжувати загрози за рівнями, кожен із яких визначає силу негативного впливу на рівень Державного боргу України. Вдалось виокремити, проранжувати та отримати такі рівні загроз (перший рівень-найменш вагомий вплив; 6 рівень-найбільш вагомий вплив) [39]:

на першому рівні серед основних загроз опинилися: залежність України від імпорту енергоносіїв; циклічні коливання економіки; вплив політичних бізнес-циклів; технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України;

другий рівень зайняла загроза - спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету;

третю позицію посідають такі загрози: скорочення альтернативних джерел доходів бюджету; низький інвестиційний попит на державні боргові фінансові інструменти на тлі присутності вільних грошових коштів у населення;

четвертий рівень впливу в ієрархії ризиків займає зростання витрат на обслуговування державного боргу України;

на п'ятому рівні визначено такі загрози: збільшення державних витрат в періоди військових дій та інших непередбачених ситуацій (в т.ч. пандемії); неефективна система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу;

шостий рівень загроз включає: дефіцит державного бюджету; дефіцит платіжного балансу; недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей;

Відповідно, чим складніші взаємозв'язки окремого фактора, тим інтенсивніший вплив на зростання рівня Державного боргу України. В нашому випадку різкий вплив на нарощування боргу має дефіцит державного бюджету; дефіцит платіжного балансу; недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей. Такий результат підтверджує висунуті гіпотези.

Таким чином, явище державного боргу формується та перебуває під впливом ряду чинників, які можуть мати об'єктивний характер та бути суб'єктивними. При цьому, великий вплив на державний борг мають макроекономічні умови в яких перебуває конкретна країна. Серед найбільш вагомих загроз зростанню рівня державного боргу – дефіцит державного бюджету, дефіцит платіжного балансу, вихід держави за межі платіжних можливостей. При цьому, що ці фактори найбільш безпосередньо пов'язані із виникненням державного боргу. Загрози, які виявились найменш різкими з позиції впливу на зростання Державного боргу України визначено – залежність України від імпорту енергоносіїв, циклічні коливання економіки; вплив політичних бізнес-циклів, технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України, спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету. Саме ці фактори є

найбільш глобальними з позиції визначального впливу на всі сфери економіки. Проте, такі результати доводять, що саме існування боргу та його перехід у неконтрольовану площину зростання – різні ситуації. І, при цьому, загрози зростання державного боргу можна контролювати шляхом використання ефективної системи залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

3.2. Домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу України

Показники, що характеризують темпи нарощення державного боргу в цілому та в розрізі ринків залучення – зовнішнього та внутрішнього, його структуру та співвідношення розміру боргу з ключовими макроекономічними показниками, а також показники, що характеризують боргову безпеку країни проаналізовано у другому розділі роботи. Саме тому, домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу не повинні обиратись ізольовано, а враховувати ряд факторів та загроз зростання державного боргу. Це означає, що має місце система макроекономічних координат, яку формують макроекономічні показники, а також взаємозв'язки з іншими сегментами економіки. Саме ці умови визначають домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу.

Зважаючи на поточну економіко-політичну ситуацію в Україні варто зауважити, що з врахуванням розміру боргових зобов'язань виникає необхідність детального розгляду системи врегулювання державного боргу, про яку йшла мова у п. 1.3 дисертаційного дослідження. Якщо на мікроекономічному рівні неможливість належним чином в повному обсязі та вчасно виплачувати борги асоціюється з банкрутством, то у випадку із державою варто розглядати дефолт [176]. При цьому, дефолт є крайньою точкою у взаємовідносинах держави-позичальника з кредитором. Саме тому, в більшості випадків дефолту передують врегулювання державної заборгованості для уникнення дефолту.

На рівні держави, порушення, яке включає порушення терміну чи суми платежу за боргом, або ж викривлення інформації, що стосується платоспроможності являється дефолтом. На рис. 3.3 відображено види дефолту.

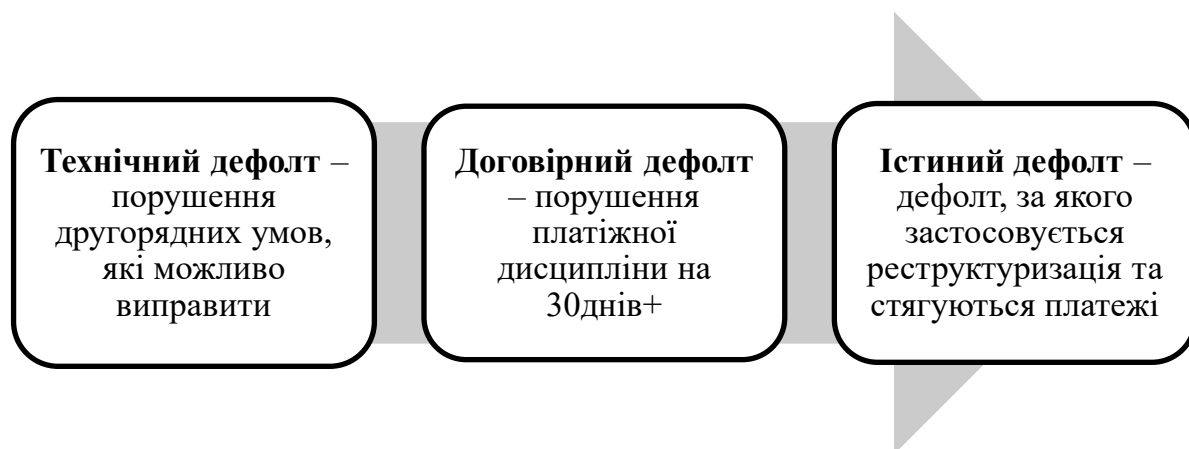


Рис. 3.3. Види дефолту за МВФ в розрізі можливості настання негативних наслідків

Джерело: побудовано за [246].

У сучасній світовій фінансовій системі виникли правила, за якими навіть часткове невиконання зобов'язань без узгодження з кредитором менш ефективно, ніж двостороннє вирішення питання щодо виплати заборгованості [46]. Дефолт не означає, що борг не потрібно буде сплачувати. Скоріше, неможливо буде отримати нові позики на ринку.

Європейське банківське управління (European Banking Authority) визначає технічний дефолт як ситуацію технічного прострочення [246]. Також варто виокремити повний дефолт, що включає невиконання зобов'язань за всіма або більшістю позик, і частковий дефолт, який стосується невиконання зобов'язань за однією з позик при виконанні інших зобов'язань. Існує також крос-дефолт – перенесення неможливості виконання зобов'язань з інструмента до інструмента у портфелі позичальника.

Вивчення історичних випадків дефолтів у світі дозволило виявити важливі закономірності. Серед них основні характеристики, які роблять певні сегменти ринку державного боргу найбільш вразливими до можливого дефолту.

1. Прямі позики на зовнішньому кредитному сегменті ринку характеризуються вищою чутливістю до дефолту порівняно з позиками на рику цінних паперів.

2. Якщо порівнювати зовнішній і внутрішній сегменти ринку державного боргу то зовнішній вважається вразливішим [212].

3. Борг в іноземній валюті вважається більш чутливим до дефолту елементом державної заборгованості порівняно з боргом в національній валюті.

У таблиці 3.4 представлені дані, які вказують на фактори, що роблять ринок державного боргу України особливо чутливим до можливого дефолту на кінець 2021 року. Ці дані свідчать про високий рівень елементів у портфелі державних запозичень України, які мають високий ризик дефолту. Це вказує на те, що Україна дуже сильно залежить від зовнішніх кредитів у іноземній валюті, зокрема від прямих кредитів.

Таблиця 3.4

**Фактори чутливості до дефолту на ринку державного боргу України
станом на кінець 2021 р.**

Характеристика чутливості	Частка відповідного сегменту залучення в Україні	Тенденція в аналізованому періоді (2014-2021 рр).
Залучення на сегментів прямих кредитів ринку державного боргу	35	↑
Залучення на внутрішньому сегменті ринку державного боргу	40	↓
Залучення в іноземній валюті	63,0	↑

Джерело: побудовано автором.

Це підтверджують і альтернативні обрахунки. Bloomberg, які пропонують рейтинг вразливості державного боргу (Додаток С). Чим вище в рейтингу перебуває країна-боржник, тим вищий ризик дефолту країни-позичальника. За результатами обрахунків у 2022 р. Україна перебуває на 8 місці серед країн світу за ризиком ймовірності дефолту. Гірша ситуація у таких країн, що займають вищі позиції у рейтингу, зокрема: Сальвадор, Гана, Туніс, Пакистан, Єгипет, Кенія, Аргентина.

Ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України визначає її боргову стійкість. З огляду на оцінені в другому розділі показники, окремі з яких є частиною системи показників оцінки боргової стійкості, а окремі її підсилюють, свідчать про необхідність її укріплення. В цьому руслі не втрачає актуальності питання врегулювання державної заборгованості.

Враховуючи можливі наслідки в світі існують два протилежні сценарії до яких вдаються держави - позичальники в разі втрати платоспроможності та неможливості виконувати власні зобов'язання за отриманими позиками (рис. 3.4).

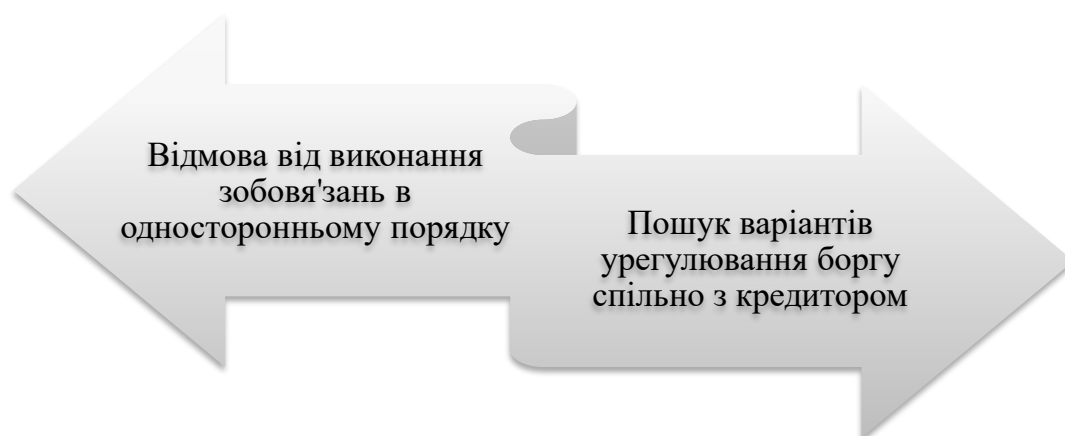


Рис. 3.4. Потенційні сценарії для держави - позичальника у випадку втрати платоспроможності

Джерело: побудовано автором.

Повна чи часткова втрата платоспроможності держави-позичальника призводить до неможливості обслуговувати зобов'язання за діючими позиками. Тому, перше завдання держави – визначення статусу зобов'язань на предмет їх формалізованості та ранжування за важливістю даного статусу. Це дозволить виокремити ті борги, які безумовно потрібно продовжувати обслуговувати, а також борги, обслуговування за якими можна пролонгувати. Зважаючи на те, що цінні папери та позики одного і того ж емітента можуть мати різний статус, що відображає черговість задоволення претензій у разі виникнення проблем з платоспроможністю необхідно визначити їх статус та скласти відповідні графіки. Якщо мова йде про цінні папери, то такий статус фіксується в умовах випуску.

Підкреслимо, що зовнішні позики, отримані від міжнародних фінансових установ на світовому фінансовому ринку, перебувають у традиційній системі боргового обігу, відповідно до якої позикам притаманні різні статуси. Позики характеризуються певним рівнем жорсткості зобов'язань. В цьому контексті, зовнішні державні позики можна групувати за згаданою ознакою. В таблиці 3.5 наведено класифікація державних позик за ознакою жорсткості зобов'язань, що вони несуть для позичальника.

Таблиця 3.5

Класифікація державних позик за «жорсткістю» зобов'язань

№ п/п	Тип позики за кредитором	Характеристика «жорсткості» зобов'язань
1.	Кредити МВФ та Світового банку	Статус позик не визначений спеціальними нормами міжнародного права чи національними нормативними актами, проте зобов'язання за такими позиками є найпріоритетнішими. Проте, традиційно зобов'язання за такими позиками виконуються першочергово. Зобов'язання не підлягають урегулюванню. Саме тому, невиконання зобов'язань за кредитами МВФ та світового банку призводить до крос-дефолту.
2.	Позики за випущеними облігаціями зовнішніх позик (у т.ч. єврооблігаціями), позики інших міжнародних фінансових установ, зовнішні позики банків та урядів іноземних держав.	Другими за жорсткістю зобов'язань є решта зовнішніх державних позик. Їх виконання регламентоване міжнародним правом, але такі позики підлягають урегулюванню.
3.	Внутрішні державні позики	Регулюються національним законодавством та підлягають урегулюванню. Зобов'язання за такими позиками є найменш жорсткими. Жодного разу дефолт країни не був оголошений через невиконання зобов'язань за внутрішніми державними позиками.

Джерело: побудовано автором.

«Управління державним боргом здійснюється Міністерством фінансів України в межах повноважень, визначених законодавством України» [63]. І, процес управління державним боргом охоплює ряд процедур, які забезпечують борговий менеджмент країни. Попри це, існують думки, які ототожнюють процес управління державним боргом з врегулюванням заборгованості країни. Для прикладу, Обушний С. М. та Дзядевич Л. В. досліджуючи управління державним боргом України зазначали, що механізм управління державним боргом

ґрунтується на методах рефінансування, новації, конверсії, консолідації, уніфікації, обміну за регресивним співвідношенням та метод анулювання боргу [125]. Такої ж думки дотримується Виклюк М. І. перелічуючи методи управління державним боргом включає до переліку: конверсію, консолідацію, уніфікацію, обмін за регресивним співвідношенням, відстрочка погашення, анулювання, викуп боргу [32].

На нашу ж думку, мова про форми врегулювання державної заборгованості. А сам процес управління державним боргом країни є набагато ширшим поняттям, яке охоплює ряд етапів. Ґрунтовним є дослідження категорії управління державним боргом, що відображено у працях Власенко Т. А. [37]. В Україні основні засади управління державним боргом відображаються у стратегії управління державним боргом [49].

Реструктуризація – це процес зміни параметрів кредитної угоди, що змінюють параметри самого боргу і які збільшують можливості позичальника виконувати зобов'язання або за рахунок зниження боргового тиску, або за рахунок збільшення жорсткості зобов'язань. Основною метою реструктуризації є мінімізація втрат кредиторів та забезпечення економічного зростання економіки країни-позичальника. Для зменшення боргового тиску в процесі реструктуризації використовують два інструменти (рис. 3.5). Найчастіше відбувається їх паралельне використання.



Рис. 3.5. Технологія реструктуризації державного боргу

Джерело: побудовано автором.

Щодо збільшення жорсткості боргових зобов'язань, які може передбачати реструктуризація, то досягти цього можна двома шляхами. Перший шлях – це зміна статусу самого зобов'язання, який посилює відповідальність позичальника у разі його невиконання. Другий шлях полягає у посиленні матеріального забезпечення позики, зокрема шляхом надання додаткових гарантій чи порук.

Часто реструктуризація державного боргу потребує диверсифікації джерел його обслуговування, що може бути досягнуто через впровадження реформ в національну економіку. Крім того, високоюмовірною є необхідність виділення додаткових фінансових ресурсів на впровадження програм реформ, що, в кінцевому підсумку, може призвести до збільшення загального боргу держави.

На боргову стійкість країн суттєво вплинули дев'ять етапів кредитування, під час яких сталося численні дефолти та багато разів проводилася реструктуризація суверенних боргів [268]. У таблиці 3.6 наводиться характеристика ключових міжнародних інституцій, що приймають участь у реструктуризації державного боргу.

Таблиця 3.6

Характеристика міжнародних інституцій, що займаються врегулюванням суверенних боргів та реструктуризацією

№ п/п	Назва	Характеристика
1	Паризький клуб	Неофіційна група урядів-кредиторів. Паризький клуб розглядає справи щодо двосторонніх кредитів від урядів-кредиторів до урядів боржників. Не має формалізованого статусу, проте діяльність базується на певних принципах та правилах. Членство в Паризькому клубі передбачає постійний обмін інформацією між кредиторами про заборгованість та хід її погашення. Діяльність передбачає врегулювання державного боргу країн-позичальників перед країнами-кредиторами.
2	Міжнародні фінансові організації	До компетенції МВФ і Світового банку належать справи щодо надання багатосторонньої допомоги, спрямованої на полегшення боргового тягаря.
3	Лондонський клуб	Неформальне об'єднання, до якого входить близько 1000 банків-кредиторів. Розглядає питання врегулювання боргу перед приватними банками — кредиторами.
4	Об'єднання кредиторів із обміну пропозиціями	Об'єднуються та діють в разі реструктуризації дисперсних боргових інструментів

Джерело: побудовано за [98].

Положення про колективні дії допомагає координувати кредиторів у разі наближення дефолту. В ньому описано процедуру прийняття рішень більшістю кредиторів та зміну умов погашення державних боргових інструментів. Умовно існує два типи таких положень [98]:

1. «Англійський тип», який характеризується тим, що більшість утримувачів облігацій приймають рішення про зміну фінансових умов випуску (суми, відсотка чи терміну). Рішення приймається, якщо 75% власників його підтримують.

2. Основною ціллю другого типу положення є обмеження здатності меншості, яка «проти» завадити процесу реструктуризації боргу після дефолту, але до реструктуризації шляхом судового позову про стягнення боргу з позичальника. Такі положення можуть бути включені до окремих випусків облігацій і користуються популярністю на ринку державного боргу окремих країн.

Наприклад, такі країни, як Бразилія, Мексика, Філіппіни та Південна Африка, включають ПКД, регульовані нью-йоркським правом [239]. «ПКД містяться також у договорах облігацій, регульованих правом Японії й Люксембургу. У Німеччині правове підґрунтя для використання ПКД у 2009 р. було уточнене для сприяння їх ширшому використанню у внутрішній і зовнішній емісіях облігацій. Окрім того, з 1 січня 2013 р. країни єврозони включають ПКД у нові облігації з терміном погашення понад один рік. Нарешті, цілий ряд країн із розвинутою економікою теж зобов'язалися включати ПКД у свої міжнародні випуски облігацій, щоб стимулювати їх упровадження як стандартної практики на ринку» [98].

В Україні мала місце реструктуризація державного боргу. У вересні 2015 р. затверджено розпорядження КМУ «Про початок процедури реструктуризації державного та гарантованого державою боргу і його часткового списання» [159]. Реструктуризовано 11 випусків державних і 3 випуски гарантованих державою єврооблігацій (ДП «Фінансування інфраструктурних проєктів»).

Реструктуризація боргу відбулась шляхом обміну (зміни умов діючих позик), випуску та продажу боргових зобов'язань держави відповідно до основних умов пропозиції обміну (зміни умов) щодо розміщення нових облігацій зовнішніх державних позик України та основних умов пропозиції обміну (зміни умов) щодо

розміщення державних деривативів. Реструктуризація знижує співвідношення боргу до ВВП приблизно на 4,3% (по відношенню до прогнозованого ВВП України на кінець 2015 року, згідно з останніми прогнозами МВФ) » [67].

Проте, варто детально переглянути умови проведеної реструктуризації боргу України у 2015 р., для того, щоб зрозуміти неоднозначність досягнутих домовленостей із короткочасним позитивним ефектом.

Ключовою умовою списання частини боргу став випуск додаткових боргових інструментів – варантів, які передбачають додаткові виплати в разі зростання ВВП України більш ніж на 3%. Термін виплати по варантах ВВП – 2040 р. Таким чином, ситуативно вдалось покращити боргову позицію України. Але, розглядати однозначно проведену реструктуризацію в Україні не варто, особливо з огляду на подальшу динаміку кількісних показників, що описують боргові відносини України [134].

1 серпня 2022 року група міжнародних кредиторів України дали згоду пролонгації виплат за зовнішнім боргом до кінця 2023 року. «Призупинення виплат за боргом Україною, підтримане цими країнами, дозволить українському уряду заощадити валютну ліквідність, зменшити бюджетні видатки на обслуговування боргу. Загальна сума боргу, що покривається цим Меморандумом, становить приблизно 3,1 млрд дол. США» [198].

Деяких реструктуризаційних домовленостей досягнуто у 2022 р. Зокрема мова про 13 випусків ОЗДП (подовження терміну на 2 роки), зміна умови випуску деривативів 2015% (призупинено на 2 роки плюс зміна умов). Елементи гарантованого боргу також реструктуризовано, зокрема щодо гарантій ДААДУ «Укравтодор», ПрАТ «Національна енергетична компанія «Укренерго», НАК «Нафтогаз України» [33].

Про необхідність реструктуризації в Україні говорять провідні економісти світу. Так у 2015 році відомий економіст, професор Гарвардського університету Кеннет Рогоф, який спеціалізується на дослідженні боргових криз та реструктуризації суверенних боргів, відмітив, що Україні, з огляду на боргову ситуацію, необхідна довгострокова реструктуризація [21].

Розділяємо бачення на перспективи реструктуризації державного та гарантованого боргу України під час війни. Зокрема, щодо необхідності списання 50% боргу (внутрішнього та зовнішнього), відтермінування погашення заборгованості на 20 років та зниження відсоткової ставки до 1-2% (окрім ставок за кредитами МВФ) [95].

Якщо держава не в змозі виконати свої зобов'язання за боргами то проводиться реструктуризація боргів у різних формах. В першу чергу це обмін одних боргових зобов'язань на інші. Ще однією формою реструктуризації є обмін боргових зобов'язань на акції в рамках державних програм приватизації.

Схема «облігації-акції» широко застосовувалась на початку 90-х років в ряді країн Латинської Америки та Східної Європи в ході приватизації. Найбільш демократичною схемою реструктуризації державного боргу являється «викуп». Це схема безповоротного списання боргів – частково чи в цілому – досить часто використовується для найбільш бідніших країн світу [239].

Так, масштабна реструктуризація розширить можливості відновлення економіки та дозволить розпочати формування нової виваженої боргової політики, що вкрай необхідно щоб не допустити уже зроблених помилок. Адже, порівнюючи дефолт та реструктуризацію (табл. 3.7), очевидним є факт, що реструктуризація є більш прийнятним сценарієм для країни боржника [46].

Таблиця 3.7

Порівняльна характеристика дефолту та реструктуризації, як сценаріїв поведінки країни-боржника у випадку втрати платоспроможності

Характерна ознака	Дефолт	Реструктуризація
Зміна статусу позики	-	+
Зменшення суми боргу	-	+
Зменшення відсотків за боргом	-	+
Зміна терміну погашення заборгованості	+	+
Зниження рейтингу країни-позичальника	+	+/-
Підтримка проведення реформ спрямованих на відновлення фінансової стабільності	-	+
Боргова ізоляція країни-позичальника	+	-

Джерело: побудовано автором.

Через термінологічну плутанину із трактуванням категорії «управління державним боргом» серед українських науковців існують протиріччі у визначенні переліку способів реструктуризації, які часто ототожнюють, або взагалі визначають як способи управління державним боргом. [50]. Так, Шелест О.Л. до основних методів управління державним боргом відносять: пролонгацію боргу, анулювання боргу, викуп боргу з дисконтом, обмін боргу на акції, тимчасовий мораторій на виплату відсотків, конверсія боргу, консолідація боргу та реструктуризація боргу [208]. При цьому, реструктуризація проводиться з індивідуальним набором методів та їх поєднань.

Власенко В. А. відносить до таких ключових методів реструктуризації державного боргу [37]: конверсію, консолідацію, уніфікацію, відстрочення погашення, анулювання і обмін облігації за регресивним співвідношенням.

В рамках даного дослідження доцільним є огляд методів реструктуризації.

Конверсія державного боргу є одним із методів, що може використовуватися в рамках реструктуризації. В наукових джерелах використовується трактування конверсії в широкому та у вузькому розумінні. У широкому розумінні конверсія це будь яка заміна поточного боргового зобов'язання на новий борг (або інший актив, в тому числі актив, що забезпечується власністю). Також, є дослідження, які визначають поняття конверсії боргу більш вузько вбачаючи у ній лише обмін боргових зобов'язань на власність.

Конверсія боргу (борговий своп) може набирати таких форм: «1) викуп боргу – надання країні-боржникові можливості викупити власні боргові зобов'язання на вторинному ринку боргів; 2) капіталізація боргу, тобто обмін зовнішнього боргу на власність (акціонерний капітал) зі знижкою; 3) конверсія «борг-борг», тобто заміна існуючих боргових зобов'язань новими борговими зобов'язаннями» [37].

Найчастіше конверсію використовують для врегулювання зовнішнього боргу країни. Якщо мова йде про капіталізацію зовнішнього боргу, то власниками акцій державних підприємств стають іноземні інвестори, які мали у власності облігації зовнішньої позики. Такий метод реструктуризації має очевидні недоліки.

Адже держава втрачає власні активи та можливість ними управляти і отримувати дохід. При цьому в разі погіршення боргової ситуації зокрема та макроекономічної ситуації в цілому, можливий продаж активів через механізми ринку цінних паперів. При цьому, не будуть враховуватись як інтереси держав та вплив цих процесів на національну економіку.

Основний принцип реструктуризації боргу за допомогою методу конверсії полягає в посиленні контролю кредиторів за використанням виданих нових позик. Яскравим прикладом успішно проведених реструктуризацій є конверсії для реструктуризації з використанням плану Бреді.

Конверсію державного боргу часто компонують із консолідацією. Консолідація передбачає зміна умов позики, пов'язана з їх строками (як у бік збільшення, так і в бік зменшення строку уже випущених позик) [202].

Також, в рамках реструктуризації державного боргу можлива уніфікація, що являє собою об'єднання кількох старих боргів в один новий. Уніфікація державного боргу, що сформований за рахунок продажу облігацій може проводитись із регресивним співвідношенням, тобто обмін кількох старих облігацій на одну нову. «Одним із сучасних методів управління державним боргом є викуп боргу, тобто надання державі-боржникові можливості викупити свої боргові зобов'язання на вторинному ринку цінних паперів із дисконтом за іноземну валюту» [79].

Проведення реструктуризації державного боргу може здійснюватися за допомогою методу рефінансування. Рефінансування державного боргу – це погашення основної заборгованості й процентів за рахунок коштів, отриманих від розміщення нових позик [202]. Чільне місце в процесі рефінансування наявних боргів сьогодні займає сек'юритизації частини боргу, який сформований за рахунок отриманих кредитів, а не через механізм випуску державних боргових інструментів.

На ринку державного боргу під сек'юритизацією слід розуміти технологію рефінансування, яка полягає у конвертації несек'юритизованих державних боргових зобов'язань у боргові цінні папери. Не завжди технологія сек'юритизації

проводиться в процесі врегулювання державного боргу. Досить часто здійснення сек'юритизації державного боргу є інструментом покращення інвестиційних характеристик ринку, зокрема його ліквідності.

Основною перевагою сек'юритизації державного боргу є те, що вона може використовуватись не лише для конвертації зовнішнього боргу, а також і внутрішнього. При цьому, слід зазначити, що проведення сек'юритизації державних боргових зобов'язань часто здійснюється із зміною інших параметрів – відсотків, термінів, присутності чи відсутності гарантій за боргом. При цьому відзначимо, що зобов'язання за цінними паперами з позиції надійності переважають над кредитними зобов'язаннями. Тому, процес сек'юритизації вимагає забезпечення нового боргу гарантіями. До того ж, в переважній більшості через погіршення платоспроможності держави виникає необхідність у пролонгації боргу (в порівнянні із несек'юритизованими зобов'язаннями).

Актуальність сек'юритизації для способу врегулювання державного боргу актуальна для країн із ринками що формуються. Адже, як зазначено в роботі, високорозвинені країни формують в більшій мірі борг за допомогою випуску цінних паперів.

Ефективність сек'юритизації державного боргу, як методу реструктуризації є дуже високою. Застосування даної технології врегулювання державного боргу використовується не лише для подолання труднощів в обслуговуванні боргу. Деякі держави-позичальники пропонують своїм кредиторам реструктурувати борг навіть без наявності у них проблем з платоспроможністю, а користуються сприятливою ситуацією на фінансових ринках. Таким чином, дана технологія використовується не для врегулювання боргу та уникнення дефолту, а для оптимізації державного боргу з умовою не погіршення стану кредиторів.

У сучасних дослідженнях зустрічаються і інші бачення сек'юритизації державного боргу, коли розуміють випуск позичальником нових боргових цінних паперів, які або підлягають продажу і виручка від їх реалізації спрямовується на викуп боргу, або безпосередньо обмінюються на поточні боргові зобов'язання [22]. Проте, в роботі переслідуюмо інше бачення, яке передбачає переведення

несек'юритизованих зобов'язань у цінні папери. «Фактично ця схема означає фондове фінансування у формі облігаційних кредитів, які можна вільно продавати на вторинному ринку (на противагу традиційним, здебільшого знерухомленим позикам, які зберігаються кредитором до настання терміну погашення)» [172].

Тут, слід зазначити, що показники, які характеризують стан залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу мають чималий вплив на позиціонування країни у світовій економічній системі. Так, рівень боргів в певній країні та стан їх обслуговування лежить в основі віднесення країни до тієї чи іншої групи. З огляду на погіршення ситуації, та перспективне зниження України в рейтингах звернемо увагу на позиціонування держав у системі глобальних кредиторів. Міжнародний валютний фонд ілюструючи огляд перспектив розвитку світової економіки розділяє країни на такі групи (Додаток Т): розвинені країни та країн з ринком, що формується, і економік, що розвиваються. В свою чергу, розвинені країни та країн з ринком, що формується, і економік, що розвиваються, до яких належить Україна поділяють за двома критеріями [278]:

Першим аналітичним критерієм є джерело експортних надходжень, де виокремлюють країни, що мають велику частку паливних матеріалів в структурі експорту, і країни що спеціалізуються на нетопливних первинних продуктах.

Другим критерієм для класифікації країн є фінансовий критерій, за яким країни поділяються на:

- бідні країни з великою заборгованістю (heavily indebted poor countries (HIPC));
- країни, що розвиваються з низьким рівнем доходу (low-income developing countries (LIDCs)).

При цьому важливим показником, що приймають до уваги фахівці МВФ є показник чистої інвестиційної позиції країни. Міжнародна інвестиційна позиція - це статистичний звіт, що відображає вартість і структуру зовнішніх фінансових активів та зобов'язань країни на певний момент часу. Складається МІП відповідно до вимог шостого видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції (МВФ, 2009) [111].

Чиста міжнародна інвестиційна позиція (запас зовнішніх активів за мінусом запасу зовнішніх зобов'язань) показує різницю між тим, чим країна володіє, і тим, що вона заборгувала [219]. Якщо показник чистої МП має негативний знак: у такому випадку країну називають "чистим боржником" (на відміну від "чистого кредитора", якщо знак "+") [213].

Починаючи з 2000 років за методологією МВФ в Україні зберігається від'ємна чиста інвестиційна позиція і країна є «чистим боржником». При цьому, Україна не класифікована ні в одну із існуючих груп країн з ринком, що формується, і економік, що розвиваються. Така ситуація створює значні перепони можливостей залучення фінансових ресурсів на зовнішньому ринку державного боргу, а також перепони щодо реструктуризації існуючої заборгованості. При цьому, варто підкреслити, що фактично присутні підстави класифікації України як країни, що розвиваються з низьким рівнем доходу. Адже, основний показник – середній річний рівень доходу в Україні нижче порогової межі. Проте, маючи політичне підґрунтя, Україну не віднесено до країн LIDCs. Віднесення МВФ України до груп LIDCs чи NIPCs надало б можливість скористатись діючими для програм підтримки та кредитування, які різні для цих двох груп країн.

Країни LIDCs мають право на пільгове фінансування та визначаються як країни, що відповідають двом критеріям [266]:

- 1) були призначені кандидатами на участь у фінансуванні зі спеціального фонду Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT) у 2013 році;
- 2) мають рівень валового національного доходу на душу населення нижче рівня доходу встановленого для PRGT держав (\$2,390).

При цьому, відзначимо, що на практиці цих двох критеріїв не завжди достатньо для класифікації країни. Для прикладу, рівень доходів Анголи перевищив вибране LIDC обмеження по доходах. При цьому, акцентується на тому, що спадщина громадянського суспільства, війна і домінуюча роль нафти породили різку дихотомію між рівнем доходів і ключовими факторами показники розвитку та дозволило включити країну до списку LIDC.

Для країн LIDCs доступні програми з пільговим механізмом кредитування (під 0 - 0,25% річних). Для найбідніших країн світу надаються безвідсоткові кредити [83, с. 235].

Форс-мажорні обставини слугують приводом для запровадження спеціальних програм підтримки найбіднішим країнам [56]. Для прикладу, в рамках сприяння подолання наслідків пандемії Covid-19 у квітні 2020 року прийнято рішення надання 25 країнам-членам МВФ в рамках переглянутого механізму МВФ - Трастового фонду для обмеження і подолання наслідків катастроф (ККРТ) надає гранти найбіднішим і найбільш уразливим державам-членам для покриття їх боргових зобов'язань перед МВФ на початковому етапі протягом наступних шести місяців [241].

Що ж до бідних країн з великою заборгованістю (НІРСs) то їх виокремлення знаменується ініціативою МВФ і Світовим банком з метою забезпечення того, щоб жодна бідна країна не зіткнулася з борговим тягарем, з яким вона не може впоратися. З тих пір міжнародне фінансове співтовариство, включаючи багатосторонні організації та уряди, спільно працює над тим, щоб знизити до прийняттого рівня тягар зовнішньої заборгованості найбідніших країн з великою заборгованістю.

Країнам-членам даної групи надається доступ до програми, яку можна характеризувати як програму реструктуризації боргового тягаря. Умовою включення до програми є виконання двокрокової програми, що відобразатиме спроможність влади країни виконувати умови політики покращення матеріального положення країни та подолання бідності.

На першому етапі відбувається прийняття рішення щодо доручення країни до програми і перевірка виконання чотирьох ключових умов [229]:

- мати право на отримання позик від Міжнародної агенції розвитку Світового банку, яка надає безвідсоткові позики та гранти найбіднішим країнам світу, а також від фонду МВФ зі скорочення бідності та економічного зростання, який надає позики країнам з низьким рівнем доходу за субсидованими ставками;

- стикаються з неприйнятним борговим тягарем, яке не може бути усунуто за допомогою традиційних механізмів полегшення боргового тягара;

- забезпечили успішну реалізацію реформ і раціональної політики в рамках програм, підтримуваних МВФ і Світовим банком ;

- розробили документ щодо впровадження стратегії скорочення масштабів бідності на основі широкого процесу участі в країні.

Другий етап – є завершальним та означає отримання доступу до реструктуризації боргу країни в разі [229]:

- продемонструвати результативність використання позик від МВФ та Світового банку в частині покращення матеріального положення за рахунок реалізації прокредитованих проектів;

- успішної реалізації реформ, які ставились в якості вимог включення до Ініціативи;

- прийняття і впровадження власної Стратегії подолання бідності.

Якщо підтверджується виконання цих умов, це дозволяє країні отримати повне полегшення боргового тягара, взяте на себе в момент прийняття рішення.

Загалом 37 країн, які отримали полегшення боргового тягара, в період з 2001 по 2015 рік обсяг витрат з обслуговування боргу скоротився приблизно на 1,5 процентних пункту ВВП. Останнім часом, зі збільшенням державного боргу в країнах LIDCs, тягар обслуговування боргу почав зростати, хоча воно все ще залишається на 1 процентний пункт нижче рівня, що існував до впровадження Ініціативи HIPCс з 2017 року [229].

Останнім часом, зі збільшенням державного боргу в країнах LIDCs, тягар обслуговування боргу почав зростати, хоча воно все ще залишається на 1 процентний пункт нижче рівня, що існував до впровадження Ініціативи HIPCс з 2017 року. При цьому, фахівці Міжнародного валютного фонду наголошують на складних завданнях, що лежать на країнах з великим борговим навантаженням. При цьому, ініціативи, що пропонуються для країни з груп HIPCс та LIDCs не вирішують існуючі проблеми в повній мірі. Адже, країни стикаються з загальними проблемами, які включають збереження миру та стабільності, а отже вимагають

постійних фінансових зусиль по зміцненню боргової політики а також збереження підтримки світової спільноти. З такими проблемами зіткнулась і Україна. Вона не входить до числа країн НІРС та LDCs, що унеможлиблює користування пом'якшеними ініціативами, що діють для таких країн.

Таким чином, окреслення доміант політики врегулювання на ринку державного боргу полягає в виокремленні ключових напрямків вирішення проблем, що зумовлені вже існуючою конфігурацією на ринку державного боргу.

З огляду на те, що в роботі виокремлюються два напрями врегулювання на ринку державного боргу, зокрема: відмова від виконання зобов'язань в односторонньому порядку та пошук варіантів врегулювання боргу спільно з кредитором досліджуються перспективи застосування кожного з них в умовах України. Визначається що другий сценарій дій для держави-позичальника полягає у погодженні плану врегулювання боргу з кредитором, що за обставин втрати платоспроможності є єдиним ефективним варіантом та є доміантом політики врегулювання для України. З огляду на погіршення ситуації, та перспективне зниження України в рейтингах звертається увагу на позиціонування держав у системі глобальних кредиторів. Визначення чіткого місця України в даній системі трактується як ще один із доміантів врегулювання на ринку державного боргу. В умовах, що склалися вважаємо за доцільне дослідити перспективи вирішення боргових проблем та окреслити напрямки вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

3.3. Напрямки вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України

Ситуація на ринку державного боргу залишається складною, що підтверджується оцінкою проведеною у другому розділі роботи та значним посиленням цих проблем у 2022 р., який відзначився активним та значним нарощенням розміру державного боргу та проблеми з його обслуговуванням. В

цьому руслі актуалізується питання врегулювання діючих боргів, яке розглянуто в попередньому пункті роботи, а також перспективи цього процесу із використанням інноваційних інструментів залучення фінансових ресурсів як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. При цьому, зауважимо, що в умовах політичної, економічної та фінансової нестабільності вкрай важливо зберегти повне порозуміння з кредиторами та не втратити доступ до ринку позикового капіталу.

Питання визначення ризику та дохідності державних боргових інструментів є суперечливими в сучасних умовах. З однієї сторони кожна держава, особливо в умовах значного дефіциту державного бюджету, прагне запозичувати на ринку державного боргу за низькими ставками. З іншого боку – рейтинг боргових інструментів держави – об'єктивно відображає ризик, що її супроводжує. Дохідність державних боргових інструментів (або відсоткова ставка за отриманим кредитом) є одним із ключових параметрів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Дохідність впливає на інші параметри залучення. Розглядаючи дохідність зі сторони держави-позичальника дохідність можна визначити як вартість залучення фінансових ресурсів чи вартість обслуговування боргу.

Окрім фактору, що характеризує ризик країни-реципієнта позик, дохідність визначається також станом фінансового ринку, в межах якого формується сегмент ринку державного боргу, та стану економічного середовища, де здійснюється позика. Серед факторів стану економічної системи можна виокремити:

відсоткові ставки на внутрішніх та зовнішніх ринках державного боргу та перспективи їх зміни;

валютний курс;

макроекономічні параметри (які розглянуті у п. 3.1);

дохідність на інших секторах фінансового ринку (це також розглянуто у п. 2.2).

Є й характеристики, які безпосередньо впливають на дохідність і стосуються інструмента та самого позичальника – термін погашення, купонна ставка, можливість відкликання, податковий статус, ліквідність, ймовірність неплатежу за зобов'язанням).

Усі фактори, які перелічено вище визначають дохідність і формують певний ризик, який корелює із цією дохідністю. В окремих випадках на дохідність (а також ставку відсотка за кредитом), у більшій мірі, впливають не перелічені фактори, а обсяг залучених фінансових ресурсів. Це притаманно країнам, що здійснюють запозичення поза межами своїх платіжних можливостей, ігноруючи ринкові закони та науково-обґрунтовані межі. Диверсифікація ринку цінних паперів створює передумови повного ринку, який дає змогу забезпечити інвесторам прибуток навіть при тому, коли мають місце несприятливі події на ринку. Досягти цього можливо, коли сегменти фінансового ринку розвинені, а вторинний ринок похідних інструментів є достатньо диверсифікованим [218]. Ринок державного боргу України, як і ринок цінних паперів не може забезпечити цієї функції, адже є мало диверсифікованими, що доводить проведений в роботі аналіз [51].

Кількісна оцінка рейтингу державних боргових інструментів – досить складна та включає численну множину факторів. Проте, їх визначення вкрай важливе для становлення дохідності державних боргових інструментів. Агреговану оцінку ризику інвестування в державні боргові інструменти покликані визначати кредитні рейтинги. Найавторитетнішими міжнародними рейтинговими агентствами, що найбільш часто проводять оцінку кредитних рейтингів державних боргових інструментів є Fitch, Standard & Poor's та Moody's. Їх висновки є домінуючими для прийняття інвестиційних рішень та беруться до уваги міжнародними кредиторами.

Наявність чи відсутність рейтингових оцінок не є обов'язковою вимогою для допуску боргових інструментів на ринок, проте досить бажаною. При цьому, не завжди низька оцінка в рейтингу означає невиконання зобов'язань держави за борговими інструментами, але все ж зв'язок існує. В цілому, під кредитним рейтингом можна розуміти оцінку ймовірності невиконання (або несвоєчасного виконання/неповного виконання) позичальником зобов'язань за борговими цінними паперами або за кредитними договорами. Таку оцінку проводять спеціальні інститути шляхом здійснення усестороннього аналізу фінансового стану позичальника і інвестиційних характеристик фінансових інструментів.

Кожне рейтингове агентство використовує власну методологію для проведення оцінки та має власні шкали для рейтингування (Додаток У), проте їх легко співставити. В контексті дослідження дуже важливою є оцінка рейтинговим агентствами боргових зобов'язань України, адже те чи інше місце в рейтингу відображає поточний фінансовий стан із врахуванням ретроспективи функціонування ринку державного боргу в т.ч. політики залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України, що дозволяє визначити перспективи доступу до ринку позикового капіталу та розширення інструментарію залучення.

Дані таблиці (табл. 3.8) відображають поточні кредитні рейтинги боргових зобов'язань України станом на 19 серпня 2022 р.

Таблиця 3.8

Поточні кредитні рейтинги боргових зобов'язань України

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань в національній валюті		Прогноз	Дата рейтингової дії
	*ДЗ	**КЗ	ДЗ	КЗ		
«Fitch Ratings» (Fitch)	СС	С	ССС-	С		17.08.2022 р. – підвищено рейтинг
«Standard & Poor's» (S&P)	ССС+	С	ССС+	С	Стабільний	19.08.2022 р. – підвищено рейтинг та змінено прогноз
«Moody's Investors Service» (Moody's)	Сaa3	-	Сaa3	-	Негативний	20.05.2022 р. – знижено рейтинг та прогноз
Rating and Investment Information, Inc.* (R&I)	ССС				Перегляд з можливим зниженням	27.07.2022 р. – знижено рейтинг

*довгострокові зобов'язання, ** короткострокові зобов'язання.

Джерело: [94].

В розрізі коротко- та довгострокових зобов'язань в іноземній та національній валюті відображено поточні рейтинги зобов'язань України, які мають наступні характеристики: Fitch оцінює на один пункт нижче довгострокові зобов'язання в іноземній валюті в порівнянні з зобов'язаннями в національній. Характеристика місця в рейтингу довгострокових зобов'язань України, за версією Fitch, відповідає значенню «є вразливість до дефолту. Фінансовий стан емітента – несприятливий. Висока ймовірність припинення платежів». Рейтинг короткострокових зобов'язань перебуває у цьому ж рейтинговому діапазоні за версією Fitch. З початку вторгнення рф на територію України рейтинг довгострокових зобов'язань впав з В до ССС. Причини зниження рейтингу пояснюють дією ряду факторів [234], з якими важко не погодитись. Ключовими драйверами зниження кредитного рейтингу є:

1. Початок реструктуризації, про яку йшла мова в попередньому п. роботи. Агентство класифікує такі події як початок процесу проблемного обміну боргами. Реструктуризація із суттєвим зменшенням термінів сплати боргу чи відтермінуванням сплати відсотків та основної суми тягне за собою традиційний дефолт. З цих причин прогнозується зниження рейтингу.

2. Значний тиск військових витрат на боргову систему України, що ймовірно спровокує потребу в широкій реструктуризації. Така ситуації відобразиться на макрофінансовому стані України.

3. В даному випадку велика частка внутрішніх зобов'язань в національній валюті створює додаткові ризики. Так, великою часткою облігацій внутрішньої державної позики володіють банки. Затримка чи припинення виплат за ними негативно відобразиться на стані банківської системи, в той час як зовнішні кредитори мають можливості для реструктуризації.

4. Прогнозується затяжна війна з рф, що відповідно матиме негативні фінансові наслідки для України.

5. Прогноз спаду економіки Україну у 2022 р. на 33%, велика частка зовнішньої міграції населення та значна втрата інфраструктури.

6. Значний тиск на міжнародні резерви, який виникає через відтік іноземною валюти, що супроводжує міграцію населення та торгівельні кредити України.

7. Прогноз дефіциту Державного бюджету України досягає максимального показника у 2022 р. – 29,1% ВВП. Ключовою причиною є тиск військових витрат та витрат на відновлення інфраструктури. В таких умовах фіскального дефіциту не уникнути.

8. Необхідність продовження процесів реструктуризації у 2023 р., та пошуку джерел фінансування дефіциту, які залишаються невизначеними на даний момент.

9. Агентство Fitch прогнозує величезне зростання Державного боргу України: на 48 пунктів у 2022 р. та 92-103% ВВП у 2023 р. Більшість позик України мають пільгові умови, частково компенсуються більш короткими боргами після збільшення облікової ставки НБУ до 25%. Високий валютний ризик, адже 61% боргу номінований у іноземній валюті.

10. Високий рівень інфляції, яка прискорюється (прогноз до 30% в кінці 2022 р.).

При цьому Україна має сильні сторони, які мають вагоме значення для висновків щодо рейтингу. Зокрема, мова про сприятливі показники сталого розвитку та надійна структура макроекономічної політики.

Що ж до висновків S&P то він перебуває в тому ж діапазоні, що й попередній. Проте, останні зміни в рейтингу України за S&P є позитивними, адже після врегулювання заборгованості у серпні 2022 р. рейтинг підвищили.

Той самий діапазон у рейтингу Moody's. При цьому останні зміни – прогноз негативний, а чергове зниження в рейтингу було у травні 2022р. – з Сaa2 на Сaa3.

Серед країн, чиї інструменти присутні у рейтингах провідних міжнародних рейтингових агентств не багато тих, що займають аналогічні Україні діапазони оцінок, або ж ще нижче за рейтингом. Серед таких країн: Аргентина, Буркіна Фасо, Бенін, Білорусь, Республіка Конго, Ефіопія, Габон, Гренада, Гана, Ліван, Шрі-Ланка, Мозамбик, Суринам, Сальвадор, Туніс, Венесуела, Замбія. Дані таблиці (табл. 3.9) ілюструють позиції в світових рейтингах окремих країн (в т. числі Польщі, дані якої в роботі використовувались для порівняння). Так, довгострокові

зобов'язання Великобританії перебувають в діапазоні «висока якість», Греції, яка проводила численні реструктуризації – «хитка платіжна якість», Польщі – «сильна платіжна здатність». І з обраних лише Замбія, країна з низьким рівнем доходу має нижчі показники ніж Україна та перебуває в діапазоні «У стані банкрутства чи часткового дефолту».

Таблиця 3.9

Рейтингові оцінки довгострокових боргових зобов'язань України на фоні інших країн станом на 01.01.2023 р.

Рейтингові агентства/країни	«Fitch Ratings» (Fitch)	«Standard & Poor's» (S&P)	«Moody's Investors Service» (Moody's)
Великобританія	AA-	AA	Aa3
Греція	BB	BB+	Ba3
Польща	A-	A-	A2
Україна	CC	CCC+	Caa3
Замбія	RD	SD	-

Джерело: вибірка з [269].

Таким чином, можна стверджувати, що міжнародна кредитна позиція України перебуває на низькому рівні, що відповідає рейтингу бідних країн світу. Проте, геополітичний форс-мажор у вигляді війни з росією не дозволяє розцінювати ситуацію та порівнювати боргову ситуацію в Україні з країнами-аналогами по міжнародному кредитному рейтингу.

Політична, економічна та фінансова підтримка світу надає унікальну можливість реструктуризації зовнішніх боргів. Саме тому, боргова політика України повинна врахувати переваги та недоліки можливої реструктуризації для максимальної реалізації можливостей кризового періоду. Реструктуризація, що проведена літом 2022 р. не вирішує боргових проблем України, а лише відтермінує їх на 2 роки. Проте, навіть за найкращого сценарію розвитку подій, який включає завершення війни з росією, не вбачається можливим швидке економічне та інфраструктурне відновлення, що дозволить розраховуватись за існуючими та новими боргами.

В той же час, слід підкреслити, що Україна перебуває в глобальному борговому просторі, де зараз загострюються проблеми пов'язані із функціонуванням світового ринку державного боргу. Ще в 2021 р., коли актуальними були питання відновлення економік після глобальної фінансової кризи, дослідження д.е.н., професора Богдан Т. П. було дуже актуальним, адже порушувало проблематику фінансиалізації світової економіки та нарощення глобального боргу. Так, науковиця визначила, що фінансиалізація це збільшення вартості незабезпечених фінансових активів по всьому світу, або ж, як часто визначають фінансиалізацію – процес і результат збільшення обсягів і значущості фінансового сектору (його домінування) відносно інших секторів економіки [12].

При цьому, Тернер Е. наголошує, що збільшення частки фінансового сектору в межах певної економіки є позитивним явищем, але лише до певного моменту. Адже коли сумарна величина боргів усіх економічних суб'єктів перевищує певний критичний рівень, розширення фінансового сектору чинить деструктивний вплив [191].

У той же час, автор наголошує, що процеси фінансиалізації економіки України мають свої особливості, що відрізняють її від аналогічних, за рівнем розвитку, країн: сумарна заборгованість суб'єктів економіки по відношенню до ВВП у 2,5 рази нижче ніж у країн з ринками, що формуються, а показник державного боргу до ВВП втричі більший, ніж середній у цій групі країн. Це свідчить про диспропорції боргового сегменту, що існують в Україні та посилюють негативні наслідки фінансиалізація. «Низький рівень кредитування національної економіки гальмує економічне зростання в Україні, а наявні деформації на користь зовнішнього фінансування підвищують валютні ризики накопичених боргів та ризики рефінансування боргу. Високі ризики рефінансування боргів приватним кредиторам можуть трансформуватися в проблеми макрофінансової нестабільності» [12].

На глобальному рівні поширення фінансиалізації економік призводить до зростання глобального боргу цілому та державних боргів зокрема. При цьому зростають і показники сумарного боргу сектору нефінансових корпорацій, який

частково сформований за рахунок державних гарантій, а отже, погіршення портфелю глобальної заборгованості нефінансових корпорацій додатково навантажує державний сектор в разі погіршення боргової ситуації. Не виключенням є і Україна, про що йшла мова у другому розділі роботи.

Зниження відсоткових ставок у країнах з розвиненими економіками провокувало глобальне зниження ставок на світовому ринку державного боргу. Це полегшило доступ до позикового капіталу для країн з ринками, що формуються і сприяло непомірному задоволенню боргових потреб. На фоні цих процесів зростає і потреба в реструктуризації, яка спричиняє масове погіршення кредитних рейтингів таких країн.

Про надмірне нарощення державних запозичень у країнах з ринками що формуються стверджують і зарубіжні науковці. Серед ринків, що розвиваються, близько 25 відсотків мають високий ризик і стикаються зі спредами запозичень, схожими на дефолт. Підвищення рівня диверсифікації кредиторів на зовнішньому ринку державних позик значно ускладнює процес реструктуризації. Крім того, ніхто не хоче реструктуризувати борг перед самим собою, якщо це принесе користь іншим кредиторам, а не самій країні. Немає ефективної основи для об'єднання всіх цих кредиторів. Так само немає жодного підходу до реструктуризації боргу, який міг би дати те, що необхідно — новий старт для країн із великою заборгованістю, які постраждали від кризи [252].

В контексті заданої конфігурації на світовому ринку державного боргу, та воєнного посилення проблем на ринку державного боргу України слід підкреслити, що заходи вирішення виявлених проблем перебувають в межах площини комплексного вирішення не лише боргових проблем, а й економічних проблем в цілому. Поступове зменшення заборгованості, на фоні економічного зростання – єдиний шлях, який зменшить відчутність боргового тягаря України. У таблиці 3.10 наведено ключові напрямки врегулювання проблем, що прямо чи опосередковано впливають на ринок державного боргу України.

Ключові напрямки врегулювання проблем, що прямо чи опосередковано впливають на ринок державного боргу України

Напрямок врегулювання	Проблема, що вирішується
<i>Прямий вплив на ринок державного боргу</i>	
Масштабна реструктуризація боргу України;	Зменшення боргового тиску на економіку, можливість ефективного перерозподілу «зеконормованих» фінансових ресурсів.
Нормативна фіксація показників, що характеризують боргове положення (відношення розміру боргу до ВВП, частка зовнішнього боргу, частка позик у іноземній валюті, частка гарантованого державною боргу);	Утримання показників боргової безпеки в допустимому діапазоні. Покращення якості «боргового портфеля держави».
Перегляд та реформування діючої системи менеджменту та оцінки ризиків пов'язаних з наданням державних гарантій з урахуванням світового досвіду;	Зниження ризиків гарантованого державою боргу та збільшення якості портфелю державних гарантій.
Актуалізація Стратегії управління державним боргом та посилення її значення і дотримання вимог;	Нормативна фіксація довгострокових цілей в процесі управління державним боргом.
Визначення статусу України в рамках співпраці з МВФ та СБ;	Доступ до пільгових програм кредитування.
Диверсифікація інструментів залучення на внутрішньому та зовнішньому ринках;	Активізація ринку державних боргових цінних паперів, освоєння резервів вітчизняного ринку капіталів.
Пожвавлення внутрішнього ринку державного боргу;	Збільшення частки запозичень на внутрішньому ринку державного боргу України.
<i>Опосередкований вплив на ринок державного боргу</i>	
Циклічне коригування дефіциту бюджету;	Розширення можливостей формування боргових буферів безпеки у період економічного пожвавлення та їх використання в період рецесії.
Бюджетна консолідація;	Скорочення дефіциту бюджету, сприяння макроекономічній стабілізації.
Пошук та розбудова податкового потенціалу сектору фінансових та нефінансових корпорацій;	Збільшення податкових надходжень до бюджету, вирівнювання бюджетів.
Фінансові репресії;	Зниження вартості залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу за рахунок викривлення відсоткових ставок на ринку капіталу.
Встановлення науково-обґрунтованих лімітів на частки державних боргових цінних паперів у портфелях українських банків;	Мінімізація прояву «ефекту витіснення» на ринках капіталу.
Адекватна політика ціноутворення на ринках капіталів України;	Справедливі ринкові механізми побудови кон'юнктури на ринку капіталу, рівний доступ до ринку капіталу.

Джерело: побудовано автором.

Розмір державного боргу та його складових мають регламентуватись та за будь яких умов необхідне чітке дотримання нормативно фіксованих значень. Натомість, дотримання значення показника співвідношення державного боргу до ВВП, про яке йде мова у Бюджетному кодексі України і дія якого призупинена провокувало хвилеподібне нарощення боргів.

При цьому, для утримання макроекономічної стабільності в країні у кризові періоди (такі як пандемія, війна чи чергова зміна економічного циклу) слід стримувати нарощення боргів у період економічного піднесення чи відносної стабільності, для того, щоб мати можливість активніше здійснювати запозичення тоді, коли це необхідно. Саме тому, необхідно використовувати потенціал «сприятливих» періодів та коригувати дефіцит бюджету у відповідності із економічними циклами [238].

Коригування дефіциту бюджету повинно відбуватись за принципами бюджетної консолідації, але з врахуванням поточного макроекономічного положення. При цьому, як відзначає Богдан Т., можливості бюджетної консолідації за рахунок зменшення державних видатків є вкрай обмеженими, а отже залишається лише варіант посилення фіскального тиску. Так, у 2021 р. обсяг фіскальної консолідації в Україні був більшим від середніх величин у розвинених країнах чи країнах із ринками, що формуються [6].

Війна в Україні тим більш відкладає перспективу використання інструменту фіскальної консолідації. Про обмежені можливості консолідації говорить також Данилишин Б., який наводить приклади неефективності зазначених дій у ряді країни світу [4]. Погоджуємось з думкою фахівців Національного інституту стратегічних досліджень, які вивчаючи економічні підсумки 2022 р. та перспективи 2023 р., відмічають, що для України важливо уникнути ситуації, за якої засоби протидії інфляції та фіскальної консолідації обмежують національні ресурсні можливості фінансування відновлення, перекладаючи останнє на плечі іноземних донорів.

Проте, інструмент фіскальної консолідації перебуває в базі потенційних інструментів макроекономічної та боргової стабілізації. До того ж відкритим залишається питання розширення податкового потенціалу сектору фінансових та

нефінансових корпорацій, оптимізації бюджетних видатків та постійний моніторинг на предмет корупції та уникнення (ухилення) від сплати податків. Суспільно схвальним в період повоєнної відбудови економіки України високо ймовірно стане доміантизація принципу соціальної справедливості, в тому числі в податковій політиці, а саме – розгляд можливості використання прогресивних шкал та податків для осіб з великими доходами та суб'єктів з великими прибутками.

Розглядаючи перспективні методи врегулювання боргових проблем, слід звернути увагу на фінансові репресії, які передбачають використання адміністративних важелів перерозподілу фінансових ресурсів суб'єктів економіки в інтересах держави з метою абсолютного чи відносного зменшення обсягів державного боргу. Відповідно неринкові втручання у ринкові механізми призводить до викривлення процесів ціноутворення на фінансовому ринку та зміну кон'юнктури фінансового ринку в цілому та ринку державного боргу зокрема.

Найпоширенішими інструментами фінансових репресій в Україні є: адміністрування процентних ставок, нормування структури фінансових портфельів, управління резервними вимогами, валютний контроль, регулювання режиму розміщення державних цінних паперів та інші, які безпосередньо чи опосередковано використовуються Національним банком України або Урядом. Підтримання облікової ставки НБУ на рівні, нижчому за рівень інфляції, є одним із прикладів опосередкованого застосування фінансових репресій в окремі періоди [122].

Попри негативні наслідки втручання у ринкові механізми фінансового ринку в цілому, та ринку державного боргу зокрема, країни світу використовують фінансові репресії з метою мінімізації боргового навантаження на економіку.

Так, варто погодитись з думками, що застосування фінансової репресії, з однієї сторони, не дає можливості повноцінного й ефективного функціонування фінансової системи, а з іншої — дає змогу уряду наповнити державний бюджет за рахунок додаткових надходжень чи скоротити витрати по обслуговуванню державного боргу [128]. Таким чином, фінансові репресії можна віднести до екстрених заходів короткострокової дії, адже за їх допомогою не можливо вирішити боргові проблеми, а їх позитивний ефект має короткостроковий характер.

Тобто, борговий тиск на економіку посилюється тоді, коли темпи розвитку останньої відстають від темпів нарощення боргу. При цьому, сприятливий вплив буде в обох випадках і відчутність боргового тиску на економіку зменшиться. «Більш високі темпи зростання економіки знижують співвідношення державного боргу і ВВП не тільки через погашення боргу за рахунок додаткових податкових надходжень, а й через підвищення номінального рівня ВВП» [12].

Серед заходів врегулювання проблем, що існують на ринку державного боргу слід виокремити необхідність визначення статусу України в рамках співпраці з Міжнародним валютним фондом та Світовим банком про що йшлося в попередніх розділах роботи. Адже ініціативи які існують для країн HIPS та LDCs відкривають можливості участі в програмах доступу до дешевих фінансових ресурсів. Мова йде про ініціативи, що пропонуються щодо бідних країн, переобтяжених боргом (HIPC-Initiative) та Багатосторонньої ініціативи з полегшення тягаря заборгованості (MDRI) [210].

Досі борговий статус України не дозволяв віднести країну до переліку країни, що можуть претендувати на ці ініціативи. Проте, вважаємо за необхідне з врахуванням обтяжливих умов та необхідності повоєнної відбудови ініціювання перегляду боргового статусу України.

Підтримуємо необхідність вдосконалення менеджменту видачі державних гарантій в тому числі та ідентифікації та кількісного аналізу ризиків пов'язаних з наданням державних гарантій. Діюче з 2011 року Положення [142], що регламентує даний процес, потребує оновлення та фіксації конкретних нормативів. У другому розділі роботи проаналізовано динаміку гарантованого державного боргу, який формується за рахунок запозичень на внутрішньому та зовнішньому сегментах ринку державного боргу України.

Надання державних гарантій в умовах обмеженого доступу до ринку капіталу та високої вартості залучення дозволяє використовувати оптимальні засоби розподілу кредитного ризику без втрати потенціалу виробничо-інвестиційного потенціалу фінансових та нефінансових корпорацій. Проте, тут важливі два моменти: корупційна складова та ефективність менеджменту надання

гарантій. З врахуванням цих двох параметрів, варто зосередитись на вдосконаленні політики управління гарантованим боргом в Україні в цілому. Перш за все мова про встановлення науково-обґрунтованої частки гарантованого боргу в структурі сукупного державного боргу, а також підвищенні ефективності менеджменту надання державних гарантій.

Неефективне управління державними гарантіями може призвести до втрати державних ресурсів та підвищити ризики фіскальної кризи. В той же час менеджмент державних гарантій – досить складний процес, який зумовлений складністю визначення майбутньої вартості таких позик та надмірне використання державних гарантій як інструменту залучення фінансування через відтерміноване відображення у структурі державного боргу. Ці проблеми можна пом'якшити шляхом встановлення лімітів, чітких правил та політики моніторингу гарантій.

Фахівці групи світового банку звертають увагу на необхідність вдосконалення менеджменту державних гарантій, який є досить складним, але за дієво-вибудованої системи дозволяє подолати труднощі держави, пов'язані із підтримкою пріоритетних галузей та підприємств. Пропонується проведення вдосконалення управління гарантіями держави на основі реалізації контрольних заходів, до яких відносять [249]:

заходи щодо встановлення макроекономічного контролю за гарантіями шляхом встановлення обмежень на їх використання та обмеження повноважень на їх надання;

заходи для покращення рішень щодо надання приватним особам гарантії за допомогою вказівок, обмежень, умов, оцінки вартості, гарантійних зборів та структурований процес прийняття рішень;

заходи для забезпечення ретельного управління після надання гарантій, включаючи реєстрацію та звітність про гарантії, домовленості про оплату коли це необхідно, і навчання з минулого досвіду.

Отже, вдосконалення системи управління державними гарантіями не випадково перебуває у центрі уваги у ряді країн. Деякі розробили нові процедури затвердження та моніторингу гарантії. Інші розробили способи оцінки вартості

гарантій, у деяких випадках навіть, в тому числі, витрати в розрахунковому дефіциті бюджету. Багато держав орієнтувались на покращення прозорості гарантій, інші – контролюють ліміти державної заборгованості та включають гарантії до прямого боргу. Інвестори, кредитно-рейтингові агентства та інші організації також фокусують увагу на ризики, які виникають при наданні позик під державні гарантії, що ще більше спонукало уряди управляти ними ретельно. Україна не є виключенням. І з огляду на розмір та структуру заборгованості за гарантіями, які надані державою за залученими внутрішніми та зовнішніми позиками – потребує реформування.

Що ж до стимулювання розвитку ринку державного боргу України, в частині активізації попиту на інструменти залучення фінансових інструментів, варто зосередитись на їх видовій диверсифікації. Серед інструментів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, які використовуються у світі, але досі не набули популярності в Україні можна віднести:

- деривативи (рис. 3.6);
- державні зелені облігації;
- представницькі неринкові облігації;
- облігації індексовані на інфляцію.

Використання похідних фінансових інструментів під час управління державними боргом – поширена у світі практика, що дозволяє хеджувати ризики. Аналітики інвестиційного банку «Barclays Capital» відзначають, що деривативи є гнучкими інструментами, які дозволяють оперативного досягти зміни структури та параметрів державного боргу. Їх використання сприятливо впливає на досягнення прозорості й прогнозованості політики управління державним боргом та допомагають підтримувати ліквідність ринку [261]. Використання деривативів дає змогу зменшити валютні, процентні ризики, ризики дефолту.

Таким чином, використання похідних фінансових інструментів на ринку державного боргу дозволяє застосовувати усі можливості вирішення наявних проблем, хеджувати та знизити ризики, покращити якість боргових інструментів та підвищити попит на них.

Інструмент	Характеристика
Валютний своп	➔ Угода з обміну платежів основної суми й процентів в одній валюті на платежі основної суми і процентів в іншій валют
Процентний своп	➔ Угода між контрагентами щодо обміну періодичними процентними виплатами.
Кредитно-дефолтний своп	➔ Угода, згідно з якою покупець на основі разових або регулярних внесків сплачує премію за кредитний ризик емітентові, який бере на себе зобов'язання погасити виданий покупцем кредит третій стороні в разі неможливості погашення кредиту боржником (дефолт третьої сторони).
Валютні форварди та ф'ючерси	➔ Угоди, які передбачають купівлю-продаж валюти в певний момент у майбутньому за наперед обумовленим валютним курсом.
Кепи, флори й колари	➔ Угоди між двома сторонами, коли одна зі сторін зобов'язується за попередню винагороду в установлені строки компенсувати другій стороні різницю між реальним рівнем процентної ставки (яка називається референтною ставкою) й еталонним (визначеним у контракті) рівнем.

Рис. 3.6. Деривативи інструментарної диверсифікації ринку державного боргу України

Джерело: побудовано автором за [240; 121].

Напрямки та постулати вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України повинні бути відображені у Стратегії управління державним боргом та носити обов'язковий характер, а не бути декларативними. Такі думки присутні і в працях науковців, що досліджували дану проблематику, зокрема [104].

Що ж до диверсифікації цільових інструментів залучення фінансування на ринку державного боргу, то тут також слід звернути увагу на практику випуску цільових облігацій державної позики. Окрім військових облігацій (військові ОВДП), які випускаються з березня 2022 року, а залучені кошти спрямовуються на безперерйне забезпечення фінансових потреб держави в умовах воєнного стану – соціальні та оборонні, доцільно розглянути досвід випуску інших видів цільових облігацій.

З огляду на необхідність реалізації відновлення інфраструктурних об'єктів, що зазнали руйнувань під час війни з росією, а також перманентного дефіциту бюджетних коштів, виникає необхідність розширення способів залучення фінансування на ринку державного боргу. Використання цільових облігацій внутрішньої позики поза межами державно-приватного партнерства – один із інструментів, що на нашу думку, поживає попит на внутрішньому ринку державного боргу та знайде позитивне відображення на довірі та популяризації державних боргових фінансових інструментів. Такої ж думки дотримуються ряд українських науковців.

Так, Забаштанський М., Ломонос Р. та Ломонос Р. обґрунтовують визначальну роль державно-приватного партнерства в забезпеченні фінансової безпеки держави [73]. Інфраструктурні облігації використовуються у ряді країн як інструмент залучення державного фінансування.

Інфраструктурні облігації, що емітує юридична особа – концесіонер, становлять менш поширений варіант фінансування інфраструктурних проектів у світовій практиці, і вони більше вважаються винятком. Зазвичай більш поширеним є випуск державних або муніципальних облігацій. Така практика є поширеною у Сполучених Штатах та країнах Європи, де вони відомі як «revenue bonds», «industrial revenue bonds» та інші подібні фінансові інструменти.

В Австралії головним емітентом інфраструктурних облігацій є уряд. Процес емісії інфраструктурних облігацій регулюється двома важливими агентствами: Австралійською податковою службою та державним органом по дотаціях на розвиток. Останнє агентство відповідає за те, щоб емісія облігацій відповідала вимогам законодавства.

Законодавчі обмеження стосовно інфраструктурних облігацій включають в себе чітко визначений список об'єктів, які вважаються інфраструктурними. Це означає, що кошти, залучені через інфраструктурні облігації, повинні бути використані для проектів, які відповідають цим обмеженням і спрямовані на розвиток і підтримку інфраструктури [123].

З огляду на проблематику, пов'язану зі значною часткою гарантованого боргу та якістю портфелі державних гарантій, в Україні варто зосередитись на активізації цільових інфраструктурних облігацій, що випускатимуться саме державою поза межами ДПП.

Досвід Польщі продемонстрував ефективність випуску державних зелених облігацій, які вперше були випущені у 2016 році. Після того ще 10 країн, скориставшись досвідом, випустили зелені облігації. «Зелені облігації – це облігації, проспект (рішення про емісію, а для державних облігацій України – умови розміщення) яких передбачає (передбачають) використання залучених коштів виключно на фінансування екологічного проекту або окремого його етапу» [161]. «Франція ініціювала випуск зелених облігацій на суму 7 мільярдів євро в січні 2017 року і відновлювала емісію кілька разів на рік» [217].

Статистика ілюструє, що частка суверенних зелених облігацій на глобальному ринку державних облігацій складає 12% у країнах з розвинутими ринками, та 13% у країнах з ринками, що розвиваються [237]. Також, емісію таких фінансових інструментів здійснюють: Світовий банк, банківські установи, уряди, банки розвитку, нефінансові корпорації, органи місцевої влади.

На сьогодні існує значна кількість середньо- та довгострокових «зелених» проектів. Залучені кошти спрямовуються на фінансування екологічних та соціальних проектів, які вирішують важливі глобальні проблеми [76]. Окрім цього, випуск зелених облігацій сприяє розвитку та диверсифікації ринку цінних паперів і в той же час допомагає досягати цілей сталого розвитку.

Попри це зелені облігації, як і інфраструктурні не позбавлені окремих недоліків, зокрема мова про втрату ліквідності таких інструментів, що в кінцевому підсумку знаходить відображення на посиленні боргового тиску.

Ще одним інструментом, який пропонується використовувати на ринку державного боргу для залучення фінансування є представницькі неринкові облігації. Такі цінні папери допомагають урізноманітнити інструменти залучення фінансування, проте їх обіг на ринку цінних паперів фактично є обмеженим. Тому, такі цінні папери демонструють однобічний вплив на ринок державного боргу –

розширення інструментарію фінансування. «Неринкова» природа таких державних облігацій пояснюється тим, що їх переміщення від власника до власника є неможливим. А отже попит та пропозиція на такі інструменти існує лише під час емісії. На рисунку 3.7 відображено порівняння ринкових та неринкових державних облігацій.

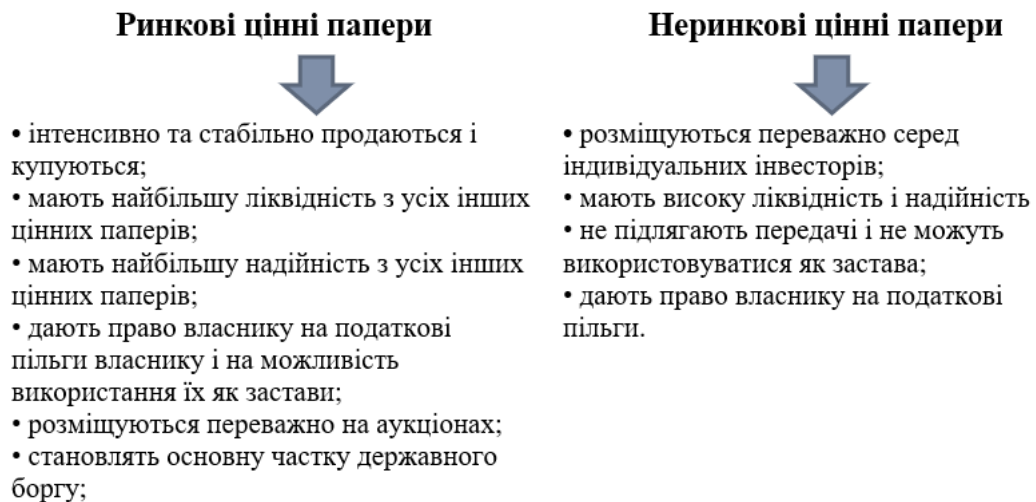


Рис. 3.7. Порівняльна характеристика ринкових та неринкових державних цінних паперів

Джерело: [110, с. 33].

Неринкові державні облігації можна вважати інструментами індивідуального інвестування, адже вони купуються фізичними особами. Також, неринкові облігації є ощадним інструментом і в більшій мірі активізують залучення фінансування на внутрішньому ринку державного боргу. Такі інструменти залучення фінансування існують у багатьох країнах світу – США, Великобританія, Японія [116]. Детальна типологізація державних боргових інструментів, що використовуються на ринках державного боргу провідних країн світу зображена в таблиці (додаток Ф).

Так, досить популярним державним борговим інструментом, що випускається у Японії, США, Великобританії, Німеччині та інших країнах є облігації індексовані на інфляцію. Цей інструмент залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу використовується як в умовах розвинених економік так і в економіках з ринками, що формуються, до яких належить Україна.

При цьому, в дослідженнях панує думка, що ефективність використання облігацій індексованих на інфляцію значно вища у країнах де прослідковується тенденція до зменшення інфляції, або в країнах із нестабільною економічною ситуацією. Це пояснюється тим, що «зазвичай після певних соціально-економічних збурень відбуваються економічні трансформації, швидко зростає інфляція. Але згодом з'являються передумови для зниження рівня інфляції впродовж декількох років. У цьому періоді відсоткові ставки знижуються, відповідно витрати на погашення й обслуговування державного боргу також спадають» [99].

Проведені дослідження доводять, що випуск облігацій індексованих на інфляцію у період піку інфляційних коливань може забезпечити зменшення витрат на обслуговування державного боргу. До того ж використання таких інструментів дозволяє зменшити ризики інвесторів, що відображається на попиті на державні боргові інструменти. Саме тому, в період повоєнної відбудови із завершенням війни в Україні, можливості використання державних облігацій індексованих на інфляцію може бути доцільним.

В другому розділі роботи ідентифіковано проблему залежності ринку державного боргу України від зовнішніх позик. При цьому, стимулювання активізації внутрішнього ринку державного боргу, що пропонується як напрям врегулювання проблем на ринку державного боргу України в цілому, повинно відбуватись у чіткій координації з грошово-кредитною політикою для забезпечення адекватної ринкової політики ціноутворення на ринку капіталу.

Обмеженість грошової маси в межах певної економічної системи є об'єктивним явищем. В межах перерозподілу кредитної пропозиції відбувається спрямування грошових потоків на певних умовах з кредитного сегменту у борговий чи інвестиційний. Нівелювання негативного впливу ефекту витіснення можливо здійснювати за допомогою економічної політики, зокрема – монетарної та боргової.

Тобто, з однієї сторони, необхідно розширювати запозичення на внутрішньому ринку та підтримувати інвестиційну привабливість державних боргових інструментів, які для суб'єктів економіки виступають інвестиційним активом поруч з альтернативними пропозиціями, включаючи банківські. З іншої ж – така політика призводить до ефекту витіснення. Зазначені фактори ведуть до збільшення потреби в фінансуванні державного боргу України та підвищення привабливості державних боргових інструментів для інвесторів [91].

Проблему надмірної присутності банків на ринку внутрішнього державного боргу України визначено одним із причин «ефекту витіснення», що вимагає додаткових регулюючих заходів, які спрямовані на досягнення балансу на ринку капіталів України. В цьому руслі, зауважимо, що по суті, відсутній норматив, який лімітує банківські установи при інвестуванні у державні боргові цінні папери. Попри те, колишній голова НБУ, неодноразово підкреслював, що світова практика демонструє необхідність дотримання межі вкладів банків певної країни у ОВДП [207]. Ця межа складає 35 % від сумарної депозитної бази, що сформована в певній країні. У таблиці 3.11 відображено обрахунки, що описують зазначений показник в Україні у 2016-2022 рр.

Таблиця 3.11

Показники динаміки ОВДП та депозитів українських банків у 2016-2022 рр.

Показники/роки	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Депозити резидентів, млрд. грн.	793475	898844	932967	1071666	1348130	1503909	1765397
ОВДП у портфелях, млрд. грн.	312470	348638	407443	367060	588307	605244	561457
Показник співвідношення ОВДП/депозити, %	39,4	38,9	43,7	34,3	43,6	40,2	31,8

Джерело: розраховано за [59].

Так, значення показника демонструє його перманентне перевищення над допустимим нормативом. Лише 2 періоди відзначаються тим, що показник відношення ОВДП до сумарних депозитів банків був нижче порогового значення. 2019 рік – коли показник майже досяг максимально-допустимого значення, і

2022 р., де данні включають лише 10 місяців. Отже, ситуація підтверджує те, що враховуючи наявний кредитно-інвестиційний потенціал банківської системи, створюється ефект конкуренції за ці ресурси між суб'єктами національної економіки та державними органами [41]. При цьому, інші учасники ринку, не є активними інвесторами на державному борговому ринку. Дещо збільшилась присутність фізичних осіб, потенціал цього сегменту досі вважається не вичерпаним. Проте, в цілому, частка фізичних осіб у власності ОВДП є несуттєвою.

Практика ціноутворення на ринку капіталів завжди використовує в якості «базової» ставки для визначення умов залучення фінансування на ринку капіталу дохідність державних боргових цінних паперів. Державні боргові фінансові інструменти так чи інакше задають тренд на кредитному ринку, індукують попит і є ключовим орієнтиром для суб'єктів фінансового ринку.

Слід погодитись з Т. Богдан, яка досліджуючи обґрунтованість ставок за державними борговими інструментами підкреслює, що причинами необ'єктивних ставок за ОВДП, які не відповідають закономірностям і тенденціям розвитку фінансово-кредитної системи України є монопольна змова інвесторів, адміністративний тиск емітента, розміщення конкуруючих фінансових інструментів тощо [7].

Розглядаючи конфігурацію ставок на ринку капіталу в аналізованому періоді відмічається так зване «відсоткове сприяння» попиту на ОВДП порівняно з іншими інструментами. Для прикладу, середньозважені ставки за ОВДП в гривні впродовж усього періоду були вищими ніж ставки за депозитами. Це означає, що суб'єктам фінансового ринку, що володіють тимчасово вільними фінансовими ресурсами, з огляду на можливість отримання прибутку інвестиційно привабливішими стають ОВДП. Така ситуація притаманна як для ставок за депозитами фізичним особам так і зі ставками юридичним особам. До того ж, зменшення притоку депозитів у банківську систему може спричинити зниження кредитної активності [41].

Все більше практиків та науковців звертають увагу на те, що таке стимулювання з боку регуляторів у державному борговому сегменті спричиняє ефект витіснення. Так, змість того, щоб стимулювати кредитування національних виробників та підвищувати ділову активність і економічне зростання, держава, через участь державних банків у викупі ОВДП, фінансує споживчі видатки державного бюджету за рахунок коштів вкладників.

Таким чином, в контексті дослідження питання ефективності ринку державного боргу перебуває в площині гармонізації боргової та монетарної політики держави, для формування такої системи перерозподілу фінансових ресурсів в економіці, яка б забезпечила її зростання та забезпечила б оптимальну конфігурацію на національній інвестиційній платформі [57].

Отже, ситуація на ринку державного боргу України впродовж аналізованого в роботі періоду залишалася нестабільною та складною. Ідентифіковані проблеми потребують вирішення, а нові з'являються у зв'язку з війною, яка стала форс-мажорною обставиною та привела не лише ринок державного боргу, а й всю економіку в нову площину кризових взаємодій. Це зумовило необхідність окреслення перспектив врегулювання боргових проблем та виокремлення напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

Поточна економічна ситуація знаходить чітке відображення у всіх показниках стану її сегментів. Фінансовий ринок, на якому формується ринок державного боргу не є виключенням. Ключовим в даному контексті є вартість та ризики залучення капіталу, державного позикового – зокрема. Кількісна оцінка державних позикових інструментів на ринку державного боргу відображається у міжнародних кредитних рейтингах. В розділі приділено увагу оцінкам таких рейтингових агенств – Fitch, Standard & Poor's та Moody's, які визначальною мірою впливають на доступ країни до зовнішнього ринку державних позик. Описано ключові драйвери зниження кредитного рейтингу України та оцінено поточні показники на тлі аналогічних у зарубіжних країнах. Визначено, що міжнародна кредитна позиція України перебуває на низькому рівні, що відповідає

рейтингу бідних країн світу. Проте, геополітичний форс-мажор у вигляді війни з росією не дозволяє розцінювати ситуацію та порівнювати боргову ситуацію в Україні з країнами-аналогами по міжнародному кредитному рейтингу.

Посилює проблематику вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України глобальна фінансиалізація економік світу та прогресуюче зростання глобального боргу та державних боргів у країнах світу, зокрема.

Запропоновано та обґрунтовано використання напрямів вирішення проблем, пов'язаних із процесом залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. Визначено перелік проблем, які вирішуються за допомогою застосування визначених напрямів вдосконалення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. Обґрунтовується прямий та опосередкований вплив зазначених напрямів врегулювання на ринок державного боргу України.

Висновки до розділу 3

1. Для врахування макроекономічних параметрів, які мають вплив на процес залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу можна використовувати метод моделювання ієрархії загроз для побудови моделі ієрархії загроз зростання державного боргу України. Модель створена для доведення гіпотези присутності заданого діапазону факторів впливу, які визначено загрозами зростання розміру Державного боргу України. Це дозволило ранжувати низку загроз за силою їх впливу (від найменшого до найбільшого) на шість груп, серед яких одні відображають зростання видатків, а інші – недоотримання доходів державою. Ця ієрархія повинна лежати в основі вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу.

2. Розгляд доміант політики врегулювання на ринку Державного боргу України є необхідним, адже підбору напрямків вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має передувати вирішення

накопичених проблем та їх врегулювання. Домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу не повинні обиратись ізольовано, а враховувати ряд факторів та загроз зростання державного боргу.

Порівнюючи реструктуризацію та дефолт визначено переваги та недоліки кожного за такими критеріями: зміна статусу позики, зменшення суми боргу, зменшення відсотків за боргом, зміна терміну погашення заборгованості, зниження рейтингу країни-позичальника, підтримка проведення реформ спрямованих на відновлення фінансової стабільності, боргова ізоляція країни-позичальника.

3. Прийнятнішим домінантом врегулювання боргових проблем України визначено реструктуризацію. Серед доступних форм проведення реструктуризації – конверсія державного боргу, консолідація, уніфікація, рефінансування, сек'юритизація, із зазначенням досвіду країни у проведенні та акцентом на визначення ефективності тих чи інших методів.

Визначення чіткого місця України в даній системі визначено як ще один із домінант врегулювання на ринку державного боргу. З огляду на погіршення ситуації та перспективне зниження України в рейтингах звертається увагу на позиціонування держав у системі глобальних кредиторів.

4. Ситуація на ринку державного боргу залишається складною, що підтверджується проведеною оцінкою. Значного посилення проблеми набули у 2022 р., який відзначився активним та значним нарощенням розміру державного боргу та проблем з його обслуговуванням. В цьому руслі актуалізується питання врегулювання діючих боргів а також окреслення перспектив вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на зовнішньому та внутрішньому ринках державного боргу. В умовах політичної, економічної та фінансової нестабільності вкрай важливо зберегти повне порозуміння з кредиторами та не втратити доступ до ринку позикового капіталу.

5. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку Державного боргу України здійснено в розрізі напрямів прямого та опосередкованого впливу на ринок державного боргу. До напрямів прямого впливу

на ринок державного боргу, які доцільно використовувати в Україні відносимо наступні: масштабна реструктуризація боргу України; нормативна фіксація показників, що характеризують боргове положення (відношення розміру боргу до ВВП, частка зовнішнього боргу, частка позик у іноземній валюті, частка гарантованого державною боргу); перегляд та реформування діючої системи менеджменту та оцінки ризиків пов'язаних з наданням державних гарантій з урахуванням світового досвіду; актуалізація Стратегії управління державним боргом та посилення її значення і дотримання вимог; визначення статусу України в рамках співпраці з МВФ та СБ; диверсифікація інструментів залучення на внутрішньому та зовнішньому ринках; поживлення внутрішнього ринку державного боргу. Серед напрямів вдосконалення, що носять опосередкований вплив на ринок державного боргу – циклічне коригування дефіциту бюджету; бюджетна консолідація; пошук та розбудова податкового потенціалу сектора фінансових та нефінансових корпорацій; фінансові репресії; встановлення науково-обґрунтованих лімітів на частки державних боргових цінних паперів у портфелях українських банків; адекватна політика ціноутворення на ринках капіталів України.

6. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу здійснюється у площині вирішення та запобігання проблем, вирішення яких є пріоритетним завданням вдосконалення процесу залучення. Кожен із запропонованих напрямів сприяє вирішенню окремих проблем, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

Основні результати дослідження знайшли відображення в таких публікаціях дисертанта: [46, 50, 51, 56, 57].

ВИСНОВКИ

У дисертації узагальнено та обґрунтовано нове вирішення важливого науково-практичного завдання щодо поглиблення теоретико-методичних засад та обґрунтування практичних рекомендацій щодо залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу.

1. Державний борг – це результат економічних відносин, що виникають між державою в особі центральних та місцевих органів влади, яка виступає позичальником – з однієї сторони, та юридичними і фізичними особами держави (іноземних держав), органів влади іноземних держав та міжнародних фінансових установ, які виступають позичальниками у кредитних відносинах різних форм – з іншої сторони, і являє собою суму накопичених за всі роки існування держави сукупних сум заборгованостей. З однієї сторони – збільшення боргів забезпечує покриття державних витрат, з іншої – є тягарем для майбутніх поколінь. Особливостями кредитних відносин, де держава виступає позичальником є: обмеженість механізмів примусового стягнення боргів; неможливість достовірної перевірки стану позичальника, що зумовлює порушення умов отримання позик; суб'єктивне визначення дефолту, можливість перегляду умов позики, перенесення терміну платежів; можливість реструктуризації боргів за рахунок випуску нових боргових інструментів.

2. Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу – це процес реалізації кредитних відносин, де держава виступає позичальником щодо отримання грошових засобів (та їх аналогів) на засадах поверненості, платності, строковості у позичальників (резидентів, нерезидентів, МФУ, інших держав) у зв'язку з необхідністю фінансування видатків, сплати боргів та відсотків. Серед функцій залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу виокремлено функцію фінансування, регулюючу функцію, стимулюючу функцію та перерозподільну. Залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету відбувається на ринку державного боргу, який є частиною фінансового ринку, що включає сферу економічних відносин, за допомогою яких

реалізуються система різних проте взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як одне ціле та призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету та з ціллю регулювання макроекономічних процесів та проведення стабілізаційної політики держави. Більша частина ринку державного боргу розміщена в межах ринку цінних паперів (фондового ринку), а в цілому ринок державного боргу охоплює ринок державних боргових цінних паперів та зовнішній сегмент кредитного ринку. Серед суб'єктів ринку державних боргових цінних паперів можна виокремити: держава (позичальник), технічний емітент, агент по розміщенню, реєстратор, організатор торгівлі, андеррайтер, професійні учасники ринку цінних паперів, інвестори, контролюючі органи та гаранті, страховики, фінансові консультанти. На зовнішньому кредитному ринку діють: уряди іноземних держав, МФО, приватні інвестори та кредитори.

3. До ключових елементів системи інституційного забезпечення ринку державного боргу віднесено: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу.

4. Злагодженість та ефективність процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу відображається на структурі самого Державного боргу України та показниках, що відображають боргову безпеку держави. Ключовими з них є: наявність додаткового валютного тиску, через велику частку валютних зобов'язань, переважання темпів нарощення боргу над темпами зростання економіки, більшість запозичень здійснюється на зовнішньому сегменті ринку державного боргу, що негативно впливає на боргову безпеку держави, високий рівень боргового тиску на бюджет України. Поточні макроекономічні умови не дозволяють здійснювати залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу з дотриманням безпечних меж.

5. Для врахування особливостей макроекономічної кон'юнктури в умовах обмеженості доступу до джерел фінансування, серед параметрів, що прийнято до уваги: валове споживання, капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредитування домогосподарств, кредитування сектору нефінансових корпорацій, позики фінансових корпорацій. Оцінка динаміки нарощення державного боргу на тлі зазначених параметрів дозволила виявити присутність ефекту витіснення.

6. Коефіцієнт ефективності залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі, який обраний для порівняльної оцінки ілюструє, що для заданих макроекономічних умов залучення фінансування боргу є ефективним, адже показник є більшим 1. Задані макроекономічні умови враховували значення наступних параметрів: ріст ВВП; ріст доходів державного бюджету; ріст міжнародних резервів; ріст внутрішнього боргу країни; ріст зовнішнього боргу; рівень інфляції. Запропонований показник може слугувати додатковим агрегованим параметром оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Якщо його значення вище 1 – це свідчить про ефективність процесу і навпаки.

7. Залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів є пріоритетним порівняно із кредитуванням з позиції підтримки макроекономічної стабільності та боргової безпеки держави. Залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку державного боргу в Україні відбувається саме в межах сегменту державних боргових цінних паперів. Проте, за допомогою обрахунку та інтерпретації ряду абсолютних та відносних показників вдалось виявити, що вартість залучення фінансування боргів на внутрішньому ринку перевищує темпи зростання ВВП, а конфігурація ставок на ринку капіталів дозволяє стверджувати про «відсоткове сприяння» попиту на ОВДП порівняно з іншими інструментами. Збільшення частки ОВДП у іноземній валюті є свідченням того, що інвестори страхуються від девальвації національної грошової одиниці, яка супроводжує інфляційні процеси. Найбільшими інвесторами в ОВДП є банки, що є суперечливим трендом з позиції обмежених ресурсів та необхідності ще й кредитувати реальний сектор економіки. Війна провокувала збільшення частки НБУ у власності ОВДП.

8. Частка зовнішнього боргу в структурі державного є переважаючою, в структурі гарантовано – займає більшу його частину, а в сумарній заборгованості коливається біля 60%. Така ситуація на ринку державного боргу притаманна країнам з низьким рівнем розвитку економіки, адже саме для них характерним є обмеженість внутрішнього ринку запозичень, який є прийнятнішим з позиції впливу на боргову безпеку. Залучення кредитування від міжнародних фінансових установ характеризується зростанням їх частки серед зовнішніх кредиторів України. Важливою є проблема низького рівня освоєння коштів, які отримує Україна внаслідок запозичень у МФО на реалізацію тих чи інших програм. Через низьку інституційну спроможність як державного сектора так і приватного, діючих проектів залишається дуже мало. При цьому, чимало позик від МФО отримують приватні структури під державні гарантії, тим самим збільшується заборгованість держави. Ключове місце серед позик, залучених від урядів іноземних держав, посідають Канада, Японія, Німеччина, Франція. Основними недоліками таких позик є те, що вони мають чітке цільове спрямування, яке супроводжується виставленням особливих вимог, що полягають в подальшій співпраці з приватними фірмами країни-кредитора щодо купівлі матеріалів, обладнання, технологій чи послуг, які необхідні для реалізації проєкту.

9. Модель ієрархії загроз на ринку державного боргу України, повинна лежати в основі вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу, адже доводить гіпотезу присутності заданого діапазону факторів впливу, які визначено загрозами зростання розміру державного боргу України. На першому рівні серед основних загроз опинилися: залежність України від імпорту енергоносіїв; циклічні коливання економіки; вплив політичних бізнес-циклів; технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України; другий рівень зайняла загроза – спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету; третю позицію посідають такі загрози: скорочення альтернативних джерел доходів бюджету; низький інвестиційний попит на державні боргові фінансові інструменти на тлі присутності вільних грошових коштів у населення; четвертий рівень впливу в ієрархії ризиків

займає зростання витрат на обслуговування державного боргу України; на п'ятому рівні визначено такі загрози: збільшення державних витрат в періоди військових дій та інших непередбачених ситуацій (в т.ч. пандемії); неефективна система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; шостий рівень загроз включає: дефіцит державного бюджету; дефіцит платіжного балансу; недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей.

10. Розгляд домінант політики врегулювання на ринку державного боргу України є необхідним, адже підбору напрямків вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу має передувати вирішення накопичених проблем та їх врегулювання. Домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу не повинні обиратись ізольовано, а враховувати ряд факторів та загроз зростання державного боргу. Домінантом політики врегулювання боргових проблем України визначено реструктуризацію. Серед доступних форм проведення реструктуризації – конверсія державного боргу, консолідація, уніфікація, рефінансування, сек'юритизація, із зазначенням досвіду країни у проведенні та акцентом на визначення ефективності тих чи інших методів. Визначення чіткого місця України в даній системі визначено як ще один із домінант врегулювання на ринку державного боргу.

11. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України здійснено в розрізі напрямів прямого та опосередкованого впливу на ринок державного боргу. До напрямів прямого впливу на ринок державного боргу, які доцільно використовувати в Україні відносимо наступні: масштабна реструктуризація боргу України; нормативна фіксація показників, що характеризують боргове положення (відношення розміру боргу до ВВП, частка зовнішнього боргу, частка позик у іноземній валюті, частка гарантованого державною боргу); перегляд та реформування діючої системи менеджменту та оцінки ризиків пов'язаних з наданням державних гарантій з урахуванням світового досвіду; актуалізація Стратегії управління державним боргом та посилення її значення і дотримання вимог; визначення статусу України в рамках співпраці з МВФ та СБ; диверсифікація інструментів залучення на

внутрішньому та зовнішньому ринках; поживлення внутрішнього ринку державного боргу. Серед напрямів вдосконалення, що носять опосередкований вплив на ринок державного боргу – циклічне коригування дефіциту бюджету; бюджетна консолідація; пошук та розбудова податкового потенціалу сектору фінансових та нефінансових корпорацій; фінансові репресії; встановлення науково-обґрунтованих лімітів на частки державних боргових цінних паперів у портфелях українських банків; адекватна політика ціноутворення на ринках капіталів України.

12. Вибір напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу здійснюється у площині вирішення та запобігання проблем, вирішення яких є пріоритетним завданням вдосконалення процесу залучення. Кожен із запропонованих напрямів сприяє вирішенню окремих проблем, зокрема: зменшення боргового тиску на економіку, можливість ефективного перерозподілу «зеконмлених» фінансових ресурсів; утримання показників боргової безпеки в допустимому діапазоні; покращення якості «боргового портфеля держави»; зниження ризиків державних гарантованого державою боргу та збільшення якості портфелю державних гарантій; нормативна фіксація довгострокових цілей в процесі управління державним боргом; доступ до пільгових програм кредитування; активізація ринку державних боргових цінних паперів, освоєння резервів вітчизняного ринку капіталів; збільшення частки запозичень на внутрішньому ринку державного боргу України; розширення можливостей формування боргових буферів безпеки у період економічного поживлення та їх використання в період рецесії; скорочення дефіциту бюджету, сприяння макроекономічній стабілізації; збільшення податкових надходжень до бюджету, вирівнювання бюджетів; зниження вартості залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу за рахунок викривлення відсоткових ставок на ринку капіталу; мінімізація прояву «ефекту витіснення» на ринках капіталу; справедливі ринкові механізми побудови кон'юнктури на ринку капіталу, рівний доступ до ринку капіталу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аналітика зовнішнього сектору. НАБУ. URL: <https://nabu.ua/ua/eksport-import-tovariv.html>.
2. Базилевич В. Д., Баластрик Л. О. Державні фінанси. Київ, 2002. 240 с.
3. Білявська А. Ю. Оцінка перспектив та ефективності ринку державних внутрішніх запозичень. *Інфраструктура ринку*. 2018. № 24. С.334-338.
4. Богдан Данилишин про те, чому фіскальна консолідація не може бути самоціллю державної політики. URL: <https://www.dsnews.ua/ukr/economics/bogdan-danilishin-pro-tendenciji-byudzhetnih-procesiv-v-ukrajini-ta-sviti-30112021-444209>.
5. Богдан Т. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності. *Економіка України*. 2013. № 2. С. 4–17 URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2013_2_2/.
6. Богдан Т. Бюджетні дефіцити та де шукати їхнє фінансування. *Дзеркало тижня*. 2022. 14.02. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/bjudzhetni-defitsiti-ta-de-shukati-jikhnje-finansuvannja.html>.
7. Богдан Т. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок. *Вісник НБУ*. 2012. Листопад. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&2_S21P03=FILE=&2_S21STR=Vnbu_2012_11_5.
8. Богдан Т. Дефіцит торгівельного балансу досяг майже 11 млрд. дол. *Дзеркало тижня*. 2020. URL: https://zn.ua/finances/periferiyschiki-342025_.html.
9. Богдан Т. П. Позики міжнародних фінансових організацій як частина державного боргу України. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2019-10/bogdan-t.p.pdf>.
10. Богдан Т. Про зовнішньоекономічні ризики для України та їх фіскальні акселератори. *Дзеркало тижня*. 2018. URL: https://dt.ua/macrolevel/upritul-dovalyutno-borgovoyi-krizi-297590_.html.

11. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75-92. URL: https://www.researchgate.net/profile/Tetiana-Bogdan/publication/332294155_Strategic_public_debt_management_under_the_unsustainable_debt_position/links/5e9055724585150839cec903/Strategic-public-debt-management-under-the-unsustainable-debt-position.pdf.
12. Богдан Т. П. Фінансиалізація світової економіки та нарощування глобального боргу: виклики та можливості для України. *Глобальне дослідження* 2021. № 1. Growford. URL: <https://www.growford.org.ua/research/finansyalizatsiya-svitovoyi-ekonomiky-ta-naroshhuvannya-globalnogo-borgu-vyklyky-ta-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/>.
13. Богданова Т., Абрамова Т. Співробітництво Україна – МВФ: особливості, проблеми та перспективи розвитку. *Старожитності Лукомор'я*. 2022. № 1 (10). С. 65-71. URL: <http://www.lukomor.mosk.mksat.net/index.php/lukomor/article/view/139/132>.
14. Богріновцева Л. М., Вергелюк Ю. Ю., Коваленко Ю. М. Державні облигації як інвестиційний інструмент в періоди фінансової нестабільності. *Інфраструктура ринку*. 2023. Вип. 73. URL: http://www.market-infr.od.ua./journals/2023/73_2023/29.pdf.
15. Бондарук Т. Г., Богріновцева Л. М. Роль ринку цінних паперів як джерела фінансування державного боргу. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. Серія: «Економічні науки». 2023. № 7. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-7-9044>.
16. Боргова статистика МФУ. Державний та гарантований державою борг. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.
17. Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. 712 с.
18. Боргове виснаження. *Дзеркало тижня*. https://zn.ua/finances/dolgovoe-istoschenie-336243_.html.

19. Борзенко О. О. Структурні деформації на світових фінансових ринках після 1990-х років : монографія. Вінниця : ТОВ «ТВОРИ», 2019. 448 с.
20. Босенко О. С. Аналіз динаміки та структури гарантованого державою боргу. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Економіка і менеджмент*. 2018. Вип. 33. С. 97–103.
21. Бьюлоу Дж., Рейнхарт К., Рогофф К., Требеш К. Пандемия задолженности. МВФ. URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2020/09/pdf/debt-pandemic-reinhart-rogoфф-bulow-trebesch.pdf>.
22. Бюджетна система / за заг. ред. Т. А. Говорущо. Львів : Магнолія-2006, 2014. URL: <http://pidruchniki.com>.
23. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/ed20130101/find?text=%C4%E5%F0%E6%E0%E2%ED%E8%E9+%E1%EE%F0%E3>.
24. Важливість ринку державних цінних паперів в Україні. Проект розвитку фінансового сектору *FINREP*. URL: http://finrep.kiev.ua/download/journalist_infofair_1mar2012_govsecurities_ua.pdf.
25. Валовий внутрішній продукт. Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/vvp_ric/vvp_u.htm.
26. Вальд Б. Рейтинги Fitch, S&P та Moody's: що це таке, як їх вираховують та яке значення вони мають. URL: <https://ucap.io/rejtyngy-fitch-sp-ta-moodys-shho-cze-take-yak-yih-vyrahovuyut-ta-yake-znachennya-vony-mayut/>.
27. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки. Київ : Альтерпрес, 2000. 152 с.
28. Вахненко Т. П. Платоспроможність держави в контексті обслуговування зовнішнього боргу. *Економіка і прогнозування*. 2003. № 4. С. 52-61.
29. Вахненко Т. П. Формування, економічна роль і регулювання зовнішнього боргу : автореф. дис. д-ра екон. наук: 08.00.08. Київ, 2007. 35 с.
30. Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал*. 2022. № 24(52). С. 84–89.

31. Вергелюк Ю. Ю., Вишневіська Л. В., Табаченко Я. Ю. Сучасні тренди розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2019. № 23. С. 586-592.
32. Виклюк М. І. Система управління державним боргом України. *Ефективна економіка*. 2012. № 11. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1585>.
33. Виплати України за єврооблігаціями можуть відкласти на два роки. *Економічна правда*. 19 липня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/07/19/689344/>.
34. Виступ міністра фінансів Оксани Маркарової 6.12.2019 р. у Верховній раді України по питанню боргової політики. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp>.
35. Відбір та оцінка первинних дилерів. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/vidbir-ta-ocinka-pervinnih-dileriv>.
36. Вінокуров Я. Чи вигідні Україні позики від інших держав. *Економічна правда*. 10 листопада 2020 р. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2020/11/10/667084/>.
37. Власенко Т. А. Управління державним боргом: сутність поняття та обґрунтування методів реструктуризації. *Бізнесінформ*. 2015. № 10. С. 310-317.
38. Ганцяк М. О., Мамонова Г. В. Ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі. *Бізнес-навігатор*. 2022. № 1(68). С. 132 – 136.
39. Ганцяк М. О., Мамонова Г. В. Моделювання ієрархії загроз зростання державного боргу України. *Стратегія економічного розвитку України*. 2021. № 49. С. 54–64.
40. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung: collective monograph / herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany, 2020. 715 p.*
41. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору. *Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій* :

[монографія] / за науковою редакцією д.е.н., професора, заслуженого діяча науки і техніки України С. В. Онишко. Ірпінь : Державний податковий університет, 2023. С. 425-549.

42. Ганцяк М. О. Державний борг і кредит: особливості прояву макроекономічних ефектів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2019. №11. С. 50–58. DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.3606196>.

43. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу та інструменти фінансування дефіциту бюджету. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка»*. 2020. № 19(47). С. 80–84. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19\(47\)-80-85](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19(47)-80-85).

44. Ганцяк М. О. Ключові детермінанти стану ринку державного боргу України в довоєнний період. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка»*. 2022. № 26(54). С. 65–70. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26\(54\)-65-70](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26(54)-65-70).

45. Ганцяк М. О. Сучасний стан залучення фінансування бюджетного дефіциту на ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1797/1732>. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17>.

46. Ганцяк Михайло. Дефолт та реструктуризація як можливі сценарії врегулювання боргових проблем. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. № 1. С. 20–27. URL: <https://mdes.khmnmu.edu.ua/index.php/mdes/article/view/133>. DOI: <https://doi.org/10.31891/mdes/2023-7-3>.

47. Ганцяк М. О. Фінансовий ринок та рівень соціально-економічного розвитку країни: індикатори виявлення взаємозалежності. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали VI Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (25 жовтня 2019 р). Острог : Національний університет «Острозька академія», 2019. С. 74-76.

48. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Ключові тенденції ринку цінних паперів в Україні. *Розвиток банківських систем світу в умовах глобалізації фінансових ринків* : матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференції

(25 жовтня 2019 р.). Черкаси : ДВНЗ «Університет банківської справи» Черкаський навчально-науковий інститут, 2019. С. 75-77.

49. Ганцяк М. О. Тенденції розвитку ринку державних зовнішніх боргових інструментів. *Трансформація економіки України: виклики та можливості* матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (27 грудня 2019 р.). Київ : Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки, 2019. С. 76-80.

50. Ганцяк М. О. Управління державним боргом України в умовах фінансової нестабільності. *Актуальні проблеми менеджменту, фінансів та публічного управління в сучасних глобалізаційних процесах* : матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (19 березня 2020 р.). Ірпінь : Університет державної фіскальної служби України, 2020. С. 244-246.

51. Ганцяк М. О. Особливості залучення фінансування державного боргу. *Сучасний менеджмент економічних систем в координатах парадигми сталого розвитку* : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (18 вересня 2020 р.). Одеса : Одеський національний політехнічний університет, 2020. С. 74-76.

52. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу як сегмент фінансового ринку. *Теоретичні та практичні дослідження молодих вчених* : матеріали XIV Міжнародної науково-практичної конференції магістрантів та аспірантів (01-04 грудня 2020 р.). Харків : Національний технічний університет "Харківський політехнічний інститут", 2020. С. 236-237.

53. Ганцяк М. О. Боргові чинники впливу на валютний ринок України. *Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні* : матеріали I Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 грудня 2020 р.). Херсон : Херсонський національний технічний університет, 2020. С. 140-142.

54. Ганцяк М. О. Боргові інструменти держави на ринку цінних паперів України. *Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ* : матеріали V Всеукраїнської науково-практичної конференції (24 березня 2021 р.). Херсон : Херсонський державний аграрно-економічний університет, 2021. С. 125-127.

55. Ганцяк М. О. Реформування суб'єктної системи регулювання державного боргу в Україні. *Україна і світ: гуманітарно-технічна еліта та соціальний прогрес* : матеріали Міжнародної науково-теоретичної конференції студентів та аспірантів (14-15 квітня 2021 р.). Харків : Національний технічний університет «Харківський політехнічний інститут», 2021. С. 276-277.

56. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Стабілізація інвестиційних потоків в умовах пандемії. *Економічний розвиток держави регіонів і підприємств: проблеми та перспективи* : матеріали IV Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (28-29 квітня 2021 р.). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2021. С. 29-30.

57. Ганцяк М. Боргова безпека України в умовах воєнного стану. *Фінанси, економіка, право vs війна* : матеріали Міжнародного конгресу (27 квітня 2022 р.). Ірпінь : Державний податковий університет, 2022. С. 402-405.

58. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Потенціал ринку внутрішніх державних запозичень. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (21 жовтня 2022 р.). Острог : Національний університет «Острозька академія», 2022. С. 131-133.

59. Грошово-кредитна статистика: НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.

60. Грубляк О. М., Урсаки Я. С. Особливості функціонування ринку державних облігацій в Україні. *Економічні студії*. 2017. № 1 (14). С.29-33.

61. Дані World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org>.

62. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

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

64. Державний борг України / Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov>.

65. Державний бюджет / Міністерство фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/budget-process-projects-declaration>.

66. Динаміка міжнародних резервів / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics>.
67. Досягнення угоди про реструктуризацію боргу є значним успіхом України. Міністерство фінансів України. URL: <https://edinburgh.mfa.gov.ua/news/39579-dosyagnennya-ugodi-pro-restrukturizaciju-borgu-je-znachnim-uspihom-ukrajini>.
68. Дохідність ОВДП на первинному ринку. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>
69. Дропа Я.Б., Петрик М.І., Мудь І.В. Особливості формування позикових фінансових ресурсів держави в умовах глобалізації. *Причорноморські економічні студії*. 2021. № 64. С. 124-133.
70. Економічна статистика: Державна служба статистики України: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
71. Жилєнко С. М., Ляховець О. О. Підходи до визначення поняття «державний борг». *БІЗНЕСІНФОРМ*. 2014. №1. С.42-46.
72. Жукова Л. М., Шабалдас Н. В. Вплив бюджетного дефіциту на фінансову безпеку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 23. С. 11–16. DOI: 10.32702/2306-6814.2021.23.11.
73. Забаштанський М., Ломонос Р., Ломонос Р. Роль державно-приватного партнерства в забезпеченні фінансової безпеки держави. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2023. № 1. URL: <http://ppeu.stu.cn.ua/article/view/282025/276239>.
74. Заруцька О. П. Облігації внутрішніх державних позик в Україні: особливості ціноутворення в умовах недосконалого ринку. *Український соціум*. 2018. № 1(64). С. 74-94.
75. Звіти про діяльність НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/#page-4>.
76. Зелені інвестиції у сталому розвитку: світовий досвід та український контекст: аналітична доповідь / Центр Разумкова. 2019. URL: https://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_ZELEN_INVEST.pdf.

77. Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://mof.gov.ua/uk/budget_2022-538.
78. Історія економічних вчень : навч. посіб. / за ред. В.В. Кириленка. Тернопіль : Економічна думка, 2007. 233 с.
79. Карлін М. І. Фінансова система України Київ : Знання, 2007. URL: <http://pidruchniki.com>.
80. Кейнс Дж. М. Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей, 2002. URL: <https://epi.cc.ua/obschaya-teoriya-zanyatosti-protsenta.html>.
81. Кисляк Р. Україна нарощує борги. Хто скуповує її ОВДП і чому? *Фінансовий клуб*. 30.06.2020. URL: <https://finclub.net/ua/analytics/ukraina-naroshchuie-borhy-khto-skupovuie-ii-ovdp-i-chomu.html>.
82. Коваленко Н. М. Особливості організації ринків державних цінних паперів у країнах – учасницях ЄС. *Науковий вісник ХДУ*. 2018. № 31. URL: http://www.ej.kherson.ua/journal/economic_31/4.pdf.
83. Кожухова Т. В. Забезпечення сталого розвитку країн, що розвиваються: механізм мобілізації та розподілу міжнародних фінансових ресурсів. *Науковий вісник Мукачівського державного університету*. 2016. № 1(5). С. 233-239.
84. Колобов Ю. Управління державним боргом в контексті пріоритетів боргової політики України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2014. № 1 (154). С. 18-22.
85. Колосова В. П. Співробітництво України з міжнародними установами та секторальна бюджетна підтримка. Київ : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2013. 256 с.
86. Колосова В. П. Використання Україною кредитних ресурсів міжнародних фінансових організацій. *Аналітична записка*. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2019-10/kolosova-v.p.pdf>.
87. Колосова В.П. Щодо покращення використання Україною кредитних ресурсів міжнародних фінансових організацій. *Аналітична записка. Серія «Економіка»*. 2020. № 10. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-03/kolosova-1_0.pdf.

88. Концепція з управління ліквідністю на 2020-2023 роки : Розпорядження КМУ від 4 листопада 2020 р. № 1375-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1375-2020-%D1%80#Text>.
89. Корнеев В. В. Інвестиційні кейси фондового ринку України. Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/23204/175177.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
90. Корнеев В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. Київ : НДФІ, 2003. 376с.
91. Корнеев В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу : автореф. дис. доктора екон. наук: 08.00.08. Київ, 2004. 36 с.
92. Корнеев В. В., Вергелюк Ю. Ю., Ганцяк М. О. Боргові ринки в умовах нециклічних викликів. *Інноваційні стратегії та моделі економічних трансформацій в умовах євроінтеграційних викликів* : матеріали міжнародної науково-практичної Internet-конференції (15 травня 2020 р.). Харків – Ужгород – Софія – Пшеворськ: Издательство на ВУЗФ «Св. Григорий Богослов», 2020. С. 88-90.
93. Котович Т. Ризики державного боргу, або Як краще позичати. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2019/11/8/653474/?fbclid=IwAR2zPubnZ8T6k8aIkYD99fGNskKMk1gWi8bjhJJDKjGumVJ1U24bP_qeGJg.
94. Кредитні рейтинги / МФУ. URL: <https://mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini>.
95. Куш О. Геополітичний форс-мажор як шанс для України зняти борговий зашморг. *Фокус*. 28.03.2022. URL: <https://focus.ua/uk/opinions/510606-geopoliticheskiy-fors-mazhor-kak-shans-snyat-dolgovuyu-udavku>.
96. Левченко В. П., Тимкован В. І. Державний борг України та його вплив на національну економіку. *Міжнародний науковий журнал «Грааль науки»*. 2021. № 9. DOI: <https://doi.org/10.36074/grail-of-science.22.10.2021.01>.
97. Лондар Л. П. Боргова політика України щодо зростання ризику дефолту : аналітична записка. Київ : НІСД, 2018. 21 с. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2018-05/Londar_borgova-a694f.pdf.

98. Лондар С. Л., Кузнєцов К. В., Верещака І. М. Вплив реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань перед приватними кредиторами на боргову стійкість України. *Фінанси України*. 2016. № 1. С.39-56.

99. Лондар, С., Лондар, Л., Гайдук, І. Можливості державних фінансових інструментів, індексованих на рівень інфляції. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2022. № 4(45). Pp. 83–92. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcactp.4.45.2022.3828>.

100. Лубкей Н. П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 14. С. 824-828. URL: <http://global-national.in.ua/archive/14-2016/164.pdf>.

101. Лютий І., Курищак К. Механізм внутрішніх державних запозичень України. *Світ фінансів*. 2016. № 1. С. 27-36.

102. Макар О. Аналіз теорій впливу зовнішнього боргу на економічне зростання. *Наука молода*. 2008. № 1. С.110-114.

103. Макконелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика / пер. с англ. 11-го изд. Київ : ХаГар, 2000. 785 с.

104. Малишко В. В. Державний борг України: проблеми та перспективи управління. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2021. № 1. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2021-1-11>.

105. Мамонова Г. В., Ганцяк М. О. Підходи до оцінки залучення фінансування державного боргу в довоєнний та повоєнний періоди. *Управління економічними процесами, на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення* : матеріали V Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (25-26 травня 2022 р). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2022. С. 40-41.

106. Маргасова В., Дубина М., Забаштанський М. Суб'єкти інвестування на ринку державного боргу. *Економіка та суспільство*, 2023. № (52). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-52-51>

107. Маргасова В. Г., Дубина М. В. Залучення боргових фінансових ресурсів на зовнішньому ринку: досвід України. *Проблеми економіки*. 2023. № 2. С. 224–230. URL: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2023-2-224-230>.

108. Матвійчук Н. М., Теслюк С. А., Боричевська І. Г. Банківські депозити та ОВДП як альтернативні об'єкти вкладення коштів. *Економіка та суспільство*. 2021. № 25. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/294/282>.

109. Мелих О. Ю. Державний кредит і сучасний стан державного боргу України. *Ефективна економіка*. 2019. № 12. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/12_2019/85.pdf.

110. Мендрул О. Г., Шевчук І. А. Ринок цінних паперів. Київ : КНЕУ, 1998. 152 с.

111. Міжнародна інвестиційна позиція: Методологія. Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/imf/meta/IIIP_Dissemin_notes-ukr.html.

112. Міжнародний валютний фонд / Міністерство фінансів України. 2022. URL: <https://mof.gov.ua/uk/mvf>.

113. Міністерство фінансів України та Національний банк України застосовуватимуть платформу Bloomberg для проведення аукціонів з розміщення ОВДП / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/minfin-ta-natsionalniy-bank-ukrayini-zastosovuvatimut-platformu-bloomberg-dlya-provedennya-auktsioniv-z-rozmischennya-ovdp>.

114. Міністерство фінансів України. Статистика державного боргу. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

115. Мінфін залучив 400 млн євро кредиту у ЄІБ на підтримку реального сектора економіки України та розвиток МСБ. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/news/minfin-zaluchyv--mln-ievro-kredytu-u-ieib-na-pidtrymku-realnoho-sektora-ekonomiky-ukrainy-ta-rozvytok-msb>.

116. Моделі управління державним боргом у зарубіжних країнах та можливості їх адаптації в Україні: Аналітичне дослідження. Інститут аналітики і адвокатури. 2022р. URL: <https://iaa.org.ua/portfolio/modeli-upravlinnya-derzhavnym-borgom-u-zarubiznyh-krayinah-ta-mozhlyvosti-yih-adaptacziyi-v-ukrayini/>.

117. Молдован О. Щодо оптимізації боргової політики держави: аналітична записка / Національний інститут стратегічних досліджень. URL: <http://old2.niss.gov.ua/articles/783/>.

118. Назарчук М. І. Про правове регулювання інвестиційної діяльності та формування місцевих фінансів в Україні. *Фінансовий ринок України*. 2004. № 6–7.

119. Наказ ДКУ про затвердження Положення про Відділ обслуговування державного боргу Державної казначейської служби України 05.08.2016 № 218 зі змінами та доповненнями. URL: <https://www.treasury.gov.ua/ua/pro-kaznachejstvo/organizacijna-struktura/viddil-obslugovuvannya-derzhavnogo-borgu>.

120. Науково-практичний коментар від 15.11.2007 р. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/view/КК000391?an=24>.

121. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Валюта і валютна політика. Київ : Знання, 2010. 84 с.

122. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Фінансові репресії в механізмі прихованого переміщення державного боргу: форми та інструменти. *Фінанси України*. 2015. № 8. С. 31-55.

123. Никифорок О. І. Інфраструктурні облигації як інструмент залучення інвестицій для потреб модернізації в практиці зарубіжних країн. *Ефективна економіка*. 2014. № 4. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2926>.

124. Облікова ставка Національного банку. URL: <https://bank.gov.ua/monetary/stages/archive-rish>.

125. Обушний С. М., Дзядевич Л. В. Управління зовнішнім державним боргом України. *Європейський науковий журнал економічних та фінансових інновацій*. 2018. № 1. DOI: <https://doi.org/10.32750/2018-0103>.

126. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills>.

127. Омеляненко М. О. Аналіз факторів, що обумовлюють формування та зростання державного боргу в Україні. *Інтелект XXI*. 2017. № 2.

128. Омеляненко М. О. Оцінка зарубіжного досвіду мінімізації рівня боргового навантаження та виходу економіки з боргової кризи. *Економіка та держава*. 2017. № 1. С. 94-98.

129. Операції на відкритому ринку. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/glossary/show/159>.

130. Осецький В., Браткова І. Функції державних боргових зобов'язань: минуле та сучасність. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2015. № 6. С.54-60.

131. Основні умови випуску та порядок розміщення довгострокових державних облігацій: Постанова КМУ від 15.03.2006 р. № 317. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/31658095>.

132. Оцінка зовнішньої фінансової вразливості України. Growford Institute. URL: https://www.growford.org.ua/wp-content/uploads/Gross_debt_III_19_4-45.pdf.

133. Паєнтко Т. В. Інституціональна природа дефіциту бюджету та державного боргу в Україні. *Економіка промисловості*. 2013. № 1-2 (61-62). С. 181-187.

134. Паращій О. Без вар (і) антів. Чому реструктуризація держборгу України у 2015 році – не економія, а зрада. *Фокус*. 02.06.2021. URL: <https://focus.ua/uk/opinions/484366-bez-varr-i-antov-pochemu-restrukturizaciya-gosdolga-ukrainy-v-2015-godu-ne-ekonomiya-a-zrada>.

135. Паскал А. І., Савчук О. І., Петрук О. Ф. Проблеми функціонування та перспективи вдосконалення фондових бірж в Україні. URL: ntkonf.org/paskal-ai-savchuk-oi-petruk-of-problemi-funktsionuvannya-ta-perspektivi-vdoskonalennya-fondovih-birzh-v-ukrayini/.

136. Пацкан В. В. Засади адміністративно-правового статусу рахункової палати як вищого органу аудиту України. *Правова позиція*. 2019. № 4 (25). С. 61-68. DOI <https://doi.org/10.32836/2521-6473-2019-4-61-69>.

137. Петренко О. І. Ринок державних цінних паперів:закономірності, проблеми та перспективи. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 15. С.18-24.

138. Позднякова Л. О., Мамонова Г. В. Моделювання ієрархії загроз ефективному розвитку системи комерційного страхування. *Світ фінансів*. 2016. № 3. С. 136-148.

139. Покиньючерда В. В. Організаційно-методичні аспекти аудиту ефективності управління державним боргом. URL: http://www.vtei.com.ua/konfa/27_03/1/4.pdf.

140. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи : Постанова Правління НБУ від 17.09.2015 № 615 зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15#Text>.

141. Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України : Постанова правління НБУ 21.12.2017 № 140. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0140500-17#Text>.

142. Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками : Постанова КМУ від 23 лютого 2011 р. № 131. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/131-2011-%D0%BF#Text>.

143. Приказюк Н. В. та Моташко Т. П. Ринок державних цінних паперів: світовий досвід та вітчизняні реалії. *Фінанси України*. 2009. № 2. С.73-81.

144. Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2020 рік»: Закон України від 13.04.2020 № 553-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/553-20#n2>.

145. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text>.

146. Про Державний бюджет України на 2022 рік: Закон України від 02.12.2021 № 1928-IX зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1928-20#n136>.

147. Про державні облигації та механізми їхнього продажу простою мовою. Експертна платформа. URL: https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0125.html.

148. Про затвердження Змін до Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик : Постанова Правління НБУ від 10 вересня 2019 року № 114. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/law/10092019_114.pdf?v=4.

149. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>.

150. Про затвердження Положення про Державну казначейську службу України : Постанова КМУ від 15 квітня 2015 р. № 215 зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/215-2015-%D0%BF#Text>.

151. Про затвердження Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті : Постанова Правління НБУ від 02.01.2019 р. № 5. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0005500-19#Text>.

152. Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик : Постанова Правління НБУ від 18.06.2003 № 248. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0551-03#Text>.

153. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019-2022 роки: постанова КМУ від 05.06.2019 № 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF#Text>.

154. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021-2024рр. : Постанова КМУ від 09.12.2021 р. № 1291.

155. Про здійснення державних зовнішніх запозичень у 2020 році шляхом залучення кредиту : Постанова КМУ № 1291 від 23 грудня 2020 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1291-2020-%D0%BF#Text>.

156. Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання : Постанова КМУ від 11.11.2015. № 912. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/912-2015-%D0%BF#Text>.

157. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.

158. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку : Указ Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011 зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011#Text>.

159. Про початок процедури реструктуризації державного та гарантованого державою боргу і його часткового списання : Розпорядження КМУ від 22 вересня 2015 р. № 978-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/978-2015-%D1%80#Text>.

160. Про рахункову палату : Закон України від 02.07.2015 № 576-VIII зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/576-19>.

161. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.

162. Про утворення Агентства з управління державним боргом України : Постанова КМУ від 12 лютого 2020 р. № 127. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-%D0%BF>.

163. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України 23.02.2006 № 3480-IV зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

164. Процедура проведення аукціонів / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/procedura-provedennja-aukcioniiv>.

165. Рада Національного банку затвердила Рекомендації Кабінету Міністрів України щодо впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-natsionalnogo-banku-zatverdila-rekomendatsiyi-kabinetu-ministriv-ukrayini-schodo-vplivu-politiki-derjavnih-zapozichen-ta-podatkovoyi-politiki-na-stan-groshovo-kreditnoyi-sferi-ukrayini-5267>.

166. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>.

167. Рейтинг первинних дилерів. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/rejting-pervinnih-dileriv>.

168. Рекуненко І., Чухно С. Особливості діяльності держави на валютному ринку України. *Світ фінансів*. 2021. № 2. С. 23-34.

169. Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Сайрусдела Рубіа Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів? / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій Німецька консультативна група. 2009. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2009/pp_02_2009_ur.pdf.

170. Рудевська В. І., Слуцький Б. О. Банківське кредитування реального сектору економіки як альтернатива інвестуванню в державні цінні папери в умовах невизначеності. *Інфраструктура ринку*. 2022. № 65. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2022/65_2022/30.pdf.

171. Савастеева О. М., Водяник Д. В., Нагорний В. С. Емісія державних цінних паперів як фінансовий інструмент регулювання бюджетного дефіциту. *Причорноморські економічні студії*. 2016. Вип. 9(2). С. 98-102. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2016_9%282%29__23.

172. Савостьяненко М. В. Механізми реструктуризації зовнішнього державного боргу: приклади для України. *Наукові праці НДФІ*. 2008. № 3 (44). С. 108-118.

173. Слав'юк Н. Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни. Київ : НаУКМА, 2019. 172 с.

174. Сміт А. Багатство народів. Дослідження про природу та причини добробуту націй. Київ : Наш формат, 2018. 735 с.

175. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення рівня економічної безпеки держави : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 21.04.01 “Економічна безпека держави”. Київ, 2008. 20 с.

176. Сологуб І. Що таке дефолт і що він означає для України. Kyiv School of Economics. URL: <https://kse.ua/ua/community/stories/shho-take-defolt-i-shho-vin-oznachaye-dlya-ukrayini/>.

177. Співпраця з міжнародними фінансовими організаціями. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/international/financial-institutions#section-1>.

178. Співробітництво України з міжнародними фінансовими інституціями. Міністерство закордонних справ. URL: <https://mfa.gov.ua/mizhnarodni-vidnosini/spivrobotnictvo-ukrayini-z-mizhnarodnimi-finansovimi-instituciyami>.

179. Статистика зовнішнього сектору України за методологією 6-го видання "Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції" (МВФ, 2009). URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>.

180. Статистика МФУ. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/borgova-politika>.

181. Статистика ОВДП, які знаходяться в обігу. *Міністерство фінансів України*: веб-сайт. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu>.

182. Статистика фінансового сектору. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>.

183. Статут Міжнародного банку реконструкції та розвитку. URL: <http://web.worldbank.org/>.

184. Стеценко Б. С., Буряченко А. Є., Захожай К. В., Прісняк С. О. Боргова безпека України: ключові імперативи воєнного стану. *Вісник Хмельницького національного університету. Серія: «Економічні науки»*. 2023. № 1. URL: <https://mdes.khmnpu.edu.ua/index.php/mdes/article/view/173>.

185. Стигліц Дж. Е. Економіка державного сектора / [пер. з англ.]. Київ : Основи, 2005. 854 с.

186. Стойко О.Я., Шубенко І. А. Оцінка стану державного боргу України та напрями його оптимізації. *Проблеми економіки*. 2021. №1 (47). С. 123-133.

187. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/Strategija_financovogo_sectoru_ua.pdf.

188. Стриманість НБУ робить ОЗДП інвестиційним інструментом тільки для нерезидентів. *Фінансовий клуб*. 12 березня 2021. URL: <https://finclub.net/ua/priamamova/strymanist-nbu-robyt-ozdp-investytsiinym-instrumentom-tilky-dlia-nerezydentiv.html>.

189. Суверенна позиція України стала однією з найдорожчих у світі — експерт ZN,UA. URL: https://dt.ua/ECONOMICS/suverennyi-poziku-ukrayini-stav-odnim-z-naydorozhchih-u-sviti-ekspert-297781_.html (дата звернення: 19.12.2019).

190. Теорія фінансів: підручник / за ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ : ЦУЛ, 2010. 576 с.

191. Тернер Е. Між боргом і дияволом: гроші, кредит і реформування глобальних фінансів. Львів : Апріорі, 2020. 416 с.

192. Тимошенко О.В. Європейські критерії оцінювання боргової безпеки. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 7. С. 366-376.

193. У Мінфіні розкрили географію і структуру інвесторів в українські ОЗДП : веб-сайт. URL: <https://thepage.ua/ua/news/u-minfini-rozpovili-hto-kupe-ozdp>.

194. Україна виплатила 2,5 млрд. доларів боргів. URL: <http://www.unn.com.ua/uk/news/1724989-ukrayina-viplatila2-5-mlrd-dolariv-borgiv>.

195. Україна втратила доступ до зовнішніх ринків капіталу – НБУ. *Фінансовий клуб*. 20 січня 2022. URL: <https://finclub.net/ua/news/ukraina-vtratyla-dostup-do-zovnishnikh-rynkiv-kapitalu-nbu.html>.

196. Україна залучила \$3 млрд. від розміщення єврооблігацій. URL: <https://www.pravda.com.ua/news/2017/09/18/7155575>.

197. Україна отримала 1,32 млрд. доларів від єврооблігацій. URL: https://dt.ua/ECONOMICS/ukrayina-otrimala-1-32-mlrddolariv-vid-yevroobligaciyu-255224_.html.

198. Україна підписала Меморандум про взаєморозуміння щодо призупинення виплат за офіційним боргом з міжнародними партнерами у G7 та Паризькому клубі. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/ukraine_signs_-_memorandum_of_understanding_on_official_debt_payments_suspension_with_international_partners_in_the_g7_and_paris_club-3604.

199. Федоров В. А. Роль боргових зобов'язань у формуванні ефективної державної політики: зарубіжний досвід та рекомендації для України. Ідея і дія : погляд Ф./П./П./С./ : колективна монографія / за заг. ред. О. А. Івакіна, Д. В. Яковлева. Херсон : Видавничий дім "Гельветика", 2017. С. 153-167.

200. Федорович І. Методика проведення аудиту ефективності управління державним боргом та шляхи її вдосконалення. *Світ фінансів*. 2014. № 3. С. 38-47.
201. Федосов В. М. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: монографія / за наук. ред. В. Федосова. Київ : КНЕУ, 2002. 432 с.
202. Філончук Л. Я. Методи коригування боргової політики держави як запорука економічного зростання. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2015. URL: <http://vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/13-2015/18.pdf>.
203. Фоміних М. В., Парфенюк А. С. Оцінка рівня боргової безпеки України та напрями її зміцнення. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : науковий журнал*. 2021. № 21(49). С. 109–113.
204. Фондовий ринок / за ред. В. Базилевича. Київ : Знання, 2015. 621 с.
205. Чеберяко О. Сутність і класифікація міжнародних облігацій. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2011. № 127. С. 25-31.
206. Чечель О. Державні запозичення як важливий механізм формування економічної політики держави. *Ефективність державного управління*. 2010. Вип. 23. С. 459-467.
207. Шевченко К. Пропонуємо скасувати податок на доходи з депозитів. *Економічна правда*. 28.12.2020. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2020/12/28/669582>.
208. Шелест О.Л. Державний борг України: механізм управління та обслуговування. *Економіка і суспільство*. 2017. № 8. С. 710-715. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/8_ukr/118.pdf.
209. Шемаєва Л. Г. Напрями забезпечення функціональної спроможності боргового агентства України / Національний інститут стратегічних досліджень. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-11/borgove-agentstvo.pdf>.

210. Шемаєва Л. Міжнародний досвід реструктуризації держборгу у вимірі України. 27.06.2022 р. НІСДУ. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/mizhnarodnyu-dosvid-restrukturyzatsiyi-derzhavnoho-borhu-u-vymiri-ukrayiny>.

211. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку. Суми : ВВП “Мрія-1” ЛТД, УАБС НБУ, 2008. 348 с.

212. Шпек Роман "Керований дефолт": безглуздий і небезпечний. *Економічна правда*. 20.05. 2019. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2019/05/20/647881/>.

213. Шумська С. Взаємозв'язок дисбалансів у фінансовій сфері України. *Економічна теорія*. 2015. № 1. С.74-88.

214. Щетинін А. І., Ульянова Л. П., Чайка Ю. М. Дефіцит державного бюджету і державний борг України: сучасний стан і підходи до його покращення. *Економічний простір*. 2022. № 179. С. 37-43.

215. Юхненко М. А. Проблематика діяльності функціонування державної казначейської служби України у 2011-2014 рр. *Менеджер*. 2015. №1 (69). С.180-186.

216. Ярова П. Державний борг: правда і життя. URL: https://biz.ligazakon.net/ua/analytics/188208_derzhavniy-borg-pravda--zhittyu.

217. 2020 Debt Management Report. The Government Debt Management and the State of Public Debts. Financial Bureau, Ministry of Finance, JAPAN. URL: www.mof.go.jp.

218. Arrow K. The role of securities in the optimal allocation of the risk –bearing. *Review of Economic Studies*. 1964. № 29. P.91-96.

219. Balance of payments and international investment position manual. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

220. Buchanan J. Public finance of democratic process. URL: <http://www.econlib.org/library/uchanan/buchCv4Contents.html>.

221. Buriachenko, A., K. Zakhochay, A. Liezina, V. Lysak. Sustainability and security of public budget of the Visegrad group countries. *Acta Innovations*. 2022. № 42.

- P. 71-88. URL: https://www.proakademia.eu/gfx/proakademia2014/userfiles/_public/acta_innovations/wydanie_42/am/ai-2021-48.pdf.
222. Burger John, Warnock Francis. Local currency bond markets. *IMF Staff Papers*, vol. 53, 2006. P.133–146.
223. Business&Financial News, Breaking News Headlines. URL: <http://www.bloomberg.com>.
224. Carlos Pérez Montes The impact of interbank and public debt markets on the competition for bank deposits. *The Spanish Review of Financial Economics*. 2013. № 11. P. 57–68.
225. Clearstream приєднає Україну до своєї мережі. URL: <https://finclub.net/news/clearstream-prisoedinyaet-ukrainu-k-svoej-seti.html>.
226. Country Comparison. Public debt Central Intelligence Agency. URL: <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/fields/227rank.html>.
227. Creating a better future. IMF Annual Report 2021. International Monetary Fund. 2021. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/imf-annual-report-2021-ru.pdf>.
228. David Ricardo. On The Principles of Political Economy, and Taxation. Illustrated David Ricardo. URL: https://ionum.com.ua/wp-content/uploads/2022/08/smp2200000097309_fragment.pdf.
229. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. IMF. March 25, 2020. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>.
230. Demirhan H. Government Debts Effects. Izmir: Kitabana Press, 2018. 622 p.
231. Durevall D., Henrekson M. The Futile Quest for a Grand Explanation of Long-Run Government Expenditure. Research Institute of Industrial Economics, *IFN Working Paper*. № 818.2010. P. 1-46. URL: <http://www.core.ac.uk/download/pdf/6554250.pdf>.
232. Eduardo Borensztein, Kevin Cowan, Barry Eichengreen and Ugo Panizza Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?, Cambridge: *MIT Press*, MA (2008). 320 p.
233. Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*. 2015. July.

234. Fitch Downgrades Ukraine to 'C'. Fitch Ratings. URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ukraine-to-c-22-07-2022>.

235. Giancarlo Corsetti, Aitor Erce, Antonio Garcia Pascual. Perpetual bonds are not the best way to finance the European Recovery Fund. VOX CEPR. 05. 2020/ URL: <https://voxeu.org/article/using-perpetual-bonds-finance-european-recovery-fund>.

236. Gosh A.R., Kim J. I., Mendoza E. G., Ostry J. D., Qureshi M. S. Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economy. *NBER working papers*. 16782. 2011.

237. Green Bond Market Summary, Q3 2019. CBI, URL: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_q32019_highlights_final.pdf.

238. Gros, D. Lessons From the COVID-19 Crisis for Euro Area Fiscal Rules. *Intereconomics* 55, 281–284 (2020). URL: <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0916-y>.

239. Guidelines for Public Debt Management. World bank URL: http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement_2014_Russian.pdf.

240. Hull J.C. Options, futures and other derivatives. *6th ed. New Jersey* : Prentice Hall, 2006. 789 p.

241. IMF Executive Board Approves Immediate Debt Relief for 25 Countries. IMF. April 13, 2020. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/04/13/pr20151-imf-executive-board-approves-immediate-debt-relief-for-25-countries>.

242. J. L. Adderley and Josephine Justilien. The government securities market and its role in supplementing monetary policy in the Bahamas. *Social and Economic Studies*. 1999. №48. pp. 43-68.

243. Jacome L.I., Matamoros Indorf M., Sharma M. and Townsend S. Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices? *IMF Working Paper*. January. 2012.

244. James A. Hanson Patrick Honohan Giovanni Majnoni. Globalization and National Financial Systems The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank 1818 H Street, NW. 282 p.

245. James Chen. What Is Sovereign Debt and What Are Its Unique Features? Investopedia. 23.02.2022. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign-debt.asp>.
246. Julianne Ams , Reza Baqir, Anna Gelpern and Christoph Trebesch. SOVEREIGN DEFAULT. 2019. URL: https://www.researchgate.net/publication/338040110_Sovereign_Default.
247. Kristine Forslund, Lylia Limab, Ugo Panizza The determinants of the composition of public debt in developing and emerging market countries. *Review of Development Finance*. №1. 2011. P. 207-222.
248. Kumar Manmohan S, Jaejoon Woo. Public debt and growth. *IMF Working Papers*. 174. 2010.
249. Lilia Razlog, Tim Irvin, Chris Marrison A Framework for Managing Government Guarantees. *DISCUSSION PAPER MTI Global Practice*. 2020. №20. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444621590552809834/pdf/A-Framework-for-Managing-Government-Guarantees.pdf>.
250. List of countries with highest default risk 2022. URL: <https://www.geo.tv/latest/427768-list-of-countries-with-highest-default-risk-2022>.
251. Mark Aguiar, Manuel Amador. Sovereign Debt. *Handbook of International Economics*, Volume 4, 2014, Pages 647-687. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444543141000112>.
252. Martin Wolf We must tackle the looming global debt crisis before it's too late. *The Financial Times*. JANUARY 17 2023. URL: <https://www.ft.com/content/889fec5a-cb62-463f-af8c-22c841bddb65?fbclid=IwAR2yZVn5bPTbwVVFopSu0ptFy-qd09Qt3D3GenInP251i9z8D-aiJ0k25aI>.
253. Masazumi Hattori and Előd Takáts . The role of debt securities markets. *BIS Papers*. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap83c_rh.pdf.
254. METHODOLOGICAL AND STATISTICAL APPENDIX. IIMF. October 2022. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FM>.
255. Ministry of Finance of Poland. Debt indicators. URL: <https://www.gov.pl/web/finance/outstandingdebt>.

256. Modigliani, F. (1961). Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt. *Economic Journal*, no. 71, pp. 730–755

257. National Savings & Investments. NSI. URL: <https://www.nidirect.gov.uk/articles/national-savings-investments-nsi#what-is-nsi>.

258. *PAPER MTI Global Practice* The World Bank. 2020. №20. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444621590552809834/pdf/A-Framework-for-Managing-Government-Guarantees.pdf>.

259. Prateek Agarwal. Crowding Out Effect. *Intelligent Economist*. 2019. URL: https://www.intelligenteconomist.com/crowding-out-effect/?fbclid=IwAR3ShBm7_uFqQu-mU5qG2UvppFJGqeVAYayt0pTtx4Y8wJwue9bmrmlJsGg.

260. Professional Standards. INTOSAI. URL: <http://www.intosai.org>.

261. Public Debt Management Framework : Republic of Ukraine / Ministry of Finance. *Barclays capital*. April 2008. 20 p.

262. Reinhart Carmen M., Kenneth S. Rogoff. The forgotten history of domestic debt. *NBER working papers*. 13946. 2008.

263. Robert McCauley, Eli Remolona. Size and liquidity of government bond markets. *BIS Quarterly Review*, November 2000. URL: https://www.bis.org/publ/r_qt0011f.pdf.

264. Saaty Thomas L., “How to Make Decision: The Analytic Hierarchy Process”, *European Journal of Operational Research*, 48, North-Holland, 1990, p. 9–26.

265. Sibel Aybarc Theory of Public Debt and Current Reflections. *Public Economics and Finance*. URL: <https://www.intechopen.com/books/public-economics-and-finance/theory-of-public-debt-and-current-reflections>.

266. Siddharth Tiwari. Proposed new grouping in weo country classifications: low-income developing countries. *Policy Papers*. June 3. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Proposed-New-Grouping-in-WEO-Country-Classifications-Low-Income-Developing-Countries-PP4890>.

267. Solnik B. *International investments*. Anybook Ltd. 1995. 608p.

268. Sovereign debt restructuring. Centre for International Governance Innovation. URL: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.64web.pdf.

269. Sovereigns Ratings List. URL: <https://countryeconomy.com/ratings>.
270. Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, IMF, May 9, 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.
271. Statistics Service of Poland. Macroeconomic indicators. URL: <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne>.
272. Sugozy H., M. Yiyit M. Basic Features of Theoretical Approaches to the Impact of Borrowing on the Inflation. *Maliye Dergisi*. 2010. № 158. C. 365-373.
273. The impact of high and growing government debt on economic growth. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>.
274. Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management. Fiscal and Debt Management Policies: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit, *Englewood Cliffs*, N. J. 1968. P. 143–218.
275. Treasury Direct. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/t/treasurydirect.asp>.
276. Velandia A. Measuring and Managing Refinancing Risk. Designing Government Debt Management Strategies: Data of International Conference, 2008, June 1. May 28. Paris: World Bank Paris Conference Center, 2008. –30 p.
277. World Bank Approves \$350 Million Loan to Support Reforms for Economic Recovery in Ukraine. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2020/06/26/world-bank-approves-350-million-loan-to-support-reforms-for-economic-recovery-in-ukraine>.
278. World Economic Outlook. Statistical Appendix. International Monetary Fund. April 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

ДОДАТКИ

КЛАСИФІКАЦІЯ СЕГМЕНТІВ ФІНАСОВОГО РИНКУ

№ п/п	Класифікаційна ознака	Види
1	Рівень розвитку інституційного середовища	1.1. Розвинутий ринок 1.2. Ринок, що розвивається
2	Характеристика ступеня задоволення попиту (потреб) клієнтів	2.1. Універсальний ринок 2.2. Неуніверсальний ринок
3	Територіальна характеристика обігу фінансових активів	3.1. Регіональний (місцевий, локальний) фінансовий ринок 3.2. Національний фінансовий ринок 3.3. Міжнародний (глобальний, транснаціональний) фінансовий ринок
4	Спосіб організації розміщення і наступного обігу фінансових активів	4.1. Первинний фінансовий ринок 4.2. Вторинний фінансовий ринок
5	Спосіб організації торгівлі активами	5.1. Біржовий ринок 5.2. Позабіржовий ринок
6	Рівень організації торгівлі активами	6.1. Організаційно оформлений (організований) ринок 6.2. Організаційно не оформлений (неорганізований) ринок
7	Механізм виплати доходів	7.1. Ринок з очікуваним фіксованим доходом 7.2. Ринок з очікуваним плаваючим доходом
8	Характеристика емітента	8.1. Ринок державних фінансових активів 8.2. Ринок корпоративних фінансових активів
9	Диференціація сегментів ринку	9.1. Грошовий ринок 9.2. Валютний ринок 9.3. Фондовий ринок
10	Диференціація термінів обігу фінансових активів	10.1. Грошовий ринок 10.2. Ринок капіталів
111	Характеристика видів фінансових інструментів	11.1. Ринок інструментів боргу 11.2. Ринок інструментів власності

Джерело: [90].

Інституціональні структури з управління державним боргом

Інституціональні структури	Країни
Центральний банк	Данія, Ісландія, Ангола, Барбадос, Китай, Йорданія, Ліван, Росія, Малаві, Уганда, Замбія, Зімбабве.
Казначейства	Австралія, Бельгія, Фінляндія, Франція, Люксембург, Голландія, США, Туреччина, Бразилія, Латвія, Мальта, Папуа Нова Гвінея.
Міністерства фінансів	Канада, Чилі, Чехія, Ізраїль. Японія. Корея, Мексика, Нова Зеландія, Норвегія, Польща, Словенія, Іспанія, Швейцарія, Афганістан, Албанія, Аргентина, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Коста-Ріка, Хорватія, Кіпр, Еквадор, Єгипет, Естонія, Ефіопія, Грузія, Фіджі, Гватемала, Гана, Гонконг, Індія, Індонезія, Кенія, Лесото, Литва, Македонія, Мальдіви, Маврикій, Молдова, Марокко, Нікарагуа, Пакистан, Парагвай, Філіппіни, Румунія, Руанда, Сербія, Сінгапур, Соломонові острови, Шрі Ланка, Танзанія, Таїланд, Туніс, ОАЕ, В'єтнам, Уругвай
Агентства з управління держборгом	Австрія–Austrian Federal Financing Agency; Німеччина–German Federal Republic Finance Agency GmbH; Угорщина–Hungarian Government Debt Management Agency; Ірландія–National Treasury Management Agency; Португалія–Portuguese Debt Agency; Швеція–Swedish National Debt Office; Словаччина–Slovakian Debt and Liquidity Management Agency; Великобританія–UK Debt Management Office

Джерело: [61].

**Динаміка показників валового внутрішнього продукту України та
Державного боргу України у 2014-2022р. у фактичних цінах, млн. грн.**

Рік	ВВП у фактичних цінах, млн.грн.	Державний борг України, млн.грн.	Державний+ гарантований державою борг, млн.грн.	Співвідношення Державного боргу до ВВП, %	Співвідношення сукупного боргу до ВВП, %
2014	1586,92	947,03	1100,83	60,0	69,4
2015	1988,54	1334,27	1572,18	67,0	79,1
2016	2385,37	1650,83	1929,81	69,0	80,9
2017	2983,88	1833,71	2141,69	61,0	71,8
2018	3560,30	1860,29	2168,42	52,3	60,9
2019	3977,20	1761,37	1998,30	44,3	50,2
2020	4222,03	2259,23	2551,88	53,5	60,4
2021	5450,85	2362,72	2672,06	43,3	49,0
2022	5191,03	3715,13	4072,85	71,6	78,5

Джерело: обраховано автором за даними [25, 63].

**Показники, що характеризують стан зовнішньої боргової безпеки України у
2014-2021 рр.**

Показники	2014 рік	2015 рік	2016 рік	2017 рік	2018 рік	2019 рік	2020 рік	2021 рік
ВВП у фактичних цінах, млрд. грн.	1586,92	1988,54	2385,37	2983,88	3560,30	3977,20	4222,03	5450,85
Зовнішній борг, млрд. грн.	611,97	1042,72	1240,08	1375,01	1397,01	1159,44	1518,93	1560,42
Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП, %	38,6	52,4	52,0	46,1	39,2	29,1	36,0	28,6
Міжнародні резерви, млн. дол.	7533,33	13299,99	15539,33	18808,45	20820,43	25302,16	29132,89	30940,95
Зовнішній бог, млн. дол.	126308,0	118729,0	113518,0	116578,0	114710,0	121739,0	125690,0	129711,0
Відношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу, %	6,0	11,2	13,7	16,1	18,2	20,8	23,2	23,9

Джерело: обраховано автором за даними [25; 66].

**Динаміка показників боргового навантаження
на бюджет України у 2014-2022 рр., млрд. грн.**

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Видатки бюджету з обслуговування боргу	51,0	86,8	97,4	111,5	116,3	119,9	119,7	155,7	157,9
Погашення зовнішнього боргу	52,8	325,4	9,0	66,5	67,6	83,9	145,6	97,6	46,6
Погашення внутрішнього боргу	68,0	91,2	102,4	297,0	166,9	261,9	239,9	343,5	401,9
Всього, видатки на погашення боргу,	120,8	416,6	111,4	363,5	234,5	345,8	385,5	441,1	448,6
Видатки Бюджету	430,2	576,9	685,0	839,5	985,6	1075,1	1288,1	1490,3	2705,4
ВВП у фактичних цінах, млрд. грн.	1586,92	1988,54	2385,37	2983,88	3560,57	3978,40	4222,02	5459,6	5191,0
Частка видатків на обслуговування Державного боргу України у видатках ДБ, %	11,9	15,1	14,2	13,3	11,8	11,2	9,3	10,4	5,5
Частка видатків на погашення Державного боргу України у видатках ДБ, %	28,1	72,2	16,3	43,3	23,8	32,2	29,9	29,6	16,6
Відношення видатків на обслуговування боргу до ВВП, %	3,2	4,4	4,1	3,7	3,3	3,0	2,8	2,9	3,0
Відношення платежів за Державним боргом до ВВП, %	7,6	21,0	4,7	12,2	6,6	8,7	9,1	8,1	8,6

Джерело: авторська вибірка з [65].

Динаміка показника державного боргу на фоні макроекономічних параметрів економіки України у 2014-2021рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Сукупний державний борг України	1100833	1571769	1929810	2141670	2168450	1998300	2551880	2672020
Темп приросту, %	-	42,8	22,8	11,0	1,3	-7,8	27,7	4,7
Валове споживання	1429959	1723629	2032328	2618126	3209292	3705058	3908788	4766568
Темп приросту, %	-	20,5	17,9	28,8	22,6	15,4	5,5	21,9
Капітальні інвестиції	219420	273116	359216	448462	578727	584449	419837	528802
Темп приросту, %	-	24,5	31,5	24,8	29,0	1,0	-28,2	26,0
Валове нагромадження, млн. грн.	212591	316841	518201	595194	661801	592219	377124	754369
Темп приросту, %	-	49,0	63,6	14,0	11,2	-10,5	-36,3	100
Кредити домогосподарств, млн. грн.	211215	174869	163333	174182	201102	212515	206471	254385
Темп приросту, %	-	-7,2	-6,6	6,6	15,5	5,7	-2,8	23,2
Іпотечні кредити, млн. грн.	72156	60215	60265	38601	42308	26616	30389	28693
Темп приросту, %	-	-16,5	0,8	-35,9	9,6	-37,1	14,2	-5,6
Кредити сектору нефінансових корпорацій, млн. грн.	778841	787795	822114	829932	859740	744648	724157	752324
Темп приросту, %	-	1,1	4,5	0,9	3,6	-13,4	-2,8	3,9
Кредити сектору фінансових корпорацій, млн.грн.	25576	15564	11583	10936	9222	9577	5701	9644
Темп приросту, %	-	-39,1	-25,6	-5,6	-15,7	3,8	-40,5	69,2

Джерело: побудовано автором за даними [59, 70].

Показники залучення фінансування на ринку державного боргу України на фоні макроекономічних параметрів у 2014-2020 рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ВВП у фактичних цінах, млн.грн.	1586,92	1988,54	2385,37	2983,88	3560,57	3978,40	4194,10
Доходи державного бюджету, млрд. грн.	456,07	652,03	782,86	1016,97	1184,29	1289,85	1376,67
Внутрішній борг, млрд грн.	488,86	529,46	689,73	766,68	771,41	838,85	1032,95
Зовнішній борг, млрд грн.	611,97	1042,72	1240,08	1375,01	1397,01	1159,44	1518,93
Міжнародні резерви, млн.дол.	7533,33	13299,99	15539,33	18808,45	20820,43	25302,16	29132,89
Індекс інфляції, %	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	4,1	5,0

Джерело: вибірка з [62, 114].

Таблиця Ж.2

Показники залучення фінансування на ринку державного боргу Польщі на фоні макроекономічних параметрів у 2014-2020 рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ВВП у фактичних цінах, млн. злотих	1711244	1801112	1863487	1989835	2121555	2293199	2326656
Доходи державного бюджету, млн. злотих	283542,7	289136,7	314683,6	350499,1	380077,1	400575,0	419836,8
Внутрішній борг, млн. злотих	534,7901	570,4825	630,1742	662,5175	984,2847	716,1837	823,2820
Зовнішній борг, млн. злотих.	291,9821	306,7930	335,0274	299,3241	296,0655	274,7647	287,9905
Міжнародні резерви, млн. злотих	352257	370297	478077	394358	439752	487644	579719
Індекс інфляції, %	-0,03	-0,93	-0,58	1,98	1,6	2,31	3,4

Джерело: вибірка з [271, 255].

Динаміка показників що характеризують рівень сек'юритизації державного боргу України у 2014-2021 рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Сукупний державний борг України	1100,83	1572,18	1929,81	2141,69	2168,92	1998,30	2551,88	2672,02	4072,85
Частка ОВДП в сукупному боргу, %	479,8	521,76	684,08	759,97	764,84	831,57	1023,12	1077,64	1401,82
Частка ОЗДП в сукупному боргу, %	43,6	33,2	35,4	35,5	35,3	41,6	40,1	40,3	34,4
Частка секюритизованого боргу у сукупному боргу, %	780,82	937,03	1201,88	1334,43	1386,92	1359,1	1683,34	1744,22	2286,13
Державний борг	947,03	1334,27	1650,83	1833,71	1860,29	1761,37	2259,23	2362,68	3715,13
Частка ОВДП у Державному боргу України, %	458,23	505,36	668,13	751,02	758,84	827,38	998,73	1060,71	1389,97
Частка ОЗДП у Державному боргу України, %	272,51	415,27	517,80	574,46	622,08	527,53	660,22	625	828,54
Частка секюритизованого боргу у Державному, %	730,74	920,63	1185,93	1325,48	1380,92	1354,91	1658,95	1685,71	2218,51
	48,7	69,0	71,8	72,3	74,2	77,0	73,4	71,4	59,7

Джерело: побудовано автором за даними [16].

**Валютна структура ОВДП за номінально-амортизаційною
вартістю у 2014-2022 рр.**

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ОВДП у гривні, млрд грн /%	391,0	444,2	562,5	628,0	619,2	720,8	861,0	942,4	1277,8
	85,4	87,9	84,2	83,6	81,6	87,1	86,2	88,8	92,1
ОВДП у доларах США та євро млрд. грн /%	67,1	61,1	105,7	123,1	139,7	106,6	137,8	118,3	110,2
	14,6	12,1	15,8	16,4	18,4	12,9	13,8	11,2	7,9
Всього ОВДП, млрд. грн /%	458,1	505,3	668,1	751,0	758,8	827,4	998,7	1060,7	1387,9

Джерело: побудовано автором за [126].

ОВДП у розрізі власності в Україні у 2014-2022 рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
НБУ, млрд. грн /%	318,3 69,5	390,0 77,2	382,0 57,2	360,6 48,0	348,1 45,9	337,1 40,7	324,6 32,5	312,6 29,5	704,6 50,8
Банки, млрд. грн /%	93,7 20,5	81,6 16,1	255,8 38,3	361,5 48,0	377,3 49,7	336,5 40,7	519,5 52,0	547,1 51,6	485,6 35,0
Юридичні особи, млрд. грн /%	23,6 5,2	11,2 2,2	23,8 3,6	22,3 3,0	21,0 2,8	26,3 3,2	58,1 5,8	83,1 7,8	107,3 7,7
Фізичні особи, млрд. грн /%	0,96 0,2	0,04 0,0	0,1 0,01	1,5 0,2	6,2 0,8	9,8 1,2	11,1 1,1	25,2 2,4	30,2 2,2
Нерезиденти, млрд. грн /%	21,6 4,6	22,5 4,5	6,5 1,0	5,2 0,7	6,4 0,8	117,7 14,2	85,3 8,5	92,6 8,7	58,4 4,2
Територіальн і громади, млрд. грн /%	- -	- -	- -	- -	- -	- -	0,2 0,02	0,08 0,0	1,9 0,1
Всього ОВДП, млн. грн., млрд. грн /%	458,1	505,3	668,1	751,0	758,8	827,4	998,7	1060,7	1387,9

Джерело: побудовано автором за [126].

Додаток Н

Таблиця Н.1

Обсяги та частки випуску боргових інструментів на ринку цінних паперів України за номінальною вартістю 2014-2021 рр.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
НБУ, млрд грн /%	19609	89845	68167	-	-	-	-	-
	2,2	8,0	50					
Інші депозитні корпорації, млрд грн /%	4554	319	389	371	4187	3382	3039	2238
	0,52	0,03	0,03	0,03	0,3	0,24	0,2	0,13
Інші фінансові корпорації, млрд грн /%	14153	11872	9487	9666	9100	8071	6042	6822
	1,6	1,05	0,7	0,69	0,62	0,56	0,34	0,38
Сектор загального державного управління, млрд грн /%	735505	924894	1185362	1324729	1378878	1351684	1656471	1683736
	83,34	82,43	87,78	94,53	94,32	94,30	94,17	94,48
Нефінансові корпорації, млрд грн /%	106631	95059	86856	66610	69609	70181	93454	89311
	12,08	8,47	6,43	4,75	4,76	4,89	5,31	5,01
Всього боргових цінних паперів, млн.грн., млрд грн /%	882452	1121989	1350261	1401376	1461774	1433318	1759006	1782107

Джерело: побудовано автором за даними [182].

Додаток П

Таблиця П.1

Структура залучення фінансових ресурсів на зовнішньому ринку державного боргу України у 2014-2021 рр.

Показники, млрд грн / %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	169,09 34,8	337,45 40,8	371,85 37,9	407,47 37,7	370,82 33,7	292,20 31,4	443,31 35,2	463,13 35,6	1100,26 47,3
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	16,37 3,4	32,71 4,0	45,65 4,7	49,30 4,6	47,93 4,4	38,59 4,1	43,90 3,5	40,75 3,1	182,66 7,9
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ,	0,0 0,0	0,0 0,0	0,0 0,0	0,0 0,0	11,08 1,0	33,34 3,6	61,09 4,9	50,74 3,9	60,38 2,6
Заборгованість за ОЗДП	272,51 56,1	415,27 50,3	517,8 52,8	574,46 53,2	622,08 56,6	527,53 56,6	660,22 52,5	625,0 48,1	828,64 35,6
Заборгованість перед МВФ, не віднесена до інших категорій	28,05 5,8	40,84 4,9	44,89 4,6	49,08 4,5	47,29 4,3	40,22 4,3	50,01 4,0	120,5 9,3	153,6 6,6
Зовнішній державний борг	486,03	826,27	980,19	1080,31	1099,20	931,87	1258,52	1300,12	2325,44

Джерело: побудовано автором за даними [16].

Додаток Р

Таблиця Р.1

Перелік загроз для зростання Державного боргу України

Перелік загроз	Скорочений запис	Математичне позначення загрози
Дефіцит державного бюджету	ДДБ	z_1
Дефіцит платіжного балансу країни	ДПБ	z_2
Залежність України від імпорту енергоносіїв	ЗЕ	z_3
Збільшення державних витрат в періоди військових дій та інших непередбачених ситуацій (в т.ч. пандемії)	ЗВ	z_4
Циклічні коливання економіки, які у фазі спаду ілюструють погіршення макроекономічних параметрів	ЦК	z_5
Зростання витрат на обслуговування державного боргу України	ВВО	z_6
Вплив політичних бізнес-циклів, які провокують політику необґрунтованого збільшення державних витрат та зменшення податків перед черговими виборами	ПЦ	z_7
Недооцінка та вихід держави за межі фіскальних можливостей	ВМФМ	z_8
Скорочення альтернативних джерел доходів бюджету	СБ	z_9
- низький інвестиційний попит на державні боргові інструменти на тлі присутності вільних грошових коштів у населення	НІП	z_{10}
Спад економічної активності в державі, який призводить до зменшення частки податкових надходжень до бюджету	НЕА	z_{11}
Технічна відсталість значної частини сфер національної економіки України	ТВ	z_{12}
Неефективна система залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу	НСЗФ	z_{13}

Джерело: побудовано автором.

Країни з найбільш високим ризиком дефолту у 2022 р.

Країна	Рейтинг вразливості державного боргу	Прибутковість державних облігацій	П'ятирічний серед кредитного дефолту	Процентні витрати 2022 у відсотках до ВВП, %	Державний борг 2022 у % до ВВП
Сальвадор	1	31,8	3,376	4,9	82,6
Гана	2	17,1	2,071	7,2	84,6
Туніс	3	32,1	1,200	3,0	87,3
Пакистан	4	16,8	1,492	4,8	71,2
Єгипет	5	13,2	368	8,2	94,0
Кенія	6	14,6	1,134	4,4	70,3
Аргентина	7	20,7	4,470	1,7	74,3
Україна	8	60,4	10,856	2,9	49,0
Бахрейн	9	6,6	327	4,5	116,5
Намібія	10	9,4	593	4,2	69,6
Бразилія	11	6,0	299	7,2	91,9
Ангола	12	12,0	834	4,0	57,9
Сенегал	13	10,2	602	2,1	75,3
Руанда	14	8,9	567	2,5	72,0
Південна Африка	15	7,3	315	4,7	70,2
Коста-Ріка	16	7,6	294	5,2	69,4
Габон	17	11,7	873	2,4	57,4
Мароко	18	7,3	330	2,4	77,1
Еквадор	19	13,3	1,006	1,3	62,2
Туреччина	20	10,1	839	3,0	43,7
Домініканська республіка	21	7,9	450	2,9	59,4
Ефіопія	22	33,9	3,035	1,1	48,3
Кулумбія	23	7,3	297	2,9	60,6
Нігерія	24	12,8	990	2,3	37,4
Мексика	25	5,5	178	4,5	58,4

Джерело: [250].

Додаток Т

Таблиця Т.1

Класифікація країн за Міжнародним валютним фондом (що використовується для фіскального моніторингу)

Розвинені економіки	Країни з ринками що формуються	Країни що розвиваються з низьким рівнем доходу	Країни G7	Країни G20	Передові країни з G20	Країни, що розвиваються з числа G20
1	2	3	4	5	6	7
Андора	Албанія	Афганістан	Канада	Аргентина	Австралія	Аргентина
Австралія	Алжир	Бангладеш	Франція	Австралія	Канада	Бразилія
Австрія	Ангола	Бенін	Німеччина	Бразилія	Франція	Китай
Бельгія	Антигуа і Барбуда	Бутан	Італія	Канада	Німеччина	Індія
Канада	Аргентина	Буркіна-Фасо	Японія	Китай	Італія	Індонезія
Кіпр	Вірменія	Бурунді	Велика	Франція	Японія	Мексика
Чеська республіка	Аруба	Камбоджа	Британія	Німеччина	Корея	росія
Данія	Азербайджан	Камерун	США	Індія	Велика Британія	Саудівська Аравія
Естонія	Багамські острови	Центральна африканська республіка		Індонезія	США	Південна Африка
Фінляндія	Бахрейн	Чад		Італія		Туреччина
Франція	Барбадос	Коморські острови		Японія		
Німеччина	Білорусь	ДР Конго		Корея		
Греція	Бейлі	Джибуті		Мексика		
Гонконг САР	Болівія	Еритрея		росія		
Ісландія	Боснія і Герцеговина	Ефіопія		Саудівська Аравія		
Ірландія	Ботсвана	Гамбія		Південна Африка		
Ізраїль	Бразилія	Гана		Туреччина		
Італія	Бруней	Гвінея		Велика Британія		
Японія	Дейруссалам	Гвінея-Бісау		США		
Корея	Болгарія	Гаїті				
Латвія	Кабо Верде	Гондурас				
Литва	Чилі	Кенія				
Люксембург	Китай	Кірібаті				
Макао	Колумбія	Киргизька республіка				
Мальта	Коста-Ріка	Лаос				
Нідерланди						

Продовження табл. Т.1

1	2	3	4	5	6	7
Нова Зеландія	Хорватія	Лесото				
Норвегія	Домініка	Ліберія				
Португалія	Домініканська	Мадагаскар				
Пуерто-Ріко	республіка	Малаві				
Ман-Маріно	Еквадор					
Сінгапур	Єгипет	Малі				
Словацька	Ель Сальвадор	Мавританія				
республіка	Екваторіальна	Молдова				
Словенія	Гвінея	Мозамбік				
Іспанія	Есватіні	М'янма				
Швеція	Фіджі	Непал				
Швейцарія	Габон	Нікарагуа				
Тайвань	Грузія	Нігерія				
Велика Британія	Гренада	Нігер				
США	Гватемала	Папула-Нова Гвінея				
	Гаяна	Руанда				
	Угорщина	Сан-Томе і Прінсіпі				
	Індія	Сенегал				
	Індонезія	Сьєрра-Леоне				
	Іран	Соломонові острови				
	Ірак	Сомалі				
	Ямайка	Судан				
	Йорданія	Таджикистан				
	Казахстан	Танзанія				
	Косово	Східний Тімор				
	Кувейт	Того				
	Ліван	Уганда				
	Лівія	Узбекистан				
	Малайзія	В'єтнам				
	Мальдіви	Ємен				
	Маршаллові	Замбія				
	острови	Зімбабве				

Продовження табл. Т.1

1	2	3	4	5	6	7
	Маврикій Мексика Мікронезія Монголія Чорногорія Марокко Намібія Науру Пн.Македонія Оман Пакистан Палау Панама Парагвай Перу Філіппіни Польща Катар Румунія Росія Самоа Саудівська Аравія Сербія Сейшели Південна Африка Шрі-Ланка Сент-Кітс і Невіс Санта Лючія Сент-Вінсент Гренадіни Сурінам Сирія					

Закінчення табл. Т.1

1	2	3	4	5	6	7
	Тайланд Тонга Тринідад Тобаго Туніс Туреччина Туркменістан Тувалу Україна Об'єднані Арабські Емірати Уругвай Вануату Венесуела Зх. берег р. Йордан і Газу					

Джерело: [254].

Додаток У
Таблиця У.1

Рейтингові оцінки та відповідність шкал провідних рейтингових агентств світу

Moody's Investors Service" (Moody's)	"Standard & Poor's" (S&P)	Fitch Ratings" (Fitch)	Характеристика місця в рейтингу
<i>Довгострокові рейтинги</i>			
Aaa	AAA	AAA	Найвища якість. Фактори ризику незначні. Ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків висока
Aa1	AA+	AA+	Висока якість. Ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків висока. Ризик помірний, але мінливий під впливом змін в економіці
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Сильна платіжна здатність. Ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків висока. Значні фактори ризику у кризові періоди.
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Адекватна платіжна спроможність. Ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків адекватна, проте значний вплив мають несприятливі фактори.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Хитка платіжна здатність (спекулятивні якості). Можливі затримки виплати відсотків та основної суми боргу.
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Зобов'язання з високим ризиком (високо спекулятивний рівень). Є ризик невиконання зобов'язань при впливі несприятливих факторів.
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Saa1	CCC+	CCC	Є вразливість до дефолту. Фінансовий стан емітента – несприятливий. Висока ймовірність припинення платежів.
Saa2	CC	CC	
Saa3	C	C	
Ca	R	RD	У стані банкрутства, тощо. Частковий дефолт. Затримка з виплатами. Висока ймовірність невиконання зобов'язань.
C	SD	D	
D	D		
<i>Короткострокові рейтинги</i>			
Prime 1	A1+/F1+	A1+	Вища якість, мінімальний інвестиційний ризик
	A1/F1	A1	
Prime 2	A2/F2	A2	Висока якість, вплив негативних тенденцій
Prime 3	A3/F3	A2	Якість вище середнього. Великий вплив негативних тенденцій
Not prime	B	B1	Середня якість, ще більший вплив негативних тенденцій
	B	B2	
Not prime	C	C1	Висока ймовірність невиконання зобов'язань
Not prime	D	D1	Дефолт

Джерело: побудовано автором за [26].

Додаток Ф

Таблиця Ф.1

**Типологізація державних боргових інструментів, що випускаються
на ринках державного боргу провідних країн світу**

Типи	Японія	США	Великобританія	Німеччина	Франція
Короткотермінові	Прибл.2 міс, 3 міс., 6 міс, 1 рік	4-тижневі, 8- тижневі, 13- тижневі, 52- тижневі;	1 міс., 3 міс., 6 міс., 12 міс.;	3 міс., 5 міс., 6 міс., 9 міс., 11 міс., 12 міс.;	Менше, або дорівнює 1 року;
Середньострокові	2 роки, 5 років;	2 роки, 3 роки, 5 років, 7 років;	1-7 років;	2 роки; 5 років, 7 років;	2-8 років;
Довгострокові	10 річні	10 річні	7-15 років;	10 річні;	50 років;
Супердовгострокові	20 років, 30 років, 15 років, 40 років;	20 років, 30 років;	15-55 років;	15 років, 30 років;	8-50 років;
Інші	Облігації з індексацією інфляції (10-річні);	Облігації з індексацією інфляції (5 річні, 10- річні, 30 –річні). Облігації з плаваючою ставкою (2-х річні);	Облігації з індексацією інфляції (5-55 років);	Облігації, індексовані на інфляцію (5-ти річні, 10-річні, 30- річні);	Облігації з індексацією інфляції (2-30 років);
Зелені облігації	-	-	-	Перший випуск у 2020 році	25,27 млн. євро. Станом на 2021 р.

Джерело: [116].

Довідки про впровадження

МІНІСТЕРСТВО
ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ



MINISTRY
OF ECONOMY
OF UKRAINE

ДЕРЖАВНИЙ НАУКОВО-
ДОСЛІДНИЙ ІНСТИТУТ
ІНФОРМАТИЗАЦІЇ ТА
МОДЕЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

STATE SCIENTIFIC RESEARCH
INSTITUTE FOR INFORMATIZATION
AND ECONOMIC MODELING

Б-р М. Міхновського, 38, Київ, 01014
Тел.: (044) 495-56-06, факс: (044) 495-56-07
E-mail: info@ndiime.org.ua
http://ndiime.org.ua

38, M. Mikhnovskoho Blvd., Kyiv, 01014
Tel.: (044) 495-56-06, fax: (044) 495-56-07
E-mail: info@ndiime.org.ua
http://ndiime.org.ua

1010572023 № 53-2/05-01-20

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
на здобуття наукового ступеня доктора філософії в галузі економіки

Ганцяка Михайла Олеговича

на тему: «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України»

Результати дисертаційного дослідження Ганцяка М.О. щодо залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України використані у рамках виконання науково-дослідної роботи «Актуальні проблеми системи державного регулювання економіки» (державний реєстраційний номер: 0116U008705).

Особистий внесок Ганцяка М.О. полягає в розробці пропозицій щодо вдосконалення політики управління державною заборгованістю України, в частині виокремлення науково-обґрунтованих підходів нормування складових державного боргу України, що ґрунтуються на диверсифікації інструментів залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України.

В.о. директора,
к.е.н.



П.Г. НЕБОТОВ

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ганцяка Михайла Олеговича
на тему «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу
України»**

Результати дисертаційного дослідження Ганцяка Михайла Олеговича, що стосуються залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 072-фінанси, банківська справа та страхування були використані в роботі Комітету Верховної Ради України з питань фінансів, податкової та митної політики.

Практичну цінність для Підкомітету з питань банківської діяльності, монетарної стабільності, взаємодії з Національним банком України та захисту прав споживачів фінансових послуг та Підкомітету з питань ринку капіталів, інших регульованих ринків, цінних паперів та похідних фінансових інструментів (деривативи) становлять висновки та пропозиції Ганцяка Михайла Олеговича, що стосуються розширення можливостей банківських установ щодо продажу державних боргових цінних паперів, що на думку автора активізує процес залучення фінансування державного боргу України, а також перспектив розширення державного боргового інструментарію із забезпеченням відповідної інфраструктури. Подані пропозиції становлять практичний інтерес та використовуються Комітетом під час законотворчої діяльності.

Довідка видана для подання у спеціалізовану вчену раду за місцем захисту дисертації.

**Керівник секретаріату Комітету
Верховної Ради України з питань
фінансів, податкової та митної політики**

І.М. Прийма



Бух. № 45



РАХУНКОВА ПАЛАТА

вул. М. Коцюбинського, 7, м. Київ, 01601, тел. (044) 298-75-02, 298-74-91, факс (044) 288-09-59
E-mail: rp@rp.gov.ua , сайт: https://rp.gov.ua , код згідно з ЄДРПОУ 00013540

23.09.2021 № 15/412

На № _____ від _____

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ганцяка Михайла Олеговича**

на тему «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу
України»

на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072
«Фінанси, банківська справа та страхування»

Сформульовані у дисертаційному дослідженні ГАНЦЯКА Михайла Олеговича висновки і пропозиції впроваджені в практику і використані у роботі відділу аудиту державних запозичень і боргу Департаменту експертизи та аналізу державного бюджету Рахункової палати в частині вдосконалення оцінки ефективності управління державним боргом України. Практичну цінність мають пропозиції автора щодо доповнення переліку показників ефективності управління державним боргом України.

Довідка видана для подання у спеціалізовану вчену раду за місцем захисту дисертації. Довідка надана без фінансових зобов'язань перед автором.

Секретар Рахункової палати
керівник апарату



Вадим ХОДАКОВСЬКИЙ

УКРАЇНЬКА АСОЦІАЦІЯ
ІНВЕСТИЦІЙНОГО БІЗНЕСУ
Саморегульована організація



UKRAINIAN ASSOCIATION
OF INVESTMENT BUSINESS
Self-regulatory organisation

вул. Предславинська, 28
03150, м. Київ, Україна
Телефон/факс: (044) 528-72-66, 528-72-70
E-mail: office@uaib.com.ua

28 Predslavynska Str
03150 Kyiv, Ukraine
Tel./fax: 528-72 -66, 528-72-70
E-mail: office@uaib.com.ua

15 листопада 2021р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження Ганцяка Михайла Олеговича

Дисертаційне дослідження Ганцяка Михайла Олеговича щодо особливостей залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України є актуальним з огляду на необхідність вивчення інструментарію позикового фінансування потреб держави.

Окремі отримані науково-обґрунтовані результати дисертаційного дослідження Ганцяка М.О., зокрема, рекомендації щодо розширення інвестиційних можливостей суб'єктів ринку державного боргу в Україні, диверсифікації напрямів ресурсного інвестування компаній з управління активами (в частині вкладень в облігації державних позик) знайшли своє відображення в практичній діяльності Української асоціації інвестиційного бізнесу.

Довідка видана для подання у спеціалізовану вчену раду за місцем захисту дисертації. Довідка надана без фінансових зобов'язань перед автором.

Генеральний директор



Рибальченко А.А.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковано основні результати дисертації

Монографії:

1. **Ганцяк М. О.,** Вергелюк Ю. Ю. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung: collective monograph / herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany, 2020. 715 p. (0,6 друк. арк.). Особистий внесок: розрахунок показників, що підтверджують існування ефекту витіснення на ринку державного боргу, розгляд теорій що описують ефекти витіснення – 0,4 друк. арк.*

2. **Ганцяк М. О.,** Вергелюк Ю. Ю. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору. *Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій: [монографія] / за науковою редакцією д.е.н., професора, заслуженого діяча науки і техніки України С. В. Онишко. Ірпінь : Державний податковий університет. 2023. С. 525-549. (1 друк. арк.). Особистий внесок: статистичний аналіз показників, що характеризують взаємодію державного боргового та банківського сегментів – 0,5 д. а.*

статті у фахових виданнях України:

3. Ганцяк М. О. Державний борг і кредит: особливості прояву макроекономічних ефектів. *Формування ринкових відносин в Україні. 2019. № 11. С. 50–58. DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.3606196>. (0,8 друк. арк).*

4. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу та інструменти фінансування дефіциту бюджету. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка». 2020. № 19(47). С. 80–84. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19\(47\)-80-85](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2020-19(47)-80-85). (0,7 друк. арк).*

5. **Ганцяк М. О.,** Мамонова Г. В. Моделювання ієрархії загроз зростання державного боргу України. *Стратегія економічного розвитку України. 2021. № 49. С. 54–64. DOI: <https://doi.org/10.33111/sedu.2021.49.054.066>. (0,7 друк. арк.). Особистий внесок: вибір та обґрунтування факторів, що є загрозами зростання Державного боргу України, побудова моделі ієрархії загроз та її інтерпретація – 0,4 друк. арк.*

6. **Ганцяк М. О.,** Мамонова Г. В. Ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі. *Бізнес-навігатор. 2022. № 1(68). С. 132 – 136. DOI: <https://doi.org/10.32847/business-navigator.68-23>. (0,6 друк. арк.). Особистий внесок: вибір та обґрунтування чинників, що формують макроекономічні умови та визначають ефективність залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, підрахунок коефіцієнта ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України та Польщі, інтерпретація результатів – 0,3 друк. арк.*

7. Ганцяк М. О. Ключові детермінанти стану ринку державного боргу України в довоєнний період. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія» серія «Економіка». 2022. № 26(54). С. 65–70. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26\(54\)-65-70](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-26(54)-65-70). (0,6 друк. арк.).*

8. Ганцяк М. О. Сучасний стан залучення фінансування бюджетного дефіциту на ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1797/1732>. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17>. (0,5 друк. арк.).

9. Ганцяк Михайло. Дефолт та реструктуризація як можливі сценарії врегулювання боргових проблем. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. № 1. С. 20–27. URL: <https://mdes.khmnu.edu.ua/index.php/mdes/article/view/133>. DOI: <https://doi.org/10.31891/mdes/2023-7-3> (1,23 друк. арк.).

у матеріалах наукових конференціях

10. Ганцяк М. О. Фінансовий ринок та рівень соціально-економічного розвитку країни: індикатори виявлення взаємозалежності. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали VI Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (25 жовтня 2019 р.). Острог : Національний університет «Острозька академія», 2019. С. 74-76. (0,15 друк. арк.).

11. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Ключові тенденції ринку цінних паперів в Україні. *Розвиток банківських систем світу в умовах глобалізації фінансових ринків* : матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференції (25 жовтня 2019 р.). Черкаси : ДВНЗ «Університет банківської справи» Черкаський навчально-науковий інститут, 2019. С. 75-77. (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок – охарактеризовано тренди на ринку державних боргових цінних паперів* – 0,1 друк. арк.

12. Ганцяк М. О. Тенденції розвитку ринку державних зовнішніх боргових інструментів. *Трансформація економіки України: виклики та можливості* матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (27 грудня 2019 р.). Київ : Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки, 2019. С. 76-80. (0,2 друк. арк.).

13. Ганцяк М. О. Управління державним боргом України в умовах фінансової нестабільності. *Актуальні проблеми менеджменту, фінансів та публічного управління в сучасних глобалізаційних процесах* : матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (19 березня 2020 р.). Ірпінь : Університет державної фіскальної служби України, 2020. С. 244-246. (0,15 друк. арк.).

14. Корнеєв В. В., Вергелюк Ю. Ю., **Ганцяк М. О.** Боргові ринки в умовах нециклічних викликів. *Інноваційні стратегії та моделі економічних трансформацій в умовах євроінтеграційних викликів* : матеріали міжнародної науково-практичної Internet-конференції (15 травня 2020 р.). Харків – Ужгород – Софія – Пшеворськ : Издательство на ВУЗФ «Св. Григорий Богослов», 2020. С. 88-90. (0,15 друк. арк.). *Особистий внесок – описано вплив боргових потоків на ринку позикового капіталу та наслідки їх розподілу* – 0,05 друк. арк.

15. Ганцяк М. О. Особливості залучення фінансування державного боргу. *Сучасний менеджмент економічних систем в координатах парадигми сталого розвитку* : матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (18 вересня 2020 р.). Одеса : Одеський національний політехнічний університет, 2020. С. 74-76. (0,14 друк. арк.).

16. Ганцяк М. О. Ринок державного боргу як сегмент фінансового ринку. *Теоретичні та практичні дослідження молодих вчених* : матеріали XIV Міжнародної науково-практичної конференції магістрантів та аспірантів (01-04 грудня 2020 р.). Харків : Національний технічний університет "Харківський політехнічний інститут", 2020. С. 236-237. (0,1 друк. арк.).

17. Ганцяк М. О. Боргові чинники впливу на валютний ринок України. *Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні* : матеріали I Всеукраїнської науково-практичної конференції (10 грудня 2020 р.). Херсон : Херсонський національний технічний університет, 2020. С. 140-142. (0,14 друк. арк.).

18. Ганцяк М. О. Боргові інструменти держави на ринку цінних паперів України. *Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ* : матеріали V Всеукраїнської науково-практичної конференції (24 березня 2021 р.). Херсон : Херсонський державний аграрно-економічний університет, 2021. С. 125-127. (0,2 друк. арк.).

19. Ганцяк М. О. Реформування суб'єктної системи регулювання державного боргу в Україні. *Україна і світ: гуманітарно-технічна еліта та соціальний прогрес* : матеріали Міжнародної науково-теоретичної конференції студентів та аспірантів (14-15 квітня 2021 р.). Харків : Національний технічний університет «Харківський політехнічний інститут», 2021. С. 276-277. (0,1 друк. арк.).

20. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Стабілізація інвестиційних потоків в умовах пандемії. *Економічний розвиток держави регіонів і підприємств: проблеми та перспективи* : матеріали IV Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (28-29 квітня 2021 р.). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2021. С. 29-30. (0,12 друк. арк.). *Особистий внесок : характеристика та оцінка інвестиційних потоків у частині фінансування державного боргу* – 0,06 друк. арк.

21. Мамонова Г. В., **Ганцяк М. О.** Підходи до оцінки залучення фінансування державного боргу в довоєнний та повоєнний періоди. *Управління економічними процесами, на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення* : матеріали V Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених (25-26 травня 2022 р.). Львів : Національний університет «Львівська політехніка», 2022. С. 40-41. (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок – обґрунтування та інтерпретація використання методу побудови ієрархії загроз для оцінки залучення фінансування державного боргу* – 0,05 друк. арк.

22. Ганцяк М. Боргова безпека України в умовах воєнного стану. *Фінанси, економіка, право vs війна* : матеріали Міжнародного конгресу (27 квітня 2022 р.). Ірпінь : Державний податковий університет, 2022. С. 402-405. (0,2 друк. арк.).

23. **Ганцяк М. О.**, Вергелюк Ю. Ю. Потенціал ринку внутрішніх державних запозичень. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : матеріали IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (21 жовтня, 2022р.). Острого : Національний університет «Острозька академія», 2022. С. 131-133. (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок – обґрунтування необхідності розширення потенціалу ринку внутрішніх державних запозичень, як чинника зміцнення боргової безпеки України* – 0,05 друк. арк.