

## ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.276

DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/160-20>**Водолазська О. А.**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування,  
Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7858-7118>

**Герман Г. В.**

магістрантка,  
Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара

**Vodolazska Oksana, Herman Hanna**  
Oles Honchar Dnipro National University

## УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

У статті проаналізовано наявні особливості формування державного боргу, механізм управління ним та його обслуговування в контексті підвищення ефективності боргової політики України. Розглянуто основні цілі управління державним боргом України, якими буде керуватися Уряд держави в найближчому середньостроковому періоду, та світову практику аналізу державних витрат і фінансової звітності країн. Зазначено наявні проблеми управління державним боргом України, надано практичні рекомендації щодо розроблення найбільш ефективного сценарію вирішення боргових проблем. Запропоновано заходи ефективної стратегії управління, що сприятимуть раціональному використанню запозичень і сформулюють необхідні умови для оптимізації боргового навантаження на бюджет. Розраховано прогноз державного боргу на основі моделі лінійного рівняння регресії та визначено макроекономічні фактори, що мають найбільший вплив на темп приросту державного боргу.

**Ключові слова:** державний борг, боргова політика, стратегія управління боргом, ефективність управління державним боргом, боргове навантаження.

## STATE DEBT MANAGEMENT OF UKRAINE

Public debt management and servicing is one of the top priorities for the country's financial policy, and an important condition for the stability of its financial system. Due to the need of solving the problem of the state debt of Ukraine growth and the cost of servicing it, it is urgent to increase the efficiency of methods for managing it. Ineffective management of Ukraine's government borrowings, which is mainly used to cover the budget deficit, leads to a decrease in the state's economic security level and an increase in the burden on the budgetary sphere and an aggravation of the debt situation. The maintenance and management of public debt is inextricably linked with the pursuit of a balanced debt policy and minimization of the risks inherent in public debt. The economic and social development of the country, its stability during the period of economic crises and the post-crisis speed of recovery of the national economic system depend on the efficiency and effectiveness of this management. After experiencing a deep economic crisis in 2014–2015, economic growth began to recover in 2016, and the total public debt in relation to GDP also tends to decrease. This was caused by various factors: the deficit of the state budget and balance of payments, heavy dependence on energy imports, ineffective use of attracted loans and the lack of proper debt management. This article analyzes the existing features of the formation of an effective public debt management system in the context of improving the efficiency of Ukrainian debt policy. The proposed measures of an effective management strategy will contribute to the rational use of borrowings and create the necessary conditions for optimizing the debt burden. The main goals of state debt management in Ukraine were analyzed, as well as the world practice of analyzing public expenditure and financial accountability was considered. The existing problems in the state debt management of Ukraine are identified, practical recommendations are provided for future development of the most effective scenario for solving Ukrainian debt problems. The forecast of public debt was calculated on the basis of a linear regression equation model, and the macroeconomic factors that have the biggest impact on the growth rate of public debt were determined.

**Keywords:** public debt, debt policy, debt management strategy, efficiency of public debt management, debt burden.

**JEL classification:** H63, H68, C22

**Постановка проблеми.** Управління державним боргом та його обслуговування є одним із пріоритетних завдань фінансової політики держави, важливою умовою стабільності її фінансової системи. Зараз у зв'язку з необхідністю вирішення проблеми зростання державного боргу України та витрат на його обслуговування актуальним є підвищення ефективності методів управління ним.

Неефективне управління надмірними державними запозиченнями України, які спрямовуються переважно на покриття дефіциту бюджету, обумовлює зниження рівня економічної безпеки держави, зростання навантаження на бюджетну сферу та загострення боргової ситуації. З проведенням виваженої боргової політики та мінімізації ризиків, притаманних державному боргу,

нерозривно пов'язані обслуговування державного боргу та управління ним. Від ефективності та результативності цього управління залежать економічний та соціальний розвиток країни, її стійкість у період економічних криз та посткризова швидкість відновлення національної економічної системи.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблемами державного боргу, механізмом управління та шляхами його покращення займалися як зарубіжні, так і вітчизняні науковці. Теоретичні основи державного боргу, питання його погашення розглядали такі українські вчені, як О. Василик, Т. Вахненко, В. Глущенко, О. Руда, В. Федосов, С. Юрій.

Процес та макроекономічний аспект управління державним боргом досліджені у працях зарубіжних учених, таких як Audra Visockaite, Daiva Deimantaite Gedmintiene [1], Jose Sidaoui [2], M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazare [3]. Вони зазначали, що найактуальнішим питанням, з яким стикаються уряди їх країн, є необхідність реформування інституційних механізмів, що регулюють боргову політику, щоб технічна експертиза та досвід, необхідний для грамотного та прозорого управління ризиками зовнішнього боргу, могли застосовуватися.

Проблеми управління державним боргом України та напрями їх вирішення окреслені в працях багатьох авторів, таких як Ю. Лященко, О. Міщенко [4], В. Терещенко [5]. Окремим напрямом дослідження управління державним боргом є вивчення зарубіжного досвіду та розгляд можливості імплементації його в українських реаліях. Л. Некрасенко, Л. Бражник та О. Дорошенко вказували на необхідність розроблення більш дієвої стратегії управління боргом та вважали, що реструктуризація є одним з головних напрямів активного управління боргом [6].

До іншого напрямку дослідження можна віднести праці, які присвячені аналізу державного боргу із застосуванням економіко-математичного моделювання. А. Ставицький та М. Біличенко у своїй роботі дослідили вплив зовнішнього боргу на економічне зростання України з використанням регресії з квадратичною залежністю боргу [7]. Ю. Лященко та О. Міщенко також застосовували модель квадратичного рівняння регресії, але вже для прогнозування обсягу державного боргу [4].

Отже, незважаючи на велику кількість праць, проблематика ефективного управління державним боргом залишається важливим питанням для державних фінансів нашої країни.

**Мета статті** полягає в окресленні недоліків політики управління державним боргом України та визначенні напрямів її вдосконалення для зменшення рівня боргового навантаження на національну економіку та збереження його на безпечному рівні.

**Виклад основного матеріалу.** За останні п'ять років Україна зазнала гострих політичних, соціальних та економічних викликів. З 2014 року країна стала свідком кількох важливих подій, включаючи спалах військового конфлікту на сході, руйнування інфраструктури та великої частини промислових об'єктів на тимчасово окупованій території країни. Однак вважається, що порівняно невелика та відкрита економіка України має значний економічний потенціал [8].

Після переживання глибокої економічної кризи у 2014–2015 роках економічне зростання почало від-

новлюватися у 2016 році, загальний державний борг у відношенні до ВВП теж має тенденцію до зниження. Це було спричинено різними факторами, зокрема дефіцитом державного бюджету та платіжного балансу, сильною залежністю від імпорту енергоресурсів, неефективним використанням залучених кредитів та відсутністю належного середньострокового економічного прогнозування й планування.

Загалом Україні притаманне формування механізму управління державного боргу та його обслуговування, що спирається на переважаючу у країнах світу модель формування державних фінансів на основі «дефіциту» фінансових ресурсів; значну потребу у грошових коштах для фінансування виконання державними інститутами власних функцій; особливості здійснення грошово-кредитної політики держави та формування міжнародних валютних резервів НБУ.

Механізм управління та обслуговування державного боргу України має спиратися на відповідну національну політику. Сьогодні Міністерство фінансів України розробило Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2019–2022 роки (далі – Стратегія) [9]. У ній визначені основні цілі, якими буде керуватися Уряд, серед яких слід назвати:

- збільшення частки державного боргу у національній валюті та збільшення частки внутрішнього боргу у загальній структурі боргу (таким чином буде зменшений валютний ризик державного боргу);
- продовження середнього строку до погашення й забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу (відбудеться мінімізація ризику рефінансування);
- залучення пільгового фінансування від міжнародних організацій та урядів інших країн;
- продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше вдосконалення політики управління державним боргом.

У світовій практиці існує Програма державних витрат та фінансової звітності (PEFA), яка була започаткована у 2001 році декількома міжнародними організаціями та фінансовими установами, а саме Європейською комісією, Міжнародним валютним фондом, Світовим банком, а також урядами Франції, Норвегії, Швейцарії та Великої Британії [10]. За звіттом 2019 року PEFA зазначила, що облік внутрішніх та зовнішніх боргових зобов'язань є повним, точним та актуальним; проводяться щомісячні звірки для забезпечення надійності та адекватності даних [8]. Міністерство фінансів не рідше одного разу на місяць, а Державна казначейська служба не рідше одного разу на квартал складають управлінські та статистичні звіти (щодо обслуговування боргу та наявних боргових зобов'язань). Стосовно Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки відзначено, що в ній не визначено цільових показників для запозичень та не відбуваються звітування перед законодавчим органом про фактичні результати її виконання. Загалом Україні було присвоєно високу оцінку А з управління загальним державним боргом.

На нашу думку, посилення безпеки боргу та подальше управління державним боргом України потребує особливої уваги щодо вжиття таких стратегічних заходів:

– розроблення альтернативних інструментів фінансування, що не включають боргові зобов'язання для державних видатків, які мінімізуватимуть основні ризики портфеля боргів країни та забезпечать державним фінансам достатню безпеку;

– скорочення боргового навантаження через капіталізацію боргу та заміну наявних боргів на нові;

– використання внутрішніх позик як засобу перерозподілу доходів всередині країни на умовах пільгових процентних ставок за нижчого рівня ризиків;

– покращення добробуту громадян шляхом інвестування позикових коштів та забезпечення їх ефективного використання.

Хоча держава в процесі проведення реформ не має категорично відмовлятися від запозичення коштів, варто пам'ятати про те, що, як і будь-який економічний інструмент, позика може справляти як позитивний, так і негативний вплив на національну економіку. З одного боку, залучення додаткових ресурсів збільшує фінансовий потенціал країни, а з іншого боку, разом з надмірними державними витратами, незбалансованістю бюджету, неефективною податковою системою, помилками у валютній політиці зростання боргу може спровокувати фінансові кризи, обмежити інвестиційну активність у країні. Таким чином, державний борг може виступати і як засіб забезпечення стабільності в країні, і як фактор посилення загроз і ризиків. Лише застосування ефективної стратегії управління державним боргом в Україні сприятиме раціональному використанню запозичень і створить необхідні умови для оптимізації боргового навантаження на бюджет.

Для прогнозування боргу слід пам'ятати про те, що у сучасній економічній теорії взаємозв'язок між державним боргом та економічним зростанням, як правило, є негативним. Загалом підкреслюється, що зростання боргу спричиняє зменшення майбутнього споживання, посилення тиску на бюджет у зв'язку з виплатами відсотків за боргом, зменшення можливостей для проведення податкових реформ через залежність від кредиторів. Водночас якщо припустити, що державний борг використовується принаймні частково для фінансування підвищення продуктивності капіталу в країні, то збільшення боргу матиме позитивний ефект до певної межі та негативний вплив за її межами [11].

На розмір державного боргу впливають різні фактори: від історичних факторів через політичні до економічних. Враховуючи складність та діапазон питання, з багатьох факторів, що впливають на держав-

ний борг, дослідники розглядають різні групи макроекономічних показників. Розглядаючи взаємозв'язок між макроекономічними показниками та державним боргом, більшість науковців аналізувала вплив прямих іноземних інвестицій, інфляції, рівня безробіття, державних витрат, продуктивності праці, дохідності державних облігацій, процентних ставок, відкритості економіки своїх країн тощо. Також вони використовували макроекономічні показники для побудови різних моделей прогнозування державного боргу та його тенденцій [11].

В цих дослідженнях досить часто використовують лінійну регресію для моделювання зв'язку між державним боргом та різними макроекономічними показниками. Визначення залежної змінної (державний борг або частку державного боргу у ВВП) та факторних змінних (зростання ВВП, інфляція, рівень безробіття, відкритість економіки, розмір державного сектору, дохідність державних облігацій та продуктивність праці) створює передумови для використання статистичного аналізу та побудови лінійної моделі регресії. Це дає можливість уточнити взаємозв'язки між кількома змінними.

У дослідженні пропонуємо визначити вплив факторних змінних (індекс інфляції, темп приросту ВВП, рівень безробіття та дохідність ОВДП) на темп приросту державного боргу з можливістю його прогнозу, використовуючи лінійне рівняння регресії.

Табл. 1 свідчить про нестійкість динаміки приросту державного боргу у період між 2013 та 2019 роками (7 періодів). За цей період також спостерігаються приріст ВВП з кожним роком та збільшення дохідності ОВДП.

Далі необхідним є проведення різноманітних діагностичних тестів для того, щоб ця модель відповідала основним припущенням класичної лінійної регресії. Це гарантує, що результат обчислень не є помилковим та є надійним.

Здійснено тестування стандартних властивостей серії, що відповідає статистиці тесту Дікі-Фуллера. Тест Дікі-Фуллера є засобом перевірки стаціонарності часового ряду, що використовує поняття нульової та альтернативної гіпотези. Всі змінні виявилися стандартними за порядком 1.

У ході дисперсійного аналізу виводимо формулу нашої моделі:

$$Y = -267,61 + (-5,3) * X1 + 1,72 * X2 + 40,4 * X3 + (-1,4) * X4. \quad (1)$$

Таблиця 1

Вихідні дані для побудови економетричної моделі державного боргу України

Рік	Приріст державного боргу, млрд. грн.	Темп приросту ВВП, %	Індекс інфляції, %	Рівень безробіття, %	Середньозважена дохідність ОВДП, %
	Y	X1	X2	X3	X4
2013	13,31	3,27	100,5	7,70	13,1
2014	88,42	7,68	124,9	9,70	13,4
2015	42,85	26,34	143,3	9,50	13,1
2016	22,74	20,40	112,4	9,70	9,2
2017	10,98	25,17	113,7	9,90	10,5
2018	1,26	19,30	109,8	9,10	17,8
2019	-7,86	11,69	104,1	8,60	16,9

Джерело: складено авторами на основі даних джерел [12–14]

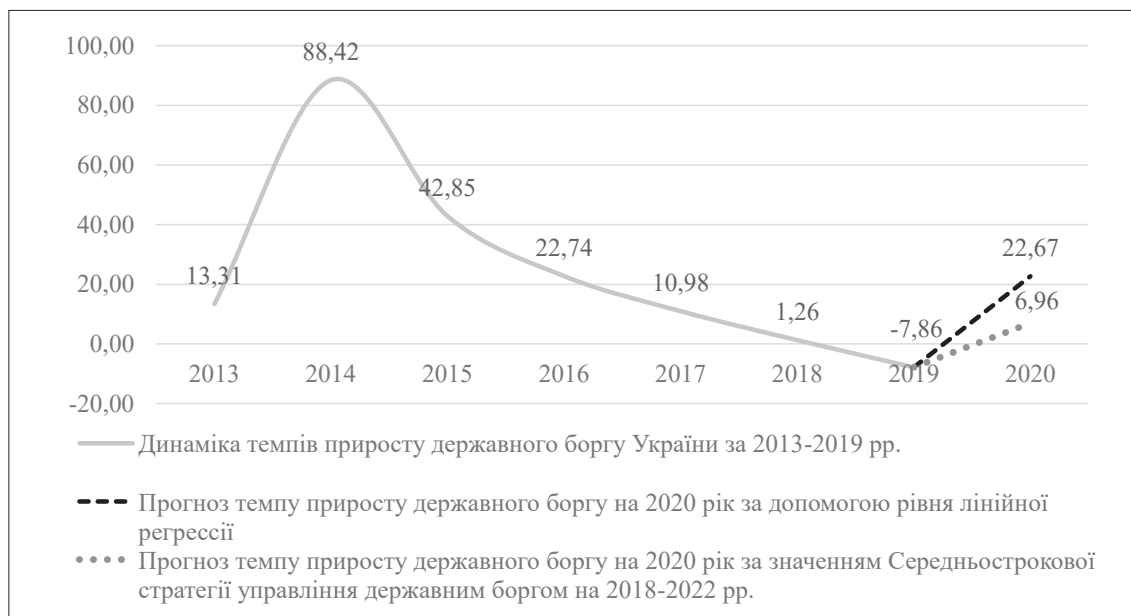


Рис. 1. Динаміка та прогноз темпу приросту державного боргу України, %

Джерело: розраховано авторами на основі джерел [9; 12–14]

Також були знайдені коефіцієнт детермінації (R-квадрат), який дорівнює 93,57%, та скоригований коефіцієнт детермінації (нормований R-квадрат), що становить 80,7%. Обидва коефіцієнти свідчать про високий зв'язок між факторними змінними та результативним показником. Варіація аналізованої залежної змінної Y на 81% визначена зміною факторних змінних.

Для пошуку автокореляції залишків першого порядку регресійної моделі розраховано критерій Дарбіна-Уотсона. Аналіз показав, що він дорівнює 1,92, що вказує на відсутність автокореляції в залишках регресії.

У підсумку отримуємо, що найбільш статистично значущими факторами, які мають вплив на розмір державного боргу України, є рівень безробіття та темп приросту ВВП.

Отже, на 2020–2021 роки спостерігаються тенденції збільшення величини приросту державного боргу України. Ця ситуація свідчить про подальші фінансові труднощі всередині країни, тому потрібно шукати інші заходи щодо зменшення боргового навантаження на економіку країни.

Серед проблем, які виявила модель, слід відзначити те, що рівень дохідності ОВДП також справляє сильний вплив на розмір державного боргу України. Згідно з Методичними рекомендаціям щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, оптимальним рівнем дохідності є 4%, а критичним – 11% [15]. Динаміка дохідності ОВДП показує, що за досліджувані період 2013–2019 років майже щороку ці значення були вищими за критичне, тому можна рекомендувати Уряду продовжувати політику зменшення ставки дохідності за короткостроковими гривневими ОВДП.

Підбиваючи підсумок проведеного дослідження, можемо констатувати розроблення моделі на основі лінійної регресії державного боргу України, яка забезпечує заданий рівень надійності прогнозованих значень відповідних показників. Запропонована модель та отриманий прогноз можна використовувати тільки у короткостроковому періоді. Для середньострокового та довгострокового прогнозування державного боргу доцільно здійснювати подальший пошук інших моделей. Однак дані, отримані в ході дослідження, можуть бути використані для розроблення можливих напрямів розвитку фінансової системи України.

**Висновки.** Таким чином, результатом проведених розрахунків є можливість здійснення короткострокового прогнозу державного боргу України, що дає змогу використати ці значення в процесі управління державним боргом України задля оптимізації боргового навантаження на бюджет країни. Результати дослідження дають підставу стверджувати, що стабілізація ситуації у сфері державної заборгованості та підвищення рівня боргової безпеки потребує перш за все вдосконалення боргової політики України.

Під час формування середньострокової бюджетної стратегії урядовці мають враховувати те, що державний борг повинен використовуватися насамперед задля стабілізації, тобто в періоди великих економічних криз, воєн і політичних дисбалансів, щоб забезпечити мінімально можливе падіння наявного доходу. У відносно мирні часи під час зростання ВВП як неявної бази оподаткування немає сенсу залучати кредити незалежно від того, наскільки вони сприятливі. Кожна позика має бути погашена в майбутньому, отже, відмова від додаткового залучення кредитних ресурсів сприятиме зменшенню податкового навантаження в майбутньому.

#### Список використаних джерел:

1. Visockaite A., Gedmintiene D. The Comparative Analysis of State Debt and Its Management. *European Scientific Journal*. 2014. June. Vol. 10. No. 16. URL: <https://ejournal.org/index.php/esj/article/view/3513> (дата звернення: 09.10.2020).

2. Sidaoui J. Macroeconomic aspects of the management of external debt and liquidity: reflections on the Mexican experience. *BIS Policy Papers*. 2020. No. 8. September. URL: <https://www.bis.org/publ/plcy08g.pdf> (дата звернення: 12.09.2020).
3. Public financial management and its emerging architecture / ed. M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazare, Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/bforums/2013/pfm/pdf/excerpt.pdf> (дата звернення: 12.07.2020).
4. Ляшенко Ю., Міщенко О. Проблеми управління державним боргом України. *Економіка і суспільство*. 2017. № 3. С. 241–244.
5. Терещенко В. Проблема управління державним боргом України. *Вісник Миколаївського національного університету ім. В.О. Сухомлинського*. 2016. № 10. С. 866–872.
6. Некрасенко Л., Бражник Л., Дорошенко О. Управління державним боргом: зарубіжний досвід та українська реальність. *Економічний простір*. 2017. № 121. С. 15–30.
7. Ставицький А., Біличенко М. Моделювання впливу обсягів державного боргу на економічне зростання країн світу. *Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Економіка*. 2018. № 2 (197). С. 49–59.
8. World Bank. 2019. Ukraine : Public Financial Management Performance Report. November 20, 2019. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/739681586466657490/pdf/Ukraine-2019-Public-Expenditure-and-Financial-Accountability-PEFA-Performance-Assessment-Report.pdf>. (дата звернення: 09.02.2020).
9. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 5 червня 2019 року № 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF> (дата звернення: 12.09.2020).
10. Офіційний сайт Програми державних витрат та фінансової звітності (PEFA). URL: <https://www.pefa.org> (дата звернення: 02.10.2020).
11. Knapková M., Martin Kiaba M., Hudec S. Impact of Macroeconomic Indicators on Public Debt of Slovak Republic. *Journal of Business Economics and Management*. 2019. № 20 (4). P. 734–753.
12. Основні показники ринку праці (річні дані) (за даними Державної служби статистики України). URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gr/ean/ean\\_u/osp\\_rik\\_b\\_07u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gr/ean/ean_u/osp_rik_b_07u.htm).
13. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua>.
14. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua>.
15. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29 жовтня 2013 року № 1277. URL: [http://cct.com.ua/2013/29.10.2013\\_1277.htm](http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm) (дата звернення: 15.09.2020).

#### References:

1. Visockaite A., Gedmintiene D. (2014) The Comparative Analysis of State Debt and Its Management. *European Scientific Journal*, vol. 10, no. 16, pp. 79–98.
2. Sidaoui J. (2020) Macroeconomic aspects of the management of external debt and liquidity: reflections on the Mexican experience. *BIS Policy Papers*, no. 8, pp. 118–137.
3. Public financial management and its emerging architecture (2013) *International Monetary Fund* (eds. Cangiano M., Curristine T., Lazare M.): Washington, D.C., pp. 468.
4. Lyashenko Yu., Mischenko A. (2017) Problemi upravlinnya derzhavnim borgom Ukraini ta jogo prognoz na osnovi modeli kvadraticnogo rivnyannya regresiyi [Problems of the State Loans Management of Ukraine and Its Forecast on the Basis of The Model Of The Quarterlative Equity Of Regression] *Ekonomika i suspilstvo*, no. 13, pp. 241–244.
5. Tereshhenko V. (2016) Problema upravlinnya derzhavnim borgom Ukraini [Problem in Management of State Debt of Ukraine] *Globalni ta nazzionalni problemi ekonomiki*, no. 10, pp. 866–872.
6. Nekrasenko L., Brazhnyk L., Doroshenko O. (2017) Upravlinnya derzhavnim borgom: zarubizhnij dosvid ta ukrayinska realnist [The Public Debt Management: Foreign Experience and the Ukrainian Reality] *Ekonomichnij prostir*, no. 121, pp. 15–30.
7. Stavicz'kij A., Bilichenko M. (2018) Modelyuvannya vplivu obsyagiv derzhavnogo borгу na ekonomichne zrostannya krayin svitu [Modeling the Impact of Public Debt on the Economic Growth Worldwide] *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv*, no. 2 (197), pp. 49–59.
8. World Bank (2019) *Ukraine: Public Financial Management Performance Report*. Retrieved from: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/739681586466657490/pdf/Ukraine-2019-Public-Expenditure-and-Financial-Accountability-PEFA-Performance-Assessment-Report.pdf>.
9. Ministerstvo finansov Ukraini (2019) *Sredn'ostrokova strategiya upravlinnya derzhavnim borgom na 2019–2022 roki* [Medium Term Debt Management Strategy 2019–2022], Kyiv. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF>.
10. The Public Expenditure and Financial Accountability (PEFA) program website. Retrieved from: <https://www.pefa.org>.
11. Knapková M., Martin Kiaba M., Hudec S. (2019) Impact of Macroeconomic Indicators on Public Debt of Slovak Republic. *Journal of Business Economics and Management*, no. 20 (4), pp. 734–753.
12. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy (2019) *Osnovni pokazniki rinku praczi Ukraini* [Basic indicators on labour market in Ukraine], Kyiv: Informatsiino-analitychne ahentstvo.
13. Official website of Ministry of finance of Ukraine. Retrieved from: <http://www.minfin.gov.ua>.
14. Official website of National Bank of Ukraine. Retrieved from: <https://bank.gov.ua>.
15. Ministry for Development of Economy and Trade of Ukraine (n.d.). *Order on approval of Methodical Recommendations for Calculating the Level of Economic Security of Ukraine dated October 29, 2013 No. 1277*. Retrieved from: [http://me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?Cat\\_id=38738](http://me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?Cat_id=38738).