

**НАЦІОНАЛЬНИЙ ІНСТИТУТ СТРАТЕГІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ**

**БОРГОВА СТІЙКІСТЬ ЯК СТРАТЕГІЧНИЙ НАПРЯМ  
ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ**

*Аналітична доповідь*

**КИЇВ - 2016**



*Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки*  
– К.: НІСД, 2016. – 50 с.

***Автори:***

*Власюк О. С., д. е. н., проф. (керівник авторського колективу)*

*Шемаєва Л. Г., д. е. н., проф.*

*Лондар Л. П., к. е. н., доц.*

*При повному або частковому відтворенні матеріалів  
даної публікації посилання на видання обов'язкове.*

© Національний інститут стратегічних досліджень, 2016.

## Вступ

Найболючішою проблемою фінансової системи України впродовж останніх років є критичний стан державного боргу, оскільки зростання до загрозливих параметрів боргового навантаження, надмірне залучення коштів на недосить вигідних умовах поряд з неефективним їх використання сприяють вразливості економіки до різнофакторного впливу та відчутно гальмують її розвиток країни. Тенденція до зростання державного боргу України простежується упродовж вже декількох останніх років, її визначають високі валютні ризики зовнішньої заборгованості, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, а також тиск боргових виплат на державні фінанси. Оскільки державне запозичення розглядається як важливий засіб розв'язання бюджетних проблем та стимулювання темпів соціально-економічного розвитку країни, то лише трансформація боргової політики може підвищити фінансову стійкість й рівень боргової безпеки, що сприятиме економічній міцності країни. Мінімізація критичного впливу у фінансовій сфері на соціально-економічний розвиток країни великою мірою досягається виваженістю бюджетно-податкової, грошово-кредитної, валютно-курсової та боргової політики, важливими складниками якого є, зокрема, ефективне прогнозування, аналіз та оцінка боргових ризиків та ефективне управління ними. Оскільки Україна задекларувала як стратегічну мету вступ до Європейського Союзу, то з позиції цієї перспективи важливим є запозичення кращого міжнародного досвіду модернізації політики управління державним боргом, що призвела до зміцнення фінансової системи та економічного зростання в багатьох країнах.

## РОЗДІЛ 1. АНАЛІЗ СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

Ключовим завданням боргової політики країни є забезпечення стійкості фінансової системи до негативних впливів різнопланових боргоформуючих чинників та утримання *боргового навантаження в безпечних межах, або, принаймні, його незмінності.*

Категорія «боргова стійкість», насамперед, передбачає здатність держави до своєчасного та повного виконання своїх боргових зобов'язань без суттєвого накопичення додаткового боргу, проведення його реструктуризації чи списання з одночасним забезпеченням прийняттого рівня економічного зростання. Боргова стійкість забезпечується, з одного боку, параметрами державного боргу (обсяг боргу, його відношення щодо ВВП, обсяг обслуговуючих платежів, структура боргу (внутрішній, зовнішній), його часові характеристики), з другого – можливістю доступу держави до внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, необхідних для виконання боргових зобов'язань<sup>1</sup>.

*Безпечним (пороговим)* можна вважати такий рівень боргу, який дозволяє державі самостійно (без допомоги міжнародних фінансових організацій чи інших суб'єктів), своєчасно й в повному обсязі виконувати свої боргові зобов'язання, не вдаючись до проведення реструктуризації цих зобов'язань чи оголошення дефолту та здійснювати державні запозичення на ринках капіталу за прийнятними відсотковими ставками.

Неоднозначність підходів щодо порогових значень цього показника для України створює потребу в їх перегляді, адже, згідно Методики розрахунку рівня економічної безпеки України критичним рівнем показника вважається 55 %, за Бюджетним кодексом – 60 %, за результатами досліджень МВФ – не вище 35-40 % ВВП<sup>2</sup>. Економічно обґрунтованим (на думку вітчизняних

---

<sup>1</sup> Лондар С.Л., Лондар О.С. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн-членів ЄС: монографія/ за редакцією Федосова В.М.- 2016.-242 с

<sup>2</sup> Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. – 2013. – № 2 (615). – С. 4-17.

експертів) є рівень державного і гарантованого державою боргу України в 30-40 % ВВП<sup>3</sup>.

Так, розрахунки критичного боргового навантаження для України в посткризовому періоді в рамках моделі «боргової кривої Лаффера» у період після кризи 2007 року свідчать, що максимально допустиме боргове навантаження для української економіки в кризовому періоді має становити 43,0 % ( перевищення може призвести до ситуації «боргового навісу»)<sup>4</sup>.

*Отже, оскільки Україна відноситься до країн із перехідною економікою та до державного боргу включене звужене коло зобов'язань( не відноситься місцевий борг та зобов'язання державних підприємств), то критерій 60 % рівня боргового навантаження до ВВП (запозичений із ЄС) для нашої держави є завищеним і потребує зниження.*

Загострення політичних та соціально-економічних кризових явищ кінця 2013 - початку 2014 рр., анексія Росією АР Крим та військова агресія з подальшою окупацією частини Донбасу, переформатування економічних зв'язків через нівелювання економічного вкладу окупованих територій Донецької та Луганської областей, сприяли посиленню проявів економічної рецесії та загостренню існуючих проблем фінансової системи, зокрема, критичного зниження платоспроможності та боргової стійкості, наслідком чого стало наближення України в 2015р. впритул до стану дефолту.

Одним із *ключових показників боргової стійкості країни*, що характеризує рівень боргового навантаження на економіку держави та її платоспроможність є *відношення загального обсягу державного боргу до ВВП*, граничне значення якого встановлено в Бюджетному кодексі України на рівні 60 %.

Аналіз стану боргової сфери дає підстави стверджувати, що характерним викликом останніх років стала *тенденція до надмірного зростання рівня*

---

<sup>3</sup> Лондар С. Л. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні [Електронний ресурс] / С. Л. Лондар, В. Й. Башко // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 22–31. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Fu\\_2013\\_1\\_4.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Fu_2013_1_4.pdf). – Назва з екрана.

<sup>4</sup> Лондар С.Л., Лондар О.С. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн-членів ЄС: монографія/ за редакцією Федосова В.М.- 2016.-242 с.

боргового навантаження (рис. 1.1): якщо у 2013 році рівень боргу складав 40,2 % ВВП, то в 2014 році відповідний показник перевищив порогові значення й сягнув 69,3 %, а за підсумками 2015 року по відношенню до ВВП державний та гарантований державою борг становив 79,3 % (відношення *обсягу державного боргу до номінального ВВП* склало 67,3 %). За очікуваними показниками рівень державного та гарантованого державою боргу на кінець 2016 року складе 86 % ВВП, а проектом Закону про Державний бюджет України на 2017 рік передбачено, що державний і гарантований державою борг становитиме 88,8 % ВВП<sup>5</sup>.



Рис. 1.1. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України впродовж 2004-2015 рр. (фактичні показники) та очікувані на кінець 2016 р.

*Джерело:* розраховано на підставі даних Міністерства фінансів України, Державної служби статистики

Аналіз боргу показав, що небезпечною тенденцією фінансової системи впродовж останніх декілька років стало *нарощування загальних обсягів державного та гарантованого державою боргу України* (табл. 1.1), оскільки

<sup>5</sup> Проект Закону про Державний бюджет України на 2017 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=60032](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=60032)

суми його приросту як у національній, так і в іноземній валюті у декілька разів перевищували суми бюджетного дефіциту та вимагали суттєвого фінансування на його покриття за рахунок боргових операцій.

Таблиця 1.1.

**Динаміка державного та гарантованого державою боргу України за період 2010-2016 рр., млрд грн**

Роки	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.08. 2016
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	515,51	584,79	1 100,83	1 572,18	1 708,18
<i>Державний борг:</i>	399,22	480,22	947,03	1 334,27	1 467,14
Внутрішній державний борг:	190,30	256,96	461,00	508,00	553,62
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	187,26	254,05	458,23	505,36	551,04
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	3,04	2,91	2,78	2,65	2,58
Зовнішній державний борг	208,92	223,26	486,03	826,27	913,52
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	80,10	61,90	169,09	337,45	360,86
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	9,10	7,28	16,37	32,71	45,89
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	104,64	138,91	272,51	415,27	462,85
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	15,09	15,17	28,05	40,84	43,92
<i>Гарантований державою борг:</i>	116,29	104,57	153,80	237,91	241,04
Внутрішній гарантований державою борг	16,21	27,13	27,86	21,46	19,70
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	9,97	21,14	21,57	16,40	15,95
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	6,24	5,99	6,30	5,06	3,75
3. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Зовнішній гарантований державою борг	100,08	77,44	125,94	216,45	221,34
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	40,56	16,23	40,11	140,83	155,43
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	1,98	1,98	3,84	4,68	3,75
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	29,34	31,03	51,62	68,23	59,24
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	27,20	27,20	28,51	0,00	0,00
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	1,00	1,01	1,86	2,71	2,91

*Джерело:* дані Міністерства фінансів України

Зокрема, впродовж 2015 року при дефіциті Зведеного бюджету України в 30,9 млрд грн (1,6 % ВВП) та дефіциті державного бюджету в 45,2 млрд (2,3 % ВВП) приріст сукупного боргу становив 471,35 млрд грн або 4,7 млрд дол. США, загальний обсяг якого станом на 31.12. 2015 року становив

1572,18 млрд грн, в т.ч. обсяг *державного боргу* –1334,27 млрд грн<sup>6</sup>. В аналізованому році фактичні суми покриття дефіциту державного бюджету за борговими операціями становило 117,5 млрд грн. Зниження темпів приросту суверенного боргу України в 2015 році до 23,8 %, яке відбулось завдяки отриманню фінансового кредитування від МВФ та проведенню в IV кварталі реструктуризації частини комерційного боргу, в цілому не зупинили зростання його загальних обсягів в подальшому. Відповідно до ст. 5 Закону України "Про Державний бюджет України на 2016 рік", передбачено, що на кінець поточного року граничний обсяг сукупного боргу складе 1946,3 млрд грн, в т.ч. державний борг – 1501,5 млрд грн, а гарантований державою борг – 444,8 млрд грн<sup>7</sup>.

Згідно проекту державного бюджету України на 2017 рік граничний обсяг сукупного боргу на 31 грудня 2017 року складе 2296,4 млрд грн, в т.ч. державного боргу – 1717,0 млрд. грн, гарантованого державою боргу – 579,4 млрд грн<sup>8</sup>.

***Основні чинники впливу на збільшення боргового навантаження в Україні можна поєднати у декілька груп, в т.ч. чинники зовнішніх фінансових ринків, внутрішніх - макроекономічних, бюджетних, тощо.***

Поміж ключових макроекономічних чинників, які зумовили критичне зростання боргового навантаження впродовж останніх років в Україні, слід виділити наступні (табл. 1.2):

– ***значна девальвація гривні*** (16,16 грн /дол. США на кінець 2014 р. та 24,00 грн /дол. США на кінець грудня 2015 р.), рівень якої, зокрема, в 2015 році склав 52,2 %, спричинила збільшення не лише обсягу державного боргу в національній валюті, а й вартість його обслуговування;

– ***різке падіння реального ВВП***, яке за підсумками 2015 року склало близько –9,9 % проти –6,6 % в 2014 році. Однак слід відмітити, що зменшення

<sup>6</sup> Коротка інформація щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.12.2015) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystichni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy-u--rotsi?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>

<sup>7</sup> Про Державний бюджет України на 2016 рік / Закон України від 25.12.2015 № 928-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/928-19>

<sup>8</sup> Проект Закону про Державний бюджет України на 2017 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=60032](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=60032)



первинного балансу бюджету сприяло позитивній динаміці щодо валової потреби у фінансуванні державного бюджету, показник якої знизився з 12,9 % ВВП у 2014 році до 5,9 % ВВП на кінець 2015 року;

Таблиця 1.2

**Динаміка основних макроекономічних показників України**

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Номінальний ВВП (у фактичних цінах), млрд грн	1082,6	1302,1	1 411,2	1 465,2	1 566,7	1979,5
Реальний ВВП (у постійних цінах 2007 р.), %	4,1	5,2	0,3	0,0	-6,8	-9,9
Індекс споживчих цін (до грудня попереднього року), %	9,1	4,6	-0,2	0,5	24,9	14,7
Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, % до ВВП	-2,2	-6,2	-8,1	-8,6	-4,0	+5
Офіційний курс національної одиниці, грн за дол. США	7,94	7,99	7,99	7,99	16,16	24,0
Обсяг міжнародних резервів НБУ, млрд дол. США	34,6	31,8	24,5	20,4	7,5	13,3

*Джерело:* розраховано за даними Державної служби статистики України, НБУ

– **зниження внутрішнього споживчого попиту** внаслідок інфляційних процесів (рівень інфляції у 2015 році становив 48,7 %) та безробіття, рівень якого (за методологією МОП) в середньому за 2015 рік склав 9,5 % економічно активного населення відповідного віку. Скорочення продовж минулого року споживчого попиту спостерігалось за всіма споживчими цілями, насамперед на продукти харчування (на 21.1 % р/р), а також на житло, воду, електроенергію, газ та інші види палива (на 26.9 % р/р). Найбільш вразливими до скорочення доходів населення були витрати на відпочинок і культуру (-30.7 % р/р). На тлі сповільнення темпів скорочення оптової торгівлі в 2015 році до -12,2 % (проти -17,9 % у 2014 році) відбулось *різке зростання темпів падіння роздрібного товарообороту* (в 2015 році цей показник становив -20,7 % проти -10,0 % за 2014 рік), викликане, насамперед, зниженням купівельної спроможності переважної більшості населення. У першому півріччі 2016р. відмічалось уповільнення споживчої інфляції в річному вимірі (з 40,3 % у січні до 20,9 % в березні);

– **негативний вплив реальної процентної ставки НБУ** на боргову сферу та обмеження функціонування ринку позичкового капіталу, яка стрімко

підвищувалась в міру зростання інфляції та девальвації в продовж 2014– першому півріччі 2015 рр. ( від 6,5 % в середині квітня 2014р. до 30 % станом на 04.03.15р). Поступова валютно-курсова стабілізація сприяла здійсненню певних позитивних кроків зі сторони НБУ щодо відновлення кредитування через зниження облікової ставки від 22 % на кінець 2015 р. до 19 % станом на 22.04.2016р., а за підсумками першого півріччя поточного року склала 15,5 %<sup>9</sup>.

На тлі недосконалої системи державного регулювання і контролю відбулось загострення *бюджетних проблем*, зокрема, *зростання дефіциту сектору загальнодержавного управління*, покриття якого за рахунок запозичень негативно вплинуло на стан боргового навантаження. Серед чинників такої тенденції слід виокремити наступні (рис. 1.2):

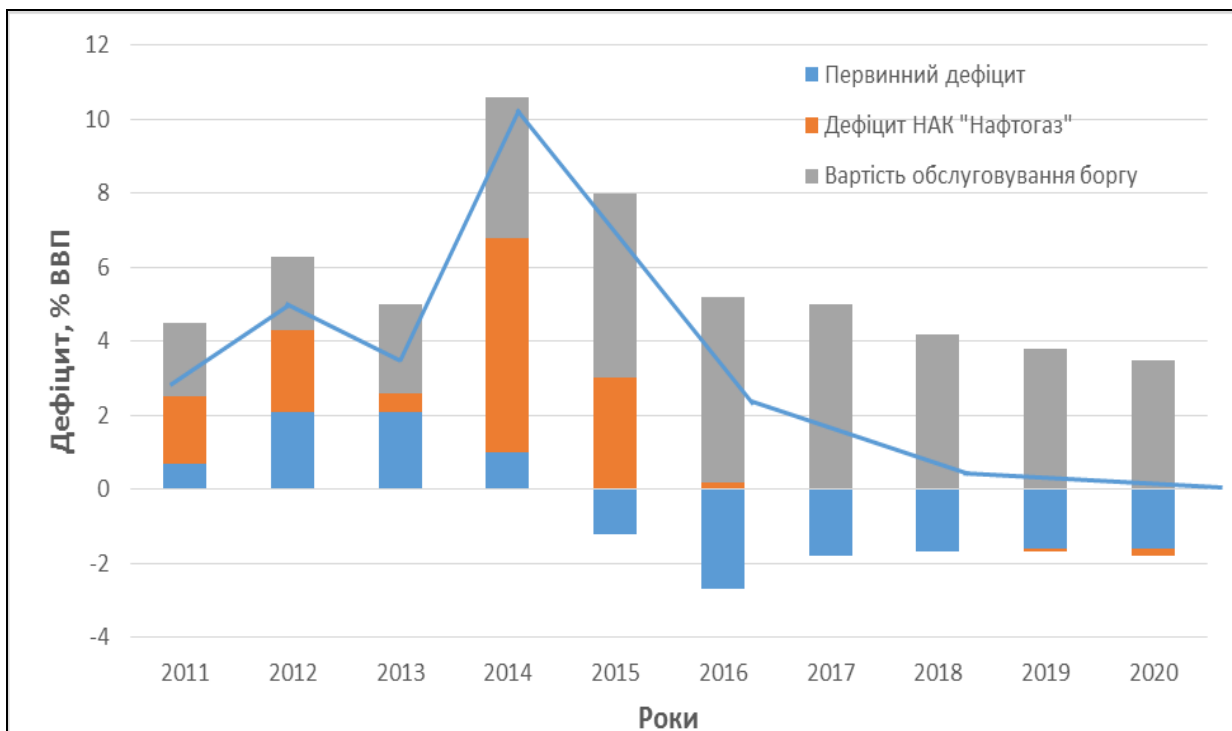


Рис. 1.2. Основні чинники дефіциту сектору загальнодержавного управління України

Джерело: дані Міжнародного валютного фонду<sup>10</sup>.

- *різке зростання дефіциту державного бюджету*, показник якого на кінець 2014 р. перевищив допустиме значення у 3 % для європейських країн за

<sup>9</sup> Облікова ставка Національного банку України / Офіційний сайт Національного банку України – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647&cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580)

<sup>10</sup> Ukraine. IMF Country Report No. 15/69 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>. – Назва з екрана.

Маастрихтськими критеріями та становив (без врахування дефіциту НАК «Нафтогаз України») 78,1 млрд грн або 4,9 % ВВП, а за результатами 2015 р. – 45,2 млрд грн, або до 2,3 % ВВП (з урахуванням бюджетного фінансування НАК «Нафтогаз України» дефіцит становив у 2015 р. 5,8 % ВВП проти 10,1 % ВВП у 2014 р). У 2016 р. очікується зниження рівня дефіциту державного бюджету до 83,7 млрд , або 3,7 % ВВП<sup>11</sup> .

Формування дефіциту державного бюджету спричинили не лише *зниження надходжень до бюджету* (наприклад, у 2014 р. в цілому план за доходами не було виконано в обсязі 22,1 млрд грн., в т.ч. 12,4 млрд грн – від основних бюджетоутворюючих податків), а і *різке зростання витрат бюджету*, зокрема, на:

*безпеку та оборону* у 2014 р. обсяг видатків зведеного бюджету становив 63,8 млрд грн або 33,0 % ВВП та 95,8 млрд грн або 34,3 % ВВП у 2015р. відповідно. У 2016 році заплановано видатків на оборону обсягом 60,9 млрд грн, а в 2017р. – 129,3 млрд грн. Зокрема, в поточному році базове грошове забезпечення військовослужбовців у порівнянні з показниками 2014-2015 рр. зросло у 2,5 рази, а грошове забезпечення військовослужбовців, які служать у зоні АТО – у 1,6 рази і становитиме 49,1 млрд грн проти 20,8 млрд грн в 2013 р. Передбачається збільшення видатків на грошове забезпечення військовослужбовців за загальним фондом держбюджету в 2017 р. до 54,8 млрд грн<sup>12,13</sup> .

*фінансову соціальну підтримку внутрішньо переміщених осіб*, фактичні обсяги якої за рахунок бюджету для покриття витрат на проживання й оплату житлово-комунальних послуг у 2015 р. збільшилась до 3,3 млрд грн проти 357,1 млн грн у 2014 р. , а у поточному році плановий обсяг фінансування складе 2,8 млрд грн та 3,3 млрд грн у 2017 р. відповідно;

<sup>11</sup> Презентація проекту Державного бюджету на 2017 рік / Міністерство фінансів України.. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/uploads/0/1892-Budget %202017 %20presentation.pdf](http://www.minfin.gov.ua/uploads/0/1892-Budget%202017%20presentation.pdf)

<sup>12</sup> Вступне слово Прем'єр-міністра України Володимира Гройсмана на засіданні Уряду від 15 вересня 2016 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=249321557&cat\\_id=244823857](http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=249321557&cat_id=244823857) та <http://www.slideshare.net/volodymyrgroysman/budget17>

<sup>13</sup> Наказ Міністерства оборони «Про особливості виплати грошового забезпечення військовослужбовцям Збройних Сил України в 2016 році» від 27.01.2016 р. №44 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrmilitary.com/2016/02/nakaz-mou-44.html>

*соціальну підтримку учасників АТО та волонтерів: видатки, пов'язані з охороною здоров'я учасників АТО, їх фізичну та психологічну реабілітацію у 2015 р. становили 116,3 млн. грн , а відповідні планові видатки у 2016 р. складуть 332,8 млн грн та 126,7 млн грн – у 2017 р. Фактичний обсяг фінансування у 2015 р. на придбання чи покращення житла 346,5 млн грн, а планові показники на ці функції у 2016 р. становлять 300,0 млн грн та 329,8 млн грн – у 2017 р. відповідно. Надання одноразової грошової допомоги членам сімей волонтерів, які загинули, та волонтерам, що отримали інвалідність в районі проведення АТО, у 2015 р. профінансовано на рівні 2,1 млн грн, а в поточному році на такі цілі заплановано профінансувати 1,8 млн грн;*

*забезпечення життєдіяльності в зоні проведення АТО: на відновлення інфраструктури підконтрольних територій Донецької та Луганської областей у 2015 р. з державного бюджету профінансовано субвенцію обсягом 247,0 млн грн;*

**- необхідність подальшої бюджетної підтримки державних підприємств та банків.** Головним чинником нарощування боргу на думку міжнародних експертів була необхідність бюджетного фінансування дефіциту державних компаній, зокрема НАК «Нафтогаз України». Як прогнозує МВФ, при здійсненні заходів, котрі дадуть змогу нівелювати цей фактор, загальний дефіцит сектору загальнодержавного управління може поступово зменшитися до рівня не вище 3 % ВВП починаючи з 2018 р.

Зокрема, в 2014 році дефіцит НАК «Нафтогаз України», фінансування якого за відсутності інших джерел здійснювалось здебільшого за рахунок державних запозичень, склав 5,7 % від ВВП, а загальний дефіцит (сальдо) сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогазу» близько 10,3 % ВВП. Впродовж 2014 року 38,2 % від загального обсягу запозичень на фінансування потреб сектору загальнодержавного управління до загального фонду Державного бюджету було випущено ОВДП обсягом 123,3 млрд грн в т.ч. на збільшення статутного капіталу: НАК«Нафтогаз України» на суму 96,6 млрд грн. Змінами до Закону України «Про Державний бюджет України на

2015 рік»<sup>14</sup> передбачена необхідність збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» – на 29,7 млрд грн, що за підсумками року фактично було профінансовано.

Урядом за рахунок запозичень активно проводилась капіталізація державних банків: Якщо у 2013 р. за рахунок випуску ОВДП було капіталізовано лише ПАТ «Ощадбанк» в обсязі 1,4 млрд грн, то впродовж 2014 р. загальний обсяг бюджетної підтримки державних банків становив 26,7 млрд грн, з них: на поповнення статутного капіталу АТ «Ощадбанк» – 11,6 млрд грн, АТ «Укресімбанк» – 5,0 млрд грн; підтримку «Фонду гарантування вкладів фізичних осіб» – 10,1 млрд грн. За підсумками фактичного виконання державного бюджету 2015 року<sup>15</sup> за рахунок випуску ОВДП збільшено капіталізацію «Укргазбанку» на суму 3,8 млрд грн та надано кредит Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на суму 41,5 млрд. грн із середньозваженою дохідністю 11,43 % (змінами до Закону про бюджет передбачалась необхідність капіталізації банківських установ обсягом 36,5 млрд грн та підтримка Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на суму 20 млрд грн). За I півріччя 2016 року на поповнення статутного капіталу державних банків було здійснено запозичень в обсязі 14,5 млрд грн, з них для АТ «Ощадбанк» – 5,0 млрд грн, а для АТ «Укресімбанк» – 9,5 млрд грн.

Зростання обсягу державних запозичень, здійснених у зв'язку з проведенням капіталізації банків суттєво збільшувало обсяг видатків державного бюджету, спрямованих на обслуговування цих ОВДП. Загалом, впродовж останніх восьми років обсяги збільшення статутних капіталів державних банків внутрішніх запозичень сягнули 88,1 млрд грн, а обсяги бюджетних видатків з обслуговування капіталізаційних ОВДП (з урахуванням необхідності обслуговування отриманих початку 2016 року позик) на кінець 2016 року складуть близько 39,87 млрд грн<sup>16</sup>;

<sup>14</sup> Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» / Закон України від 17.09.2015 № 704-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/704-19>

<sup>15</sup> Бюджетний моніторинг: аналіз виконання бюджету за 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ibser.org.ua/UserFiles/File/Monitoring %20Quarter %202015/KV\\_IV\\_2015\\_Monitoring\\_ukr.pdf](http://www.ibser.org.ua/UserFiles/File/Monitoring%20Quarter%202015/KV_IV_2015_Monitoring_ukr.pdf)

<sup>16</sup> Удосконаленню контролю боргових ризиків з урахуванням впливу чинника капіталізації державних банків / О.Деревко// -Фінанси України. –2016, № 12. – С. 110-124

- **фактор місцевого боргу.** Практика останніх років демонструє ризики в Україні, створювані місцевим боргом у сфері загальнодержавного управління через їх непогашення. Зокрема, у 2015 р. Київська міська рада не змогла здійснити планові платежі за своїм зовнішнім боргом, який рішенням уряду був переведений в державний борг, збільшивши його загальний обсяг. Згідно з постановою КМУ<sup>17</sup>, уряд доручив Мінфіну виконати угоду з переведення місцевого боргу Київської міської ради за зовнішніми запозиченнями, які були здійснені у 2005 і 2011 роках на загальну суму 351 млн дол. США, у державний борг шляхом додаткового випуску і розміщення облігацій зовнішніх державних позик 2015 року першої і другої серій з датами погашення 1 вересня 2019 року і 1 вересня 2020 року.

Окрім того, неповернення з об'єктивних чи суб'єктивних причин *місцевих запозичень* попередніх періодів посилює кумулятивний ефект «боргового навантаження» через зростання дефіциту зведеного бюджету (одним із прикладів, зокрема, є кредит, наданий 10 листопада 2010 року Державним експортно-імпортним банком (Укрексімбанком) Донецькій міській раді).

*Довідково.* Метою залучення кредитної лінії на 350 млн. грн. до 30 квітня 2013 року з вартістю кредиту 51,8 млн грн (14,8 % річних) була закупівля автобусів і тролейбусів для підготовки та проведення фінальної частини чемпіонату Європи з футболу 2012 року. На теперішній час погашеною є частина кредиту на суму 11,354 млн грн, решта не повертається через «брак коштів в бюджеті розвитку міського бюджету». Водночас, за інформацією Державної казначейської служби України на рахунках місцевих бюджетів населених пунктів Донецької та Луганської областей, на території яких органи державної влади тимчасово не здійснюють своїх повноважень, станом на 01.01.2016 обліковуються кошти загального і спеціального фондів у сумі близько 3,8 млрд грн, в тому числі по бюджетах Донецької області – 2,8 млрд грн, Луганської області – 1 млрд грн. З метою перерозподілу цих коштів ВР України були прийняті зміни до пункту 24 розділу VI «Прикінцеві та перехідні положення» Бюджетного кодексу України<sup>18</sup>, якими передбачено, що «тимчасово, до повернення населених пунктів під контроль державної влади, залишки коштів місцевих бюджетів таких населених пунктів, що обліковуються станом на 1 січня 2016 року на рахунках в органах Казначейства України, зараховуються до

<sup>17</sup> Деякі питання вчинення у 2015 році правочину щодо переведення місцевого боргу Київської міської ради за місцевими зовнішніми запозиченнями, здійсненими у 2005 та 2011 роках, до державного боргу / Постанова КМУ від 18 грудня 2015 р. № 1040 <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/cardnpd?docid=248718760>

<sup>18</sup> Про внесення змін до пункту 24 розділу VI «Прикінцеві та перехідні положення» Бюджетного кодексу України / Закон України від 02.06.2016 № 1406-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1406-19>

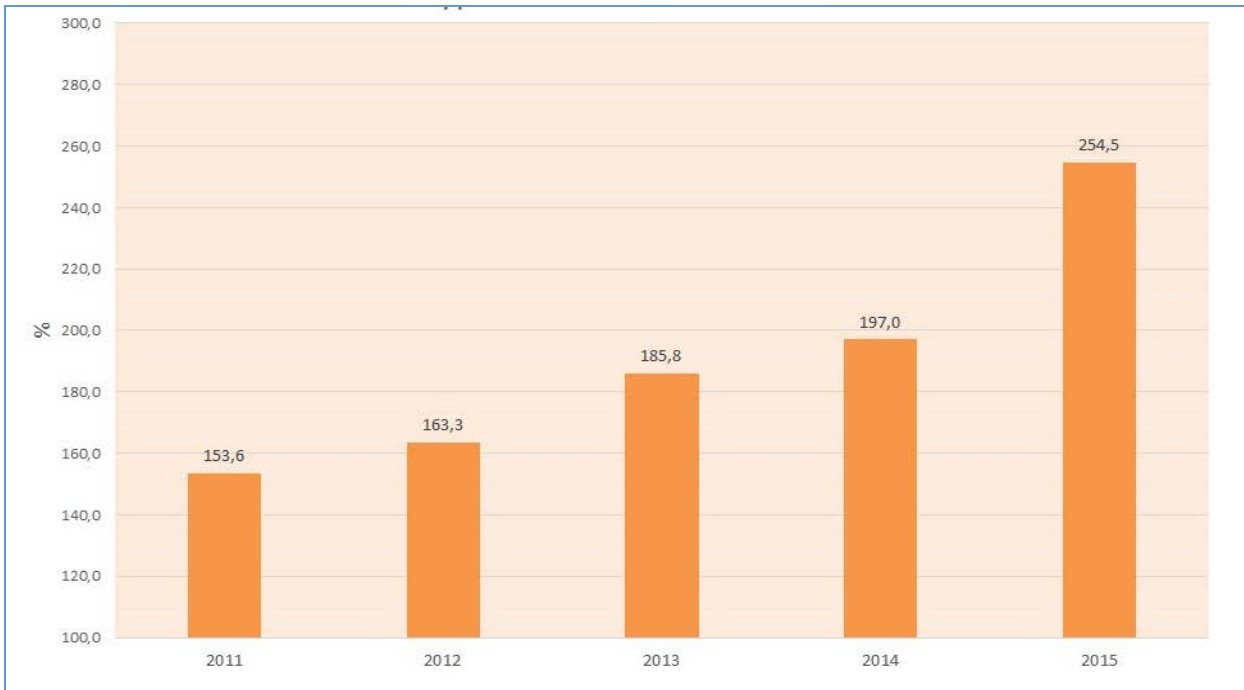
спеціального фонду відповідних обласних бюджетів Донецької та Луганської областей. Залишки коштів перераховуються органами Казначейства України і відображаються ними у бухгалтерському обліку та звітності про виконання місцевих бюджетів за класифікацією фінансування бюджету. Зараховані до обласних бюджетів залишки коштів спрямовуються на:

- погашення з обласного бюджету Донецької області місцевого боргу Донецької міської ради, що виник за кредитом, отриманим у публічному акціонерному товаристві "Державний експортно-імпорتنний банк України" (кредитний договір № 151110K26 від 5 листопада 2010 року). Уповноважити Донецьку обласну державну адміністрацію, Донецьку обласну військово-цивільну адміністрацію забезпечити погашення заборгованості Донецької міської ради за таким кредитом».

### **Аналіз структури державного та гарантованого державою боргу.**

*Впродовж останніх років суттєво зросли обсяги зовнішнього боргу:* валові зовнішні зобов'язання, частка яких відносно ВВП лише впродовж минулого року збільшилась на 37,1 % , склавши на 01.01.2016 р. 131,3 % проти 93,9 % на кінець 2014 р., а станом на перше липня поточного року – 127,2 %. Загалом за період 2010-2013 рр. обсяги валового зовнішнього боргу України збільшились в 1,4 рази, склавши кінець 2013 р. 142.1 млрд дол. США з наступним його зниженням в 2014 р. до 126,3 млрд дол. США. Тенденція незначного зниження його обсягів утримується: станом на 31.12.2015 р. його обсяг становив 118.7 млрд дол. США., а за підсумками першого півріччя поточного року – 115.0 млрд дол. США. Основною валютою (номіновано 75 % суми) зовнішніх запозичень є долар США, а 11 % їх обсягу номіновано в євро, СПЗ – 10 %, українська гривня – 1 % ( за даними НБУ).

*В умовах нарощування зовнішніх боргових зобов'язань зросли загрози платоспроможності України та її фінансовій незалежності, про що свідчить, зокрема, співвідношення обсягу валового зовнішнього боргу до надходжень від експорту товарів і послуг як основного джерела надходжень валюти (рис. 1.3).* В Україні під впливом низки зовнішніх та внутрішніх чинників у 2014 році значення цього індикатора становило 197 %, а на кінець 2015 р. його показник збільшився до 250 %, тобто, валовий зовнішній борг у 2,5 рази перевищив експортні надходження.



**Рис. 1.3. Співвідношення валового зовнішнього боргу України до надходжень від експорту товарів і послуг, %.**

*Джерело:* НБУ, державна служба статистики

Утримувалась впродовж аналізованого періоду загрозна тенденція до зростання загальних обсягів зовнішнього державного та гарантованого державою боргу: від 34,76 млрд дол. США в 2010 р. до 43,45 млрд дол. США на 01.01.2016 р. (з них 34,43 млрд дол. США – зовнішній державний борг та 9,02 млрд дол. США – зовнішній гарантований державою борг), а за результатами першого півріччя 2016 р. його показник склав 46,04 млрд дол. США.

На формування зовнішнього боргу України суттєво вплинуло збільшення кредитування міжнародними валютно-фінансовими організаціями та інституціями: частка заборгованості держави перед МФО на кінець 2015 р. зросла до 45,9 % від загального обсягу зовнішнього боргу проти 34,2 % у 2014 р., а заборгованість перед урядами іноземних держав у 2015 р. склала 3,2 % проти 2,9 % у 2014 р.<sup>19</sup>. Така тенденція детермінує ріст видатків на обслуговування державного боргу та свідчить про слабку спроможність держави забезпечувати економічний розвиток за рахунок внутрішніх джерел.

<sup>19</sup> Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого боргу України станом на 31.12.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystichni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy-u--rotsi?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>



*Суттєвий вплив на боргове навантаження відбувалося за рахунок гарантованого державою боргу, який, відповідно до норм Бюджетного кодексу України, – це загальна сума боргових зобов'язань суб'єктів господарювання – резидентів України щодо повернення отриманих та непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями. У разі якщо суб'єкт господарювання не в змозі погасити таку суму боргу, фінансова відповідальність за його погашення покладається на державний бюджет. Станом на 01.07.2016р. сума простроченої заборгованості позичальників перед державою за позиками, наданими державою або під державні гарантії, становить 1,91 млрд дол. США.*

Аналіз показує, що обсяги гарантованого державою боргу якого в структурі сукупного державного боргу України, зокрема, лише впродовж 2014 р. в порівнянні з попереднім періодом збільшилась в 1.5 рази (зі 104,57 млрд грн в 2013р. до 153,8 млрд грн на кінець 2014 р.), а загалом, за період 2010-2015 рр. його обсяг виріс більш ніж удвічі і становив на кінець 2015 р. 237,91 млрд грн<sup>20</sup>, а станом на 31.10.2016 р. загальний обсяг державних гарантувань становив 266,03 млрд грн (рис. 1.4). Така тенденція підтримується переважно за рахунок синхронного зростання державного гарантування зовнішніх запозичень: якщо у 2010 р. його обсяг становив 94,93 млрд грн, то за підсумками 2015 р. сягнув 216,45 млрд грн, а станом на 31.10.2016 р. – 246,62 млрд грн відповідно.

В структурі зовнішнього гарантованого боргу України *найбільшу питому вагу* впродовж аналізованого періоду (за винятком 2013 р., коли значення цього показника становило 16,23 млрд грн, зменшившись у 2,5 рази по відношенню з попереднім роком) та *тенденцію до різкого зростання має заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій*: від 40,11 млрд грн на кінець 2014 р. до 140, 83 млрд грн за результатами 2015р., а станом на 31.10.2016 р. – 181,47 млрд грн відповідно.

---

<sup>20</sup> Також Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого боргу України станом на 31.12.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystichni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy-u--rotsi?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>

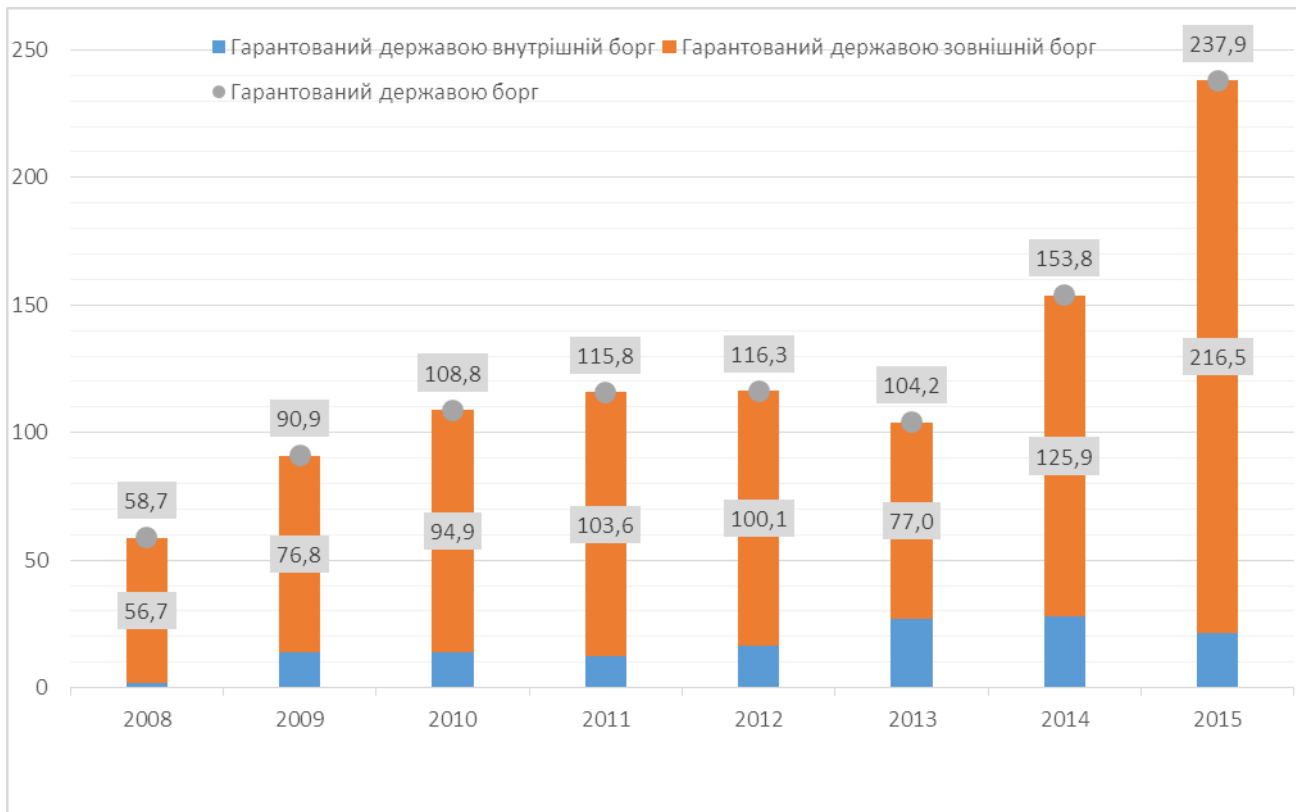


Рис. 1.4. Динаміка гарантованого державою боргу за його складовими, млрд грн

Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України

Аналогічна ситуація склалася із заборгованістю за позиками від іноземних комерційних банків та інших іноземних фінансових установ, обсяги якої в порівнянні з 2013 р. на кінець 2015 р. зросли вдвічі і становили 68,23 млрд грн проти 31,03 млрд грн відповідно, а станом на 31.10.2016 р. – 58,56 млрд грн.

Оскільки забезпечувані державними гарантіями зобов'язання мають довгостроковий характер, то значна частина бюджетних коштів на можливе їх виконання (навіть у разі відсутності фактичних платежів за державними гарантіями) «резервується», а не спрямовується на інші пріоритетні напрямки соціально-економічного розвитку. Хоча в результаті надання державних гарантій передбачаються додаткові надходження, однак зростання обсягів державної гарантійної підтримки неминуче призводить до значного збільшення витрат державного бюджету (агентські винагороди, адміністративні витрати, пов'язані з наданням та, що особливо важливо, подальшим супроводом кожної

державної гарантії).

Низька ефективність боргової політики з надання державних гарантій позначається на передбачених у державному бюджеті обсягах видатків на виконання зобов'язань за ними (рис. 1.5), стрімке збільшення яких почалось у 2013 р. (в порівнянні з 2010 р. вони збільшились майже втричі – від 3,3 млрд грн до 11,9 млрд грн) та продовжувалось впродовж наступних 2014-2015 рр., коли значення цього показника становили вже 17,3 млрд грн та 26,2 млрд грн відповідно.

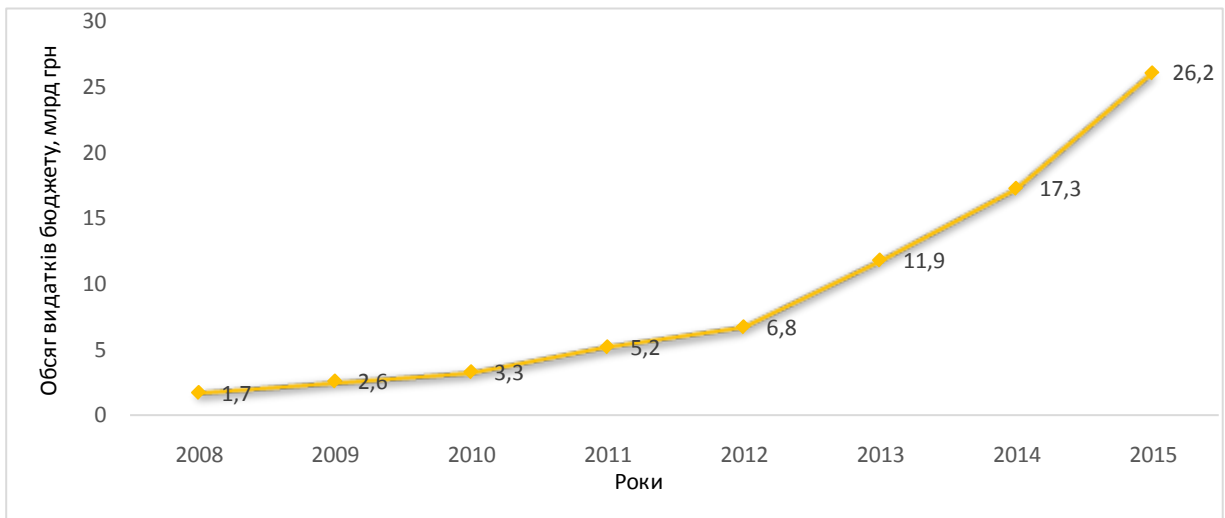


Рис. 1.5. Динаміка видатків бюджету на виконання зобов'язань за державними гарантіями, млрд грн

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України

*Структура боргу за ставками погашення.* Одним із чинником, що призвів до зростання відсоткового ризику було отримання протягом 2014 року позик від МВФ в обсязі близько 4,5 млрд дол. США, що вплинуло на зростання в борговому портфелі боргових інструментів з плаваючою відсотковою ставкою, обсяги яких (з урахуванням впливу девальвації) збільшились з 272,4 млрд грн на кінець 2013 року до 553,1 млрд грн на кінець 2014 року (з 16 % до 18 %), а станом на кінець 2015 р. їх частка склала 19,07 % від загального обсягу. Випуск короткострокових боргових інструментів з плаваючою ставкою у великих обсягах є ризикованим значну залежність від мінливих темпів економічного зростання, умов на фінансових ринках, включаючи зміну кредитоспроможності країни.

*Середньозважена дохідність боргових інструментів.* Якщо у 2013 р. до державного бюджету було залучено 50,52 млрд грн коштів через розміщення ОВДП, з них 33,09 млрд грн або 65,5 % з терміном обігу від 3 до 5 років та 13,15 млрд грн або 26,03 % – з терміном обігу понад 5 років, то впродовж 2015р. до бюджету залучались кошти від розміщення ОВДП зі строком обігу переважно до 1 року. Станом на 01.01.2016 р. сукупний обсяг ОВДП в обігу складав близько 505 млрд грн (458 млрд грн на початок року).

Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку в Україні в 2013 р. становила 13,13 % зі середньозваженим строком до їх погашення в 1340 днів. Впродовж 2015 р. борговий портфель за ОВДП в розрізі їх середньозваженої дохідності був таким: ОВДП на суму близько 76 млрд грн з с/зв дохідністю 13,36 % ( з них залучено до бюджету близько 10 млрд грн з с/зв дохідністю 17 %) та 644 млн дол. США з с/зв дохідністю 8,74 %.

Важливим показником в оцінки стану вразливості сфери публічних фінансів до курсових коливань, рівня розвитку внутрішнього ринку державних цінних є *питома вага в загальній структурі державного боргу зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті* чи прив'язаних до обмінного курсу.

Загрозливою тенденцією останніх років стало *суттєве збільшення частки державного та гарантованого державою боргу України, номінованого в іноземній валюті* (на кінець 2015 р. – 70,2 %, станом на 31.10.2016 р. – 72,5 %) <sup>21</sup>, що суттєво перевищує критичний рівень відповідного боргового індикатора, встановленого критеріями боргової стійкості за методикою МВФ для країн, що розвиваються, зокрема для України <sup>22</sup>. Така тенденція зумовлює зростання валютних витрат уряду з обслуговування боргових зобов'язань, а для українських фінансових ринків посилює загрозу скорочення валютної пропозиції та подальшої девальвації гривні, недовіру до національної грошової одиниці.

---

<sup>21</sup> Також Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого боргу України станом на 31.12.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystichni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy-u--rotsi?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>

<sup>22</sup> IMF: Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries . [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

Небезпечним явищем для фінансової сфери на тлі зростання загальної потреби у зовнішніх запозиченнях та критичному падінню суверенних кредитних рейтингів до переддефолтного рівня стала тенденція до неефективного використання кредитних ресурсів. За даними Міністерства фінансів та представництва ЄС в Україні, обсяг отриманої державою допомоги від МФО за роки незалежності склав 44 млрд дол. США та понад 15,6 млрд євро. Проте недосконалість законодавства, відсутність належної організації роботи з проектами, послаблення контролю і координації діяльності щодо позик МФО мали наслідком порушення термінів їх реалізації, незавершеність програм співпраці, низьку частку освоєння коштів за чинними проектами (в Україні впродовж 2013-2014 рр. освоєння залучених коштів склало 30 %, а сьогодні цей показник зменшився до 6,8 %). Протягом 2014-2015 рр. для третини проектів терміни закриття позик продовжені у середньому на 3 роки, а через незадовільні темпи освоєння коштів сума сплачених кредиторам комісій за зобов'язаннями у 2014 р. за розрахунками склала 5,6 млн грн, в т.ч. 1,6 млн грн з державного бюджету. В рамках трьох з 14-ти бюджетних програм, відкритих для реалізації проектів, кошти позик взагалі не освоєні (невикористаними залишилися 150,3 млн грн)<sup>23</sup>. Україна повернула Японії 2,5 млн євро невикористаних коштів, отриманих у 2009 р. від продажу квот на викид парникових газів в рамках Кіотського протоколу. В цілому ж за роки незалежності Україна не «вибрала» 30 млрд дол. США кредитів від МВФ, або близько 75 % наданих коштів.

***Довідково.** У грудні 2014 року Standard&Poor's Ratings Services знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг України в іноземній валюті до рівня «ССС-». Водночас було підтверджено короткостроковий кредитний рейтинг України в іноземній валюті на рівні «С». На початку 2015 року Україна мала найгірший кредитний рейтинг в світі після Аргентини, а за відсутності фінансової допомоги в найближчій перспективі – загрозу оголошення дефолту<sup>24</sup>. Здійснення боргової операції та фінансова підтримка зі сторони МФО, насамперед, МВФ дозволили поступово покращити суверенні рейтинги, які станом на листопад оцінені до рівня «В» зі стабільним прогнозом.*

<sup>23</sup> Про результати аудиту державного та гарантованого державою боргу у 2014 році та аналізу тенденцій у 2015 році/ Рішення Рахункової палати від 24 листопада 2015 року № 9 – 5/ Електронний ресурс - Режим доступу: [http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16747492/R\\_RP\\_9-5.pdf](http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16747492/R_RP_9-5.pdf)

<sup>24</sup> Кредитні рейтинги державних цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/kredytni-reitynh-derzhanykh-tsinykh-paperyiv?category=borg&subcategory=derzhavnij-borg>

З метою послаблення критичного рівня боргового навантаження в умовах обмеження фінансових можливостей для погашення та обслуговування боргу та погіршення зовнішньої позиції на міжнародних ринках капіталу, Україна була вимушена *здійснити реструктуризацію частини зовнішнього боргу* відповідно до п. 14 Прикінцевих положень Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік»<sup>25</sup> та Постанови Кабінету Міністрів України «Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання»<sup>26</sup>. Згідно досягнутих 27 серпня 2015 року домовленостей між Україною та Спеціальним комітетом кредиторів щодо реструктуризації 14 державних та гарантованих державою єврооблігацій із загальною основною сумою приблизно 18 млрд дол. США, умови боргової операції передбачали<sup>27</sup>: негайне списання 20 % основного боргу України (близько 3,6 млрд дол. США); реструктуризація боргу на суму близько 15 млрд дол. США шляхом обміну поточних єврооблігацій на 9 нових серій єврооблігації з перенесенням термінів їх погашення з 2015-2023 pp. на 2019-2027 pp.; підвищення середньозваженої купонної ставки за єврооблігаціями з 7,22 % до 7,75 % річних; випуск 20-річних (2021-2040 pp.) інструментів відновлення вартості (value recovery instruments, VRI), прив'язаних до показників зростання реального ВВП України: при темпах зростання ВВП до 3 % на рік – виплати нульові; від 3 % до 4 % – 15 % від приросту ВВП понад 3 %; від 4 % зростання – 40 % вартості від кожного відсотка зростання. Жодні платежі за VRI не здійснюватимуться, доки номінальний ВВП України не перевищить 125,4 млрд дол. США, а в 2021-2025 pp. виплати за VRI будуть обмежені 1 % ВВП. Такий крок дозволив Україні *уникнути «дефолту», стабілізувати платіжний баланс країни та зменшити борговий тиск на бюджет* в наступні декілька років, зокрема, в 2016 р. витрати на погашення зовнішнього державного боргу зменшились до

---

<sup>25</sup> Там само

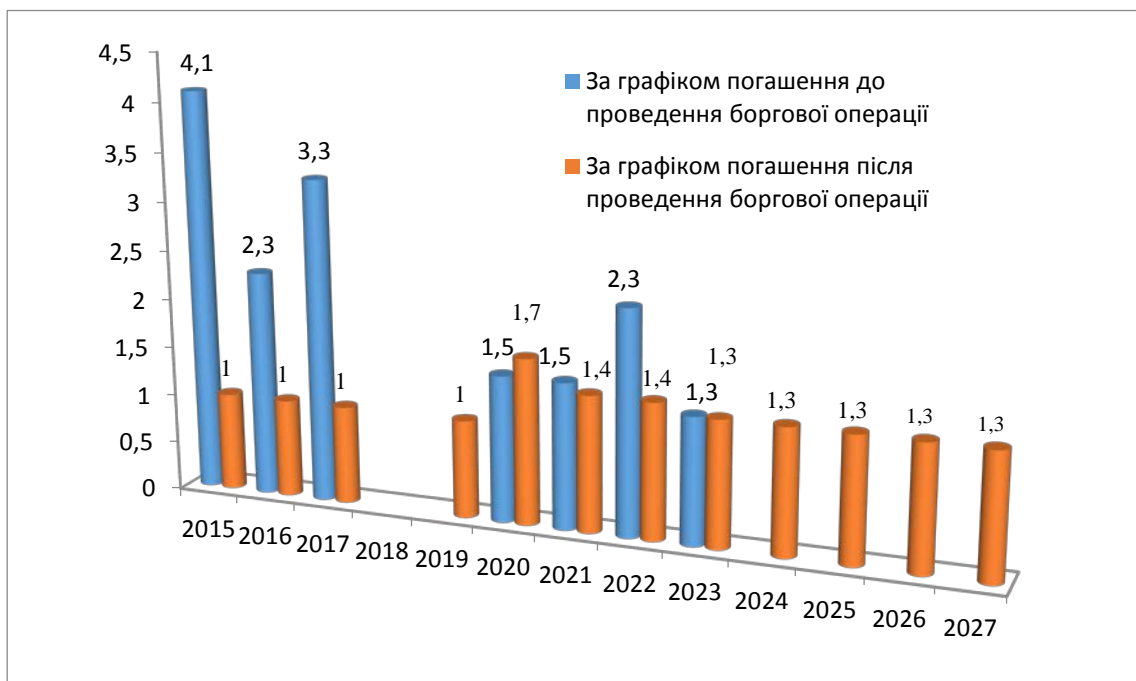
<sup>26</sup> Про здійснення у 2015 році правочинів з метою його реструктуризації і часткового списання /Постанова КМУ від 11.11.2015 №912/ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/cardnpd?docid=248623211>

<sup>27</sup> Міністерство фінансів України <http://www.minfin.gov.ua/news/view/ukraina-ta-specialnij-komitet-kreditoriv-pogodili-poperedni-umovi-dlja-restrukturizacii-derzhavnih-ta-garantovanih-derzhavuju-%D1%94vroobligacij?category=novini-ta-media>

574 млн дол. США проти 2,25 млрд, які Україні довелося б сплатити без реструктуризації<sup>28</sup>, а вартість обслуговування зовнішнього боргу в поточному році становитиме 1,277 млрд дол. США (рис. 1.6).

Окремої уваги заслуговує питання *потенційних ризиків проведеної реструктуризації боргу* у вигляді дестабілізації фінансової сфери, оскільки послаблення боргового навантаження є тимчасовим і відтермінованим, та негативного впливу на економічну активність й погіршення загальноекономічних перспектив.

Збільшення вартості реструктуризованих боргових інструментів до 7,75 % та прив'язка виплат за новими цінними паперами до темпів зростання ВВП *поширяють борговий тягар у довгостроковій перспективі*: замість списаних 3,6 млрд дол. уряд виплачуватиме кредиторам 15 або 40 % номінального приросту ВВП впродовж 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3 % та 4 % відповідно<sup>29</sup>.



**Рис. 1.6. Порівняльна оцінка обсягів погашення державного боргу до та після боргової операції 2015 року, млрд дол. США**

*Джерело:* Міністерство фінансів України

<sup>28</sup> Як Україна буде погашати зовнішні борги в 2016 році <http://news.finance.ua/ua/news/-/368204/yak-ukrayina-bude-pogashaty-zovnishni-borgu-v-2016-rotsi-tablytsya>

<sup>29</sup> Бюджетно-боргова політика поглиблення спаду/ Тетяна Богдан спаду/ «Дзеркало тижня. Україна» №14, 15 квітня 2016 <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/byudzhetho-borgova-politika-pogliblennya-spadu-.html>

Однак Україна не робитиме жодних платежів по VRI, допоки ВВП не перевищить 125,4 млрд дол. США, а за прогнозами МВФ економіка України може досягти таких обсягів у 2019 -2020 рр., а з урахуванням волатильності зростання економік країн, що розвиваються, очікувані платежі по VRI становитимуть лише 0,3 % ВВП у 2021-2025 роках. Водночас, перенесення термінів погашення частини державного боргу, що не підлягає списанню, з 2015-2023 рр. на 2019-2027 рр. дає додаткових час на проведення ефективних реформ, укріплення фінансової системи, відновлення та розвитку економіки країни.

Отже, стан фінансової сфери впродовж останніх років є нестійкий і надто чутливий до впливу ризиків, а проведення реструктуризації зовнішнього боргу та накладення мораторію на виплату окремих боргів став вимушеним кроком для утримання контролю над критичною борговою ситуацією.



## РОЗДІЛ 2. УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ СТІЙКІСТЮ: ПІДХОДИ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ

Світова фінансово-економічна кризи 2007–2008 рр. спонукала світову науково-експертну спільноту до глибокого аналізу її причин та наслідків. Провідною міжнародною організацією, що розробила найбільш цілісну і повну методику оцінки боргової стійкості сфери державного управління, є Міжнародний валютний фонд (МВФ). Така методика передбачає перевірку боргової стійкості з допомогою стрес-тестування та оцінювання впливів на стан державного боргу набору стандартизованих шоків, відповідних основним борговим ризикам.

МВФ як один з найбільших у світі позичальників коштів для багатьох країн, при оцінці боргової стійкості, насамперед, виходить з позиції кредитора: в самій методиці представлено найбільш дійові інструменти оцінювання здатності держави-позичальника виконувати свої фінансові зобов'язання, тому методологія МВФ є досить ефективною з точки зору запровадження фінансової дисципліни та уникнення випадків неплатоспроможності (дефолтів) держав. При цьому інші параметри, важливі для функціонування економіки певної країни (наприклад, підвищення рівня життя населення чи обсягу ВВП на особу) у цій методиці не є цільовими, вони використовуються лише з точки зору оцінки платоспроможності, а не розглядаються сценарії за яких, наприклад, оголошення дефолту є найкращим виходом для держави із ситуації, що склалася.

Методологічні підходи щодо здійснення стандартизованої оцінки стану (як загальної боргової стійкості, так і зовнішньої) запозичень держав передбачають:

- проведення оцінки поточного стану запозичень, їх структури за термінами погашень, вартістю та за суб'єктами боргових відносин;
- визначення загроз та вразливості, притаманних поточній структурі боргу та чинній борговій політиці з метою своєчасного розроблення та

запровадження упереджуючих корегувальних заходів ще до моменту настання ускладнень із виконанням боргових зобов'язань;

- вивчення наслідків застосування стабілізаційних заходів у разі виникнення боргових ускладнень.

Згідно методики створюється базовий (основний) сценарій розвитку подій, який відображає прогноз зміни існуючого стану відповідної складової боргової політики держави з подальшим накладанням впливу стрес-тестування, що передбачає можливість появи несприятливих змін макроекономічної ситуації та інших загроз сфері боргу для виявлення потенційних ризиків та своєчасної розробки заходів для їх нівелювання.

На основі попереднього аналізу країн за станом їх економіки відповідно до отриманих результатів надалі використовується два методи оцінювання: *звичайне оцінювання* (складання базового сценарію; розроблення альтернативних сценаріїв; аналіз умовних зобов'язань) та у випадку необхідності *поглиблене оцінювання* боргової стійкості (розроблення базового та альтернативних сценаріїв; проведенні ідентифікації ризиків та перевірка реалізму базового сценарію стрес-тестуванням, перевірка боргового портфелю на вразливість та чутливість до макроекономічних та фіскальних чинників, виявлення ризиків, пов'язаних із умовними зобов'язаннями; поглиблений аналіз ризиків, розроблення «температурної матриці» як узагальненого індикатора стану боргової стійкості).

У методиці запропоновано ряд індикаторів боргових ризиків, представлених в таблиці 2.1, які дають змогу попередньо ідентифікувати рівень боргових ризиків держави та прийняти рішення про необхідність звичайного чи поглибленого оцінювання стану боргової стійкості.

**Індикатори боргових ризиків держави**  
(за методикою боргової стійкості МВФ)

Індикатори	Низький ризик	Помірний ризик	Високий ризик
<i>Значення для країн, що розвиваються</i>			
Глобальні спреди ЕМВІ, в. п.	до 200	200-600	вище 600
Необхідність бюджетного фінансування, % ВВП	до 5	5-15	вище 15
Державний борг в іноземній валюті, %	до 20	20-60	вище 60
Зміна короткострокового державного боргу, % загальної суми боргу	до 0,5	0,5-1,0	вище 1,0
Державний борг, що належить нерезидентам, %	до 15	15-45	вище 45
<i>Значення для розвинутих країн</i>			
Глобальні спреди ЕМВІ, в. п.	до 400	400-600	вище 600
Необхідність бюджетного фінансування, % ВВП	до 17	17-25	вище 15
Зміна короткострокового державного боргу, % загальної суми боргу	до 0,5	0,5-1,0	вище 1,0
Державний борг, що належить нерезидентам, %	до 30	30-45	вище 45

*Джерело:* за даними МВФ<sup>30</sup>.

Є ряд додаткових індикаторів боргової стійкості, доцільність використання яких визначається станом конкретної національної економіки, поміж яких широко використовуються індикатори внутрішнього та зовнішнього боргу, зокрема такі показники як терміни погашення боргу, графік платежів, відсоткові ставки, валютна структура боргу, відношення зовнішнього боргу до експорту (при підозрі на низьку платоспроможність), тощо.

Для оцінки здатності фінансових установ виконувати свої боргові зобов'язання та виявлення потенційних загроз системного погіршення стану фінансової системи держави, що автоматично призведе і до зниження платоспроможності держави як позичальника, використовуються *індикатори стійкості фінансового сектору*.

Група індикаторів *стійкості корпоративного сектору* дає змогу оцінки реального стану нефінансових приватних корпорацій та їх здатності виконувати

<sup>30</sup> IMF: Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

свої боргові зобов'язання (оцінка структури капіталу, якості активів, рентабельності та ліквідності підприємств, тощо).

*Загальним критерієм для застосування поглибленого аналізу боргової стійкості для країн, що розвиваються, є перевищення рівня державного боргу понад 50 % ВВП. Україна потребує поглибленого аналізу та оцінювання боргової стійкості з 2014 року, оскільки перетнула цю межу боргового навантаження.*

Відповідно до реалізованих у методиці підходів, як основний індикатор використовується співвідношення обсягу державного боргу до ВВП. Необхідно зазначити, що до 2014 року МВФ взагалі не вважав цей індикатор інформативним, проте, як показала практика після 2008 року, він є найбільш вдалим для визначення порогового значення, що свідчить про необхідність особливої уваги до стану державних фінансів в контексті забезпечення боргової стійкості.

*Відправним моментом створення базового сценарію є складання сценарію «без змін боргової політики». В цьому разі у ньому відображається розвиток ситуації у борговій сфері за умови відсутності зміни аналізованих показників, тобто утримання їх на середньому рівні минулих періодів. Побудова базового сценарію має відбуватися на основі аналізу ретроспективного прогнозування та виявлення причин похибок та відхилень. Зокрема, має оцінюватися вплив політичного фактору на значення прогнозних показників у минулому.*

При цьому, слід відмітити, що *тривалий профіцит бюджету не є природнім явищем. Незважаючи на той факт, що значна кількість держав у своїй історії мали профіцит вище 4 % ВВП, лише до 20 % держав здатні були утримувати його показник на такому рівні впродовж 5 років і більше. Тому при наявності профіциту, варто робити більш песимістичний прогноз, а рік із профіцитом має розглядатися радше як виняток у ряду даних. Особлива увага має звертатись на прогнозування відсоткових ставок та умов запозичень у майбутні періоди внаслідок високої чутливості стану боргової стійкості до цих факторів.*

Основними групами показників, на ґрунті яких будується базовий сценарій, є наступні (табл. 2.2.).

Таблиця 2.2.

**Вхідні дані, необхідні для аналізу боргової стійкості країни**

<b>Фіскальні показники</b>	Обсяг боргу державного сектора
	Сальдо сектора державного управління
	Витрати сектора державного управління
	Відсоткові витрати сектора державного управління
	Доходи сектора державного управління
	Внутрішній державний борг
	Зовнішній державний борг (виражений в національній валюті)
	Середньострокові та довгострокові виплати за державним боргом
	Короткостроковий борг
	Відсоткові виплати за зовнішнім боргом
	Потреба у нових запозиченнях
<b>Макроекономічні показники</b>	Номінальний ВВП
	Реальний ВВП
	Дефлятор ВВП
	Обмінний курс (національна грошова одиниця до долара США на кінець року)
	Обмінний курс (національна грошова одиниця до долара США в середньому за рік)
	Стан платіжного балансу країни

Джерело: [https://courses.edx.org/courses/course-v1:IMFx+DSAx+2015\\_T3/info](https://courses.edx.org/courses/course-v1:IMFx+DSAx+2015_T3/info)

У базовому сценарії використовується прогноз вказаних показників на період 5 років (відповідно до методології МВФ тут необхідно використати готові прогнози ряди даних за вказаними показниками, що складені агенціями на кшталт Bloomberg або офіційні прогнози від уряду), а після побудови базового сценарію для перевірки боргової стійкості методика передбачає застосування ряду стрес-тестів, зокрема:

- сповільнення темпу зростання ВВП. Припускається, що темп зростання ВВП сповільниться на величину стандартної похибки, що розрахована для 10 річного періоду;

- погіршення стану платіжного балансу. Робиться припущення, що динаміка зміни платіжного балансу стає як мінімум в два рази гіршою, порівняно з середнім показником впродовж 10 років;

- девальвація національної валюти. Припускається, що курс національної валюти погіршується, повторивши у відсотковому виразі найбільшу девальвацію, що спостерігалася на історичному проміжку часу;

- погіршення умов запозичення. Робиться припущення, що відсоткові ставки, під які здійснюються запозичення, зростають до рівня, що визначається як середнє значення між середнім рівнем цих ставок та історичним максимумом.

- збитки через умовні зобов'язання. Передбачається одноразове виникнення додаткових видатків, пов'язаних із настанням страхового випадку за умовними зобов'язаннями.

Кожен із стрес-тестів передбачає відповідну зміну сценарію. Наприклад, реалізація девальвації національної валюти, як правило, провокує зростання рівня інфляції, що позначається на доходах бюджету та його видатках. Реалізація ризику погіршення стану платіжного балансу одночасно зумовлює погіршення умов запозичення коштів. Проте, найбільш негативний сценарій реалізується на основі комбінованого, одночасного впливу факторів зазначених стрес-тестів, оскільки в цьому разі формується так званий «макрофінансовий шок», за якого відбувається комплексне погіршення всіх параметрів, тобто повномасштабна криза.

Окремо від стрес-тестування в методиці передбачена *система раннього попередження кризових явищ, що базується на щомісячному моніторингу та аналізі обсягу золотовалютних резервів та обмінного курсу національної валюти та дає змогу виявити ймовірність настання кризових явищ за їх першими, найбільш актуальними ознаками.*

За результатами цього стрес-тестування та відповідних прогнозів формується підсумок у вигляді боргової «теплової матриці», яка враховує в інтегрованому вигляді всі раніше зазначені шоки. *Зелений колір* означає низький рівень ризику, *жовтий колір* – помірний рівень ризику, *червоний колір* – високий рівень ризику.

Основними «горизонталями» цієї матриці є рівень боргу до ВВП (боргове навантаження), валові потреби у фінансуванні бюджетної сфери, структура

державного боргу. «Вертикалями» матриці є: шоки від зміни реального ВВП, первинного балансу, відсоткових ставок, обмінного курсу, умовних зобов'язань.

В таблиці 2.3. приведено трактування рівня ризику у методиці МВФ у разі перевищення цільового критерію у базовому сценарії та в ході стрес-тестування. Як видно, ризик інтерпретується як помірний, якщо у базовому сценарії цільовий критерій не перевищується, але цей критерій перевищується при стрес-тестуванні.

Таблиця 2.3

### Шкала інтерпретації результатів оцінки боргових ризиків у методиці боргової стійкості МВФ

Рівень ризику, який присвоюється	Чи перевищується цільовий критерій у базовому сценарії?	Чи перевищується цільовий критерій в ході стрес-тестування?
Низький ризик	Ні	Ні
Помірний ризик	Ні	Так
Високий ризик	Так	Так

*Джерело:* International Monetary Fund. Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds13ch9.pdf>

**Розглянемо далі аналіз стійкості державного і зовнішнього боргу України в 2015-2016 роках з урахуванням результатів дослідження експертів МВФ.**

**І. Основні допущення експертів МВФ, покладені в основу аналізу боргової стійкості, є наступними.**

У трактуванні МВФ державний борг (public debt) є значно ширшим поняттям, аніж в українському законодавстві, і охоплює: (1) прямий борг центрального уряду; (2) внутрішній та зовнішній гарантований державою борг; (3) борг органів місцевого самоврядування; і (4) зобов'язання НБУ перед МВФ.

*Реальне зростання ВВП.* Рецесія 2015 року виявилася глибшою, ніж очікувалося (з падінням ВВП на 9,9 % порівняно з очікуваними 9,0 %). Прогноз щодо реального зростання ВВП на рівні 1,5 % також дещо нижчий, ніж передбачалося раніше, і відображає гірші для України умови зовнішнього

економічного середовища. Темп економічного зростання на рівні 4 % може бути досягнутий лише у 2020 році, а не в 2018 році, як передбачалося раніше.

*Обмінний курс.* Із закінченням світового сировинного суперциклу, умови зовнішньої торгівлі для України погіршилися. Обмінний курс виявився під тиском, надалі він стабілізувався на рівні близько UAH 24-25 за долар. Очікується, що в середньостроковій перспективі гривня буде повільно девальвувати, на рівень обмінного курсу буде впливати дефіцит рахунку поточних операцій і певне відновлення припливу капіталу.

*Інфляція.* Вважається, що інфляція, згідно з прогнозами, знизиться на кінець 2016 року до близько 10,5 % з поступовим зменшенням в середньостроковій перспективі (в рамках економічної стабілізації, більш низьких цін на паливо і газ) до стійкого стану близько 6 %.

*Фіскальний дефіцит та дефіцит НАК «Нафтогаз».* У 2015 році фіскальні цілі були досягнуті з істотним відривом, зокрема, дефіцит зведеного бюджету був знижений до 1,2 % ВВП, що значно краще планованого показника в 4,2 %. Це досягнуто за рахунок більш високих, ніж очікувалося, надходжень від непрямих податків внаслідок інфляції в першій половині року, а також зниження обсягу відсоткових платежів в результаті реалізації боргової операції. Дефіцит НАК «Нафтогаз» знизився в 2015 році до менше ніж 1 % ВВП, порівняно з цільовим показником в 3,1 %, в основному, за рахунок нижчої ціни і обсягу імпорту газу. Циклічно скоригований первинний профіцит сектора загальнодержавного управління, згідно з прогнозами, залишиться з 2017 року близько 2 % від потенційного ВВП.

*Необхідність державної підтримки банківської системи.* Подібні фінансові витрати в 2015 році склали 2,3 % ВВП, що нижче планованих близько 8 % ВВП. При цьому більша частина коштів використовується для підтримки виплат за застрахованими депозитами. За результатами зміни макроекономічних показників і завершеної діагностики 39 найбільших банків, обсяг державних коштів для підтримки банківської системи переглянуто до рівня 7,3 та 1,6 % ВВП в 2016 та 2017 років роках, відповідно.

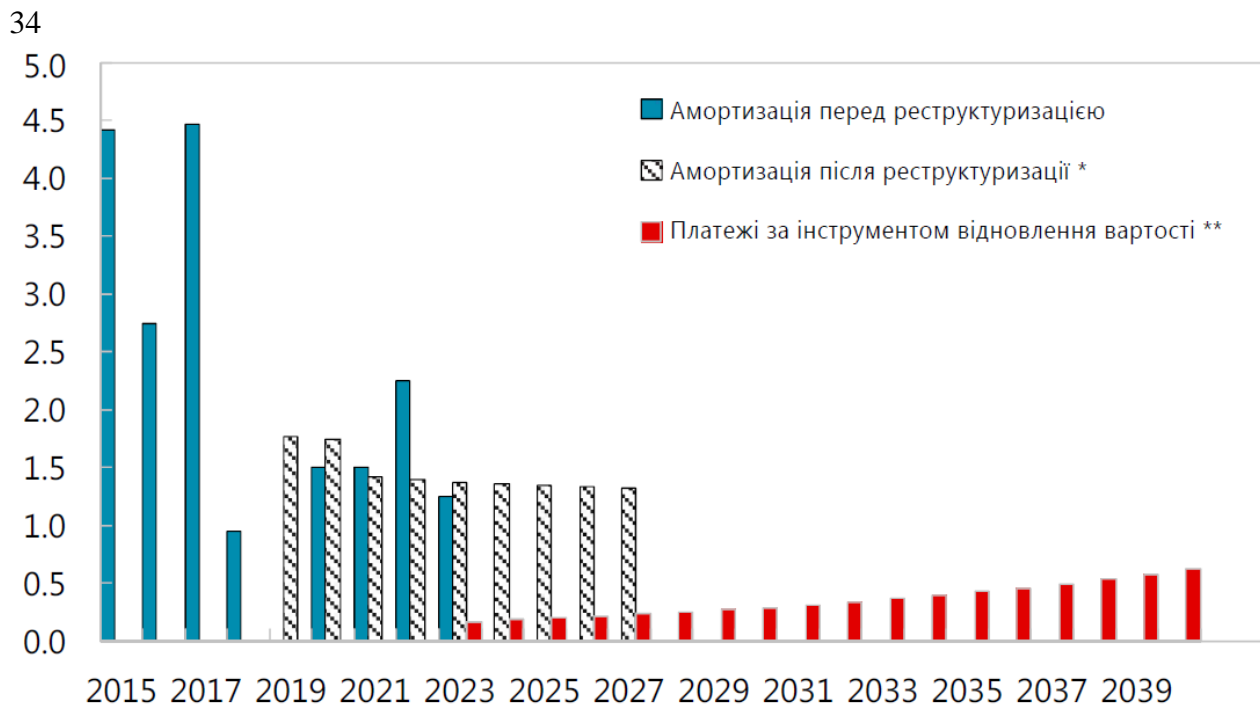


*Необхідність рекапіталізації НАК «Нафтогаз».* В 2015 році, були випущені рекапіталізаційні облігації на загальну суму 1,5 % ВВП, що значно нижче рівня допомоги держави в 6,1 % від ВВП, представленої в 2014 році. Допускалось, що фінансова підтримка НАК «Нафтогаз» для операційних та інвестиційних цілей в середньостроковій перспективі буде на рівні 2015 року. Проте, передбачається, що у 2017 році НАК «Нафтогаз» потребуватиме додаткової фінансової підтримки розміром 1,4 % ВВП для погашення заборгованості перед Газпромом (фактичне їх погашення буде залежати від рішення арбітражного суду Стокгольма, де ця заборгованість Нафтогазом оскаржується на даний час).

*Гарантований державою борг.* Урядом України в 2015 році надано нових гарантій тільки на 0,6 % ВВП, що значно нижче запрограмованих 1,5 % від ВВП. У 2016 році, ця програма розрахована на 1,2 % ВВП для нових гарантій, причому основна частина призначена для підтримки офіційного фінансування НАК «Нафтогаз» (гарантії кредиту Світового банку на отримання кредитів 500 мільйонів доларів США і 200 млн доларів США). Передбачається, що випуск нових гарантій в середньостроковій перспективі буде обмежено рівнем 0,3 % ВВП в рік через очікуване зниження попиту, викликаного приватизацією /корпоратизацією державних підприємств і поліпшенням фінансового стану НАК «Нафтогаз».

*Кошти від приватизації.* В 2015 році надходження від приватизації склали 0,5 % ВВП, що вище аналогічного показника за останні два роки (близько 0,1 відсотка від ВВП на рік). Для періоду 2016-2020 рр. прогноуються надходження 0,8 % ВВП в рік (це дещо нижче середнього показника в 1,1 % впродовж 2004-2014 рр.) за умови активізації зусиль з просування приватизації, зокрема Одеського припортового заводу, деяких регіональних дистриб'юторів енергії країни тощо.

*Боргова операція.* Український уряд успішно завершив реструктуризацію практично всіх зовнішніх зобов'язань, що охоплювались змістом боргової операції. Прогнозна динаміка погашень і виплат, розрахована фахівцями МВФ, представлена на рис. 2.1.



\*- Не включає погашення облігацій перед Росією в рамках переговорів (облігацій, що належать Росії); \*\*- при постійному зростанні ВВП на 4 %.

**Рис. 2.1. Динаміка обсягу та часового графіка погашення державного боргу до та після боргової операції 2015 року, млрд дол. США.**

*Джерело:* IMF Country Report No. 16/319 (UKRAINE) Second review under the extended fund facility and requests for waivers of non-observance of performance criteria, rephrasing of access and financing assurances review—press release; staff report; and statement by the executive director for Ukraine/ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16319.pdf>

*Єврооблігації міста Києва.* Враховується реструктуризація єврооблігацій міста Києва на суму близько 0,6 млрд. дол. США.

*Гарантовані комерційні кредити.* У квітні 2016 року, Міністерство фінансів України спільно з державними підприємствами Укравтодору та конструкторського бюро «Південне», досягли угоди з Ощадбанком Росії і Сітібанком щодо умов реструктуризації суверенних гарантованих позик вищезазначеним державним підприємствам на суму близько \$ 0,4 млрд і продовження термінів їх погашення.

***Стратегічні боргові цілі та можливості ринкового фінансування:***

- проведення та імплементація всіх заходів, пов'язаних із реструктуризацією зовнішнього боргу, повинна зменшити необхідні боргові платежі впродовж 2016-2020 років на 15,7 млрд дол. США;

- співвідношення державного боргу й ВВП в 2020 р. може досягнути 72,1 %, перевищивши цільовий рівень 71,0 % на незначну величину.

До 2021 року, при виконанні комплексу необхідних дій, відношення боргу до ВВП впаде до 70,0 % ВВП;

- середні валові потреби у фінансуванні, беручи до уваги платежі кредиторам з урахуванням динаміки VRI-сценарію, впродовж 2019-2025 років прогножуються на рівні близько 9,5 % ВВП, не перевищуючи значення 12 % ВВП в будь-який окремий рік;

- можливості доступу до ринку капіталів можна розглядати наступним чином. Факти стосовно успішних в минулому боргових операцій в середньому вказують на трьохрічну тривалість повернення до доступу на ринок з моменту початку операції, проте, валова потреба у фінансуванні в перший період після боргової операції в Україні є значно нижчою контрольного показника високого ризику, Це може допомогти у забезпеченні швидшого безперервного доступу до міжнародних ринків капіталу, зокрема, припускається, що це станеться до кінця 2017 року і наша держава зможе розміщувати 5-річні облігації за прибутковістю у 9 %. Внаслідок успішного завершення боргової операції підтримується покращений профіль боргу. Вважається, що буде відбуватись подальша деескалація конфлікту на Сході, що, зокрема впливає на динаміку ЕМВІ-індекса, яка представлена на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Динаміка зміни глобального індексу ринку облігацій України, базових пунктів

Джерело: Bloomberg / <https://www.bloomberg.com>

## **II. Аналіз стійкості державного боргу України в рамках базового сценарію та оцінка впливу збурень (шоків) в рамках стрес-тестування.**

Здійснені базові прогнози показують, що відношення державного боргу (боргу сектора загальнодержавного управління) до ВВП може знизитись до рівня менше 70 % ВВП в 2021 році. Рівень боргового навантаження сектора загальнодержавного управління досяг 80 % ВВП на кінець 2015 року, а основний його приріст (майже на 8 відсоткових пунктів) стався в 2014 році внаслідок чергової девальвації гривні і поглиблення рецесії. Тенденція збільшення заборгованості все ще утримується внаслідок чергового раунду плавної девальвації курсу гривні через тиск з боку платіжного балансу та необхідності виплат міжнародним фінансовим організаціям, фінансових витрат на реструктуризацію банківського сектора. Лише після стійкого бюджетного коригування і відновлення економічного зростання (а також підвищення реального обмінного курсу та забезпечення надходжень від приватизації) відбудеться (очікувано в 2021 році) поступова конвергенція боргу до рівня нижче 70 відсотків від ВВП.

*Теплова карта і графіки, що трактують її показники за даними 2015 р., показують, що Україна все ще стикається зі значними ризиками щодо боргової стійкості, рівень якої є **низьким** навіть після успішного завершення боргової операції і повної імплементації її програми (рис. 2.3.). Отже, раптове погіршення зовнішнього економічного середовища та негативний вплив його чинників призведе до реалізації існуючих загроз фінансовій безпеці держави.*

Часткове зниження ризиків можливе за рахунок скорочення валових потреб у фінансуванні (згідно з прогнозами, в середньому на 12 і 9,5 % протягом і після періоду дії програми відповідно).

<i>Рівень боргу щодо ВВП</i>	<b>Шок зростання реального ВВП</b>	<b>Шок первинного балансу бюджету</b>	<b>Шок реальної процентної ставки</b>	<b>Шок обмінного курсу</b>	<b>Шок умовних зобов'язань</b>
<i>Валова потреба у фінансуванні</i>	<b>Шок зростання реального ВВП</b>	<b>Шок первинного балансу бюджету</b>	<b>Шок реальної процентної ставки</b>	<b>Шок обмінного курсу</b>	<b>Шок умовних зобов'язань</b>
<i>Структура боргу</i>	<b>Сприйняття ринку</b>	<b>Потреба у зовнішніх запозиченнях</b>	<b>Зміна частки короткострокового боргу</b>	<b>Обсяг державного боргу без врахування нерезидентів</b>	<b>Обсяг державного боргу в іноземній валюті</b>

Рис. 2.3. «Теплова матриця» для боргових ризиків України за даними 2015 р.

*Джерело:* IMF Country Report No. 16/319 (UKRAINE) Second review under the extended fund facility and requests for waivers of non-observance of performance criteria, rephrasing of access and financing assurances review—press release; staff report; and statement by the executive director for Ukraine/  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16319.pdf>

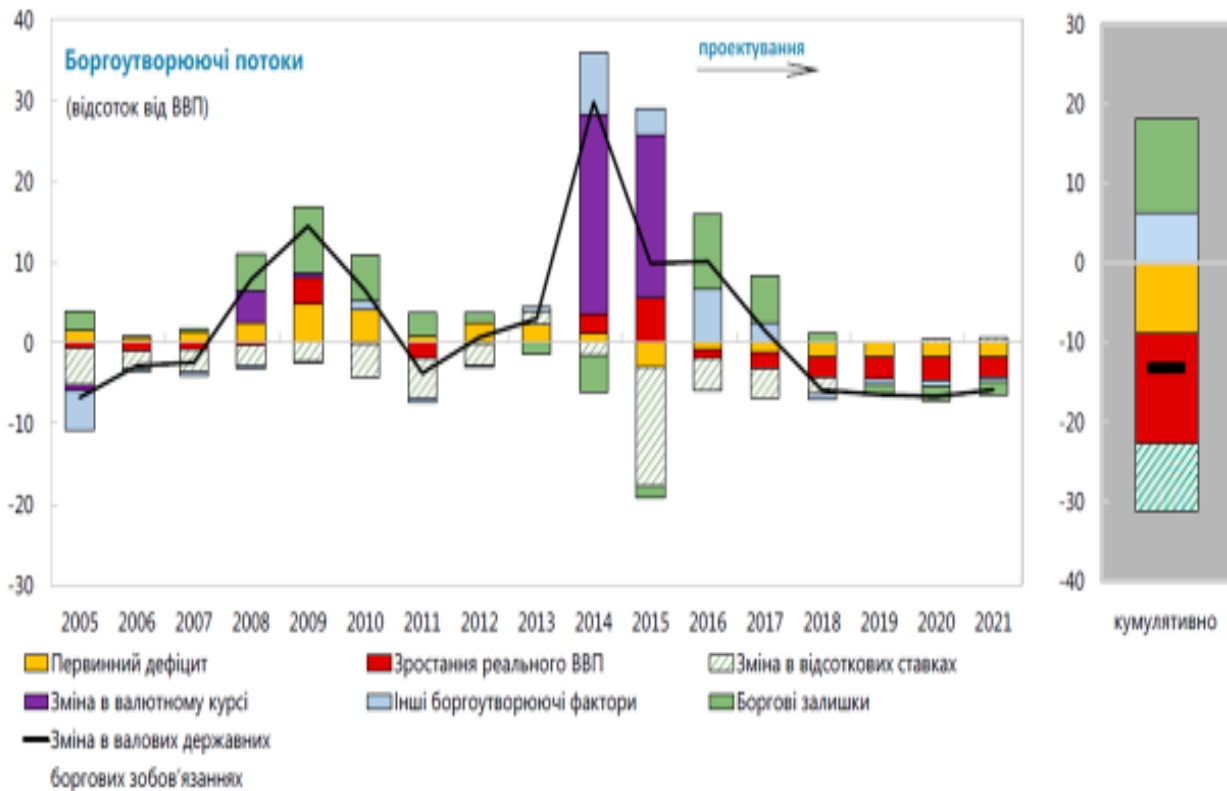
### ***Стан та перспективи зміни держборгу***

*Частка державного боргу, що належить нерезидентам, є високою (66 % від загального обсягу боргу при критично допустимій величині 45 %), але внаслідок боргової операції посилюється тенденція переходу боргу від приватних до офіційних кредиторів (в 2015 році частка офіційної заборгованості в загальному обсязі заборгованості збільшилася на 12 відсоткових пунктів).*

*Короткострокові показники державного боргу є дуже низькими, суттєво меншими за нижню межу в 0,5 % ВВП.*

*Частка державного боргу в іноземній валюті, яка на сьогодні складає близько 72 % ВВП, що перевищує критичний рівень у 60 % ВВП, за прогнозами МВФ знизиться в найближчі роки.*

*Проведені стрес-тести вказують на існування низки істотних ризиків для сфери державного боргу. Основні боргоутворюючі чинники України представлено на рис. 2.4.*



**Рис. 2.4. Вплив боргоутворюючих чинників на зміну державного боргу України та відповідний прогност до 2021 року**

*Джерело:* IMF Country Report No. 16/319 (UKRAINE) Second review under the extended fund facility and requests for waivers of non-observance of performance criteria, rephrasing of access and financing assurances review—press release; staff report; and statement by the executive director for Ukraine/  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16319.pdf>

*Зниження темпів економічного зростання в 2017-2018 роках на величину історичного стандартного відхилення призводить до помітних погіршень первинного балансу та до зростання дефіциту. Відношення державного боргу до ВВП у 2018 році в цьому разі може скласти 117 %.*

*Шок обмінного курсу у вигляді реалізації половини розміру девальвації, що Україна пережила в 2014 році (з номінальним обмінним курсом, що змінюється від 27,5 у 2016 році до 45,9 у 2017 році) буде зумовлювати у 2017 році відношення державного боргу до ВВП у розмірі 116 %.*

*Об'єднаний макрофінансовий шок у вигляді одночасної реалізації зменшення реального зростання, збільшення процентної ставки, погіршення первинного балансу і валютного курсу, дає нестійку боргову динаміку, підвищуючи рівень боргового навантаження вище 160 % від ВВП в 2018 році.*

*Шок умовних зобов'язань* висуває на перший план ризик подальшого погіршення стану банківського сектора і пов'язані з цим більш високі бюджетні витрати. Вплив цього шоку дещо пом'якшується сценарієм вихідних умов для реструктуризації і санації банків.

*Реалізація програми цільового бюджетного коригування та структурних реформ має сприяти відновленню зростання та запобігти виникненню цих шоків* (табл. 2.4.-2.5), підтвердженням чого є незначні позитивні зрушення стосовно окремих показників боргової стійкості, зокрема, їх наближення до зони помірному ризику.

Таблиця 2.4.

**Базовий сценарій динаміки державного боргу України (прогноз МВФ)**

	Фактичні дані			Прогнозні дані					
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Валовий номінальний державний борг, в т.ч. державні гарантії	28,1	70,3	80,1	90,2	91,7	85,8	79,4	72,8	67,0
	6,5	9,7	12,0	15,3	19,5	19,1	16,9	14,4	12,3
Валові потреби в фінансуванні	7,6	19,7	11,7	16,2	10,6	9,4	11,8	10,5	8,4
Зростання реального ВВП, %	1,3	-6,6	-9,9	1,5	2,5	3,0	3,5	4,0	4,0
Інфляція(ВВП дефлятор), %	15,9	15,9	38,4	13,5	11,0	9,0	6,5	6,0	6,0
Зростання номінального ВВП, %	17,6	8,3	24,7	15,2	13,8	12,3	10,3	10,3	10,3
Ефективна відсоткова ставка, %	6,9	10,7	8,6	8,0	6,8	6,8	6,7	6,9	7,2

*Джерело:* складено авторами за даними МВФ.

Так, станом на 01.10.2016 р. якщо показник глобального індексу ринку облігацій (*EMBI*) країн, що розвиваються станом на 29.08.2016 р. становив 721 б.п., то в межах місяця його значення зменшились на 44 б.п. і станом на 1 жовтня поточного року склали 677 б.п., а показник кредитно – дефолтного свопу (в базових пунктах) зменшився за цей же період із 757 б.п. до 664 б.п.

*Міжнародні кредитні рейтинги* України (як зовнішні, так і внутрішні) окремими агентствами станом на 01.10.2016 р. оцінено таким чином: *Moody's* – *Saa3*; *Ratings Services* – на рівні B-; міжнародне агентство *Fitch* – на рівні CCC,

а станом на 1 листопада 2016 року ним було підвищено довгострокові рейтинги дефолту емітента (РДЕ) в іноземній та національній валютах до рівня «В-» з «ССС» та рейтинг короткострокових випусків пріоритетних незабезпечених українських облігацій України в іноземній та національній валютах підвищено до рівня «В» з «С» зі стабільним прогнозом. Такі оцінки сприятимуть залученню фінансових ресурсів на глобальних ринках на більш вигідних умовах, пожвавленню підприємництва та відновленню економічного розвитку.

Прогнозоване ж зниження рівня державного боргу щодо ВВП залишається крихким, вразливим до можливого зниження темпів економічного зростання, зміни валютного курсу, а також до зміни умовних зобов'язань, що стосуються банківської системи. *Сценарії з шоковим впливом факторів вказують на ризики, пов'язані з більшими, ніж очікувалося, потребами фінансування, зокрема для підтримки банківського сектора.*



Таблиця 2.5.

## Вплив боргоформуєчих чинників, % до ВВП

	Фактичні дані			Прогнозні дані						
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2010	2021	Кумулятивно
Зміна у валових державних боргових зобов'язаннях	1,8	29,8	9,8	10,1	1,5	-5,8	-6,4	-6,6	-5,8	-13,2
Боргоутворюючі потоки	-0,8	34,3	11,3	0,7	-4,2	-7,0	-5,2	-4,9	-4,3	-25,0
Первинний дефіцит	2,3	1,2	-3,0	-0,9	-1,2	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	-8,9
Первинні(не відсоткові) доходи та гранти	42,2	40,3	42,1	38,1	38,0	38,2	38,3	38,1	38,3	229,0
Первинні(не відсоткові) витрати	44,5	41,5	39,1	37,2	36,8	36,4	36,6	36,4	36,6	220,1
Автоматична динаміка боргу	-2,5	25,5	11,0	-5,0	-5,6	-4,5	-2,8	-2,4	-2,0	-22,4
Відсоткова ставка/диференціальне зростання	-2,9	0,9	-9,1	-5,0	-5,6	-4,5	-2,8	-2,4	-2,0	-22,4
в т.ч. реальна відсоткова ставка	-2,7	-1,5	-14,7	-4,0	-3,6	-2,0	-0,1	0,5	0,6	-8,6
в т.ч. зростання реального ВВП	-0,2	2,5	5,6	-1,0	-2,0	-2,5	-2,8	-2,9	-2,6	-13,8
Зміни в обмінному курсі	0,4	24,5	20,1	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
Інші боргоутворюючі потоки	-0,6	7,7	3,3	6,6	2,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	6,3
Надходження від приватизації	-1,0	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-4,2
Рекапіталізація банків та НАК «Нафтогаз»	0,4	7,8	3,8	7,3	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	10,4
Інше	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2
Боргові залишки, в т.ч. зміна активів	2,6	-4,5	-1,5	9,4	5,7	1,1	-1,2	-1,7	-1,5	11,8
Первинний баланс для боргової стабілізації становить - 2,1 % ВВП.										

Джерело: складено авторами за даними МВФ<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Там само

### **III. Результати аналізу стану валового зовнішнього боргу України**

Базові прогнози припускають, що зовнішній борг знизиться приблизно на 45 відсоткових пунктів ВВП до 2021 року, залишаючись при цьому високим. Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП, показник якого в 2014 р. збільшився до 95,8 % та 131,0 % в 2015 р. відповідно, досягне свого піку на рівні 145 % ВВП в 2016 р. з його подальшим зниження на кінець 2021 року до рівня приблизно 100 % ВВП (згідно прогнозу МВФ). Середньострокова стійкість зовнішнього боргу пов'язується із регулюванням зовнішніх економічних відносин, торговельного балансу товарів і послуг, що забезпечить зменшення дефіциту від 9 % ВВП в 2013 році в середньому до близько 2 % у 2020 р.

За результатами аналізу боргової стійкості МВФ вважає, що економічна політика уряду України повинна фокусуватися на таких напрямках<sup>32</sup>:

- прискоренні реформування громіздкого і недостатньо ефективного сектора державних підприємств, поліпшення умов для розвитку бізнес-середовища, створення всіх передумов (зокрема через боротьбу з корупцією) для залучення інвестицій і забезпечення економічного зростання;
- забезпеченні підвищення заробітної плати відповідно до зростання її продуктивності, гарантуванні конкурентоспроможності в цій сфері;
- продовженні курсу на бюджетну консолідацію з метою забезпечення прийняттого рівня боргового навантаження, з урахуванням пенсійного реформування, підвищення ефективності податкової системи, яка б сприяла економічному зростанню, при одночасному підвищенні якості та ефективності державних витрат;
- підтриманні обережної грошово-кредитної політики, спрямованої на подальше зниження рівня інфляції і відновлення золото-валютних резервів в рамках гнучкого режиму валютного курсу;

---

<sup>32</sup> Statement at the Conclusion of the IMF Mission to Ukraine/  
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/11/18/PR16512-Ukraine-Statement-at-Conclusion-of-IMF-Mission>

- відновленні фінансової системи і поживленні банківського кредитування.

### **РОЗДІЛ 3. ТРАНСФОРМАЦІЯ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ У СВІТІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ: РЕКОМЕНДАЦІЇ ДЛЯ УКРАЇНИ**

Кризові явища світового масштабу у фінансовій сфері 2007-2008 рр. обумовили необхідність внесення суттєвих коректив стосовно управління державними фінансами, зокрема, вдосконалення боргової політики на засадах середньостроковості та зміцнення її ризикоорієнтованості.

*Середньостроковість* передбачає (через систему адаптованих для конкретної національної економіки бюджетних правил) забезпечення в середньостроковому періоді автоматичного регулювання рівня боргового навантаження та його поступового зниження до безпечного рівня.

*Ризикоорієнтованість* визначається необхідністю розроблення для певної національної економіки дієвої методології визначення боргових ризиків та формування системи заходів з мобілізації ресурсів, інструментів їх використання з метою нівелювання впливів цих ризиків.

Враховуючи наявні для різних країн показники, зокрема, рівень боргового навантаження, дефіцит бюджету, рівень інфляції та вплив різних варіантів заходів на темпи економічного зростання, експерти МВФ узагальнили **три моделі боргової політики:**

*модель бюджетного стимулювання* передбачає скоординовану бюджетну й грошово-кредитну політику стимулювання платоспроможного попиту та економічного зростання у спосіб збільшення державних видатків, наслідком чого може бути короткострокове (допустиме) збільшення бюджетного дефіциту;

*модель бюджетної консолідації* передбачає досягнення контролю над дефіцитом бюджету та забезпечення зниження темпів нарощування обсягу

державного боргу, що досягається у спосіб узгодженого зменшення видаткової частини бюджету та збільшення податкового навантаження. В посткризовий період використанню цієї моделі віддали перевагу більшість країн ЄС, зокрема країни єврозони;

*модель «фінансового придушення»* передбачає досягнення урядом прийняттого рівня боргового навантаження на економіку країни у спосіб створення ситуації одночасної наявності доволі високої інфляції та порівняно низьких номінальних процентних ставок для комерційних кредитів і державних запозичень. Наповнення доходної частини бюджету за рахунок розширення економічної діяльності суб'єктів господарювання та зростання обсягу податкових надходжень забезпечує невелике, але безперервне економічне зростання, наслідком чого є поступове збалансування бюджету й зменшення потреб у запозиченнях.

**В Україні проведення змін у борговій сфері в умовах фінансової нестабільності** повинно здійснюватися з урахуванням вибору найбільш дієвої (в умовах, що склалися) моделі боргової політики та ґрунтуватись на продовженні економічних реформ.

**Ключовими напрямками вдосконалення управління державним боргом є наступні:**

**- формування та імплементація середньострокової ризикорієнтованої Стратегії управління державним боргом України** за активної взаємодії та координації дій Уряду, Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби фінансового моніторингу України та НКЦПФР щодо забезпечення комплексного механізму досягнення безпечного рівня боргового навантаження, зокрема, через:

*законодавче закріплення та реалізацію середньострокової стратегії бюджетного планування та прогнозування з урахування впливу внутрішніх та зовнішніх боргових ризиків, узгодження напрямів державної боргової, бюджетної й грошово–кредитної політики;*

*підвищення якості середньострокового економічного прогнозування та планування, оскільки складання надмірно оптимістичних макроекономічних прогнозів призводить до системних проблем в економіці;*

*перехід до ризикоорієнтованої боргової політики з вибором найбільш прийнятної для умов України моделі (за результатами аналізу можливий варіант політики «фінансового придушення»);*

*запровадження заходів з подолання бюджетних дисбалансів шляхом продовження бюджетної консолідації, зокрема, підвищення доходів державного бюджету за рахунок покращення адміністрування податків та митних платежів, боротьби з корупцією, тінізацією економіки, впровадження механізму верифікації одержувачів всіх видів соціальних пільг.*

**- підвищення ефективності боргової політики України, що передбачає наступні заходи:**

*вдосконалення інституційної складової та нормативно-правового регулювання щодо впровадження рекомендацій з управління державним боргом, підготовлених МВФ спільно із Всесвітнім банком;*

*вдосконалення нормативно-правового регулювання стосовно індикаторів боргової безпеки та їх граничних показників, зокрема, законодавчого закріплення поступового переходу до показника співвідношення боргу з ВВП до економічно-обґрунтованого рівня для України в 35-40 %;*

*впровадження стрес-тестування та перехід до методики МВФ щодо оцінки боргової стійкості з поглибленим аналізом впливу боргоформуєчих ризиків на фінансову безпеку держави;*

*посилення регулювання державного боргу в частині оптимізації співвідношення обсягів, структури, вартості та джерел його погашення, що передбачає, зокрема, можливість введення обмеження на кредитування дефіциту державного бюджету з боку банківської системи шляхом поетапного встановлення з початку 2017 року додаткового обов'язкового нормативу відношення ОВДП до загальної суми активів;*

*законодавче забезпечення еквівалентності бюджетно–податкових змін та запровадження фіскальних правил як чинника оптимізації державних запозичень (утримання балансу в емісійній діяльності та стягненні податків при нарощування боргу й збільшенні вартості його обслуговування, тощо);*

*забезпечення ефективного моніторингу корпоративної заборгованості, аналізу чинників впливу на збільшення її обсягу, підвищення результативності фінансового управління державними компаніями;*

*поглиблення аналізу ризиків від залучення різних видів боргових інструментів, в тому числі з використанням методик міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ, та розширення за його результатами спектру використання боргових інструментів;*

*підвищення ефективності здійснення запозичень шляхом оптимізації умов залучення коштів, забезпечення контролю за їх обсягами та спрямування для державної інвестиційної діяльності, яка дасть змогу здійснювати подальші платежі з погашення та обслуговування боргу;*

**- здійснення переходу до політики децентралізації залучення боргових коштів на внутрішньому ринку** з розширенням прав місцевих органів влади, що передбачає:

*координацію дій органів місцевого самоврядування та Уряду стосовно управління боргом з правом здійснення на центральному рівні моніторингу місцевих запозичень і гарантій;*

*вдосконалення нормативно-правового регулювання ринку місцевих запозичень, зокрема, шляхом обмеження рівня місцевого боргу обсягом власних бюджетних надходжень; наданням дозволу на боргові операції лише для фінансування інвестиційних витрат; заборонаю використовувати будівлі та майно, необхідні для виконання обов'язкових соціальних завдань місцевою владою в якості застави для забезпечення позик, тощо;*

**- удосконалення боргової політики щодо надання державних гарантій** шляхом:

*нормативно-правового супроводу моніторингу та оцінки ризиків, пов'язаних з умовними зобов'язаннями для мінімізації їх негативного впливу*

на боргову стійкість, зокрема, на період зниження рівня державного та гарантованого державою боргу до безпечної межі в 60 % законодавчо передбачити *заборону надання державних гарантій на кредити бюджетним установам;*

*зменшення видатків бюджету на покриття страхових гарантійних випадків* шляхом зміни умов надання державних гарантій на кредити суб'єктам господарювання: законодавчо обмежити обсяг гарантованого державою кредиту, який надається малим і середнім підприємствам, до сум, що не перевищують еквіваленту 2,5 млн євро (подібні обмеження існують в країнах ЄС);

*забезпечення поступового приведення* (в рамках задекларованих показників Меморандуму про економічну та фінансову політику між Україною і МВФ, Міністерства фінансів України, Угоди про асоціацію Україна-ЄС) *показника співвідношення гарантованого і державного боргу України до рівня 10 % в 2021р.* шляхом: усунення недосконалості норм чинного законодавства щодо переліку квазіфіскальних операцій та їх ідентифікації згідно підходів МВФ; наближення умов надання державних гарантій на кредити для підприємств України у відповідність до умов ЄС;

*надання пріоритетності гарантування державою* проектам розвитку, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями після їх попереднього аналізу на предмет його доцільності та відповідності державним завданням (зокрема, фінансування інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проектів стратегічне значення, а також проектів, спрямованих на підвищення енергоефективності та зміцнення конкурентних переваг вітчизняних підприємств);

- **активізація розвитку вітчизняного фінансового ринку** як елементу цілісної фінансової системи та зниження вартості державних запозичень шляхом:

*удосконалення його інфраструктури, регулювання та синхронізації функціонування всіх його секторів;*

*посилення заходів з підвищення ефективності ринку державних цінних*

*паперів з метою мінімізації ризиків та зниження вартості обслуговування боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, зокрема, сприяння розширенню ємності боргового портфелю та підвищення ліквідності боргових інструментів;*

*використання практики формування кривої дохідності державних цінних паперів, зокрема, ОВДП, як еталону на ринку цінних паперів;*

*підвищення ефективності управління державними коштами шляхом регулярного проведення активних операцій з державними цінними паперами;*

*стимулювання банківського кредитування економіки, зокрема: створення національної програми відновлення кредитування вітчизняних товаровиробників за рахунок довгострокового (від двох-трьохрічного) рефінансування з боку НБУ державних банків (упродовж 2015 року частка активів державних банків в активах банківської системи зросла з 22 до 26 %, а в клієнтських коштах - з 21 до 25 %);*

*розвиток та підвищення довіри до внутрішнього фінансового ринку, зокрема, банківського сектору. Пропонується збільшити суму відшкодування власникам депозитів при банкрутстві Фондом гарантування вкладів фізичних осіб з 200 тис. грн до 400-500 тис. грн (враховуючи інфляцію впродовж останніх років);*

*стимулювання розвитку фондового, зокрема, вторинного, ринку боргових державних цінних паперів для забезпечення їх ліквідності, повноцінності та привабливості як для нерезидентів та українських інвесторів, так і для населення;*

*забезпечення збалансованості сектору соціального страхування;*

*підвищення ефективності державної інвестиційної політики сприяння припливу інвестицій в економіку через вдосконалення законодавства щодо залучення інституціональних інвесторів та покращення інвестиційного клімату (запровадження прискореної амортизації капіталу, спеціального кредитування операцій на фондових біржах та інноваційних підприємницьких проєктів) з наближенням його до міжнародних норм .*



## Висновок

Аналіз стану боргової сфери в розрізі показників стійкості та боргової безпеки України показує, що впродовж 2014-2015 рр. в умовах економічної стагнації надмірне зростання боргового навантаження, показники якого перевищили гранично допустимі межі, в першу чергу, за рахунок зовнішнього складника, відбувалось під впливом загострення бюджетних, валютних, облікових ризиків.

Стрімке зростання валового зовнішнього боргу (відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП на кінець 2015 р. склало 131,0 %) та критичне зниження офіційних міжнародних резервів НБУ призвели до поглиблення кризи платоспроможності та зниження міжнародних кредитних рейтингів держави до переддефолтного рівня.

Впродовж останніх років посилюється борговий тиск на державний бюджет, зокрема, у 2015 р., коли частка платежів з погашення та обслуговування державного боргу становила 50,3 % у загальних витратах бюджету, а питома вага сукупних платежів за державним зовнішнім боргом у доходах бюджету збільшилась із 19,5 % до 66,2 %. Такі тенденції сигналізують про «перелив» обмежених фінансових ресурсів від інших програм соціально-економічного розвитку, слабкість розвитку вітчизняного фінансового ринку та можливостей рефінансування боргу за рахунок внутрішніх резервів.

Боргова політика в Україні потребує трансформації у відповідності до світових тенденцій та використанням досвіду, зокрема, постсоціалістичних країн-членів ЄС. Управління державним боргом повинно формуватись на засадах середньостроковості та ризик орієнтованості, а стратегічною метою повинно стати підвищення рівня боргової стійкості та фінансової безпеки держави в цілому.

## Зміст

Вступ.....	3
<b>Розділ 1. Аналіз стану державного боргу України в контексті боргової стійкості.....</b>	<b>4</b>
<b>Розділ 2. Управління борговою стійкістю: підходи міжнародних фінансових організацій.....</b>	<b>25</b>
<b>Розділ 3. Трансформація боргової політики у світі в умовах фінансової нестабільності: рекомендації для України.....</b>	<b>43</b>
<b>Висновок.....</b>	<b>49</b>