

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

**ЛУПЕНКО АНДРІЙ ЮРІЙОВИЧ**

**УДК 336.2.339.7.005.5**

**УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ  
В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ**

**Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук**

**Київ – 2021**

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Київському національному торговельно-економічному університеті Міністерства освіти і науки України.

**Науковий керівник:** доктор економічних наук, професор,  
заслужений діяч науки і техніки України  
**Чугунов Ігор Якович,**  
Київський національний  
торговельно-економічний університет,  
завідувач кафедри фінансів

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Кужелев Михайло Олександрович,**  
Університет державної фіскальної служби  
України,  
директор Навчально-наукового інституту  
фінансів, банківської справи

кандидат економічних наук, доцент  
**Прімерова Олена Костянтинівна,**  
Національний університет  
«Киево-Могилянська академія»,  
доцент кафедри фінансів

Захист відбудеться 20 квітня 2021 року о 14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.055.03 у Київському національному торговельно-економічному університеті за адресою: 02156, м. Київ, вул. Кіото, 21, корпус Д, ауд. Д-221.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Київського національного торговельно-економічного університету за адресою: 02156, м. Київ, вул. Кіото, 19.

Автореферат розісланий 17 березня 2021 року.

**Учений секретар  
спеціалізованої вченої ради**

**Г. В. Кучер**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок зовнішніх запозичень надає змогу країні забезпечити надходження коштів, необхідних для реалізації пріоритетних проектів соціально-економічного розвитку, водночас посилює боргове та фіскальне навантаження на економіку у майбутніх періодах. З огляду на зазначене важливим є розвиток інструментарію прогнозування та планування обсягів залучення, погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу, враховуючи інституційні обмеження та критерії фінансової безпеки держави. Результативне управління державним боргом потребує забезпечення належної координації бюджетної і монетарної політики, що формує передумови для стійкого економічного зростання і макроекономічної стабільності. Виважена державна фінансова політика та реалізація структурних змін в економіці, та системі управління публічними фінансами має підвищувати довіру міжнародних інвесторів до країни як позичальника. Для трансформаційних економік доцільно посилювати інституційну спроможність монетарного регулятора в контексті підтримки стабільності національної валюти. Потребують адаптивного удосконалення механізм моніторингу зовнішніх запозичень і надання державних гарантій.

Серед вагомих досліджень зарубіжних учених у сфері державного боргу та його впливу на економічне зростання можна назвати праці: А. Арістовніка, Р. Барро, О. Бланшара, Дж. Б'юкенена, Дж. Кейнса, П. Кругмана, К. Рогоффа, У. Паніцци, А. Сміта, А. Пігу, Н. Рубіні, Дж. Сакса, П. Самуельсона, Дж. Стігліца, Дж. Тобіна, М. Фрідмана.

Питанням удосконалення системи управління зовнішнім державним боргом присвячені праці вітчизняних вчених: О. Барановського, Т. Богдан, О. Василика, В. Козюка, М. Кужелева, Г. Кучер, Л. Лисяк, І. Лук'яненко, А. Мазаракі, В. Макогон, В. Міщенко, С. Науменкової, В. Опаріна, М. Пасічного, О. Прімерової, В. Федосова, І. Чугунова, Л. Шемаєвої, І. Школьник, С. Юрія та інших.

Водночас, актуальним і важливим є розвиток методологічних засад управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки. Особливої значущості набуває питання обґрунтування довгострокової стратегії управління державним боргом, у тому числі зовнішнім, враховуючи процеси економічної циклічності. На сучасному етапі розвитку суспільних відносин необхідним є подальше підвищення рівня прозорості державної політики управління зовнішнім боргом. Збалансоване поєднання інструментів фіскальної консолідації та підвищення ефективності використання фінансових ресурсів спрямоване на зниження боргового навантаження на бюджет. Залучення позикових ресурсів для погашення боргу і фінансування бюджетного дефіциту має ґрунтуватись на ризик-орієнтованому підході та оцінці потенційного попиту інвесторів на боргові інструменти. Зазначене свідчить про актуальність дисертаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об'єкту і предмету дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана як складова науково-дослідної роботи Державної установи «Інституту економіки та прогнозування НАН України»: «Модернізація державних фінансів в умовах посилення європейських інтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0106U009031), автором надані відповідні матеріали та пропозиції щодо розвитку системи управління державним боргом; Національного наукового центру «Інститут аграрної економіки» «Теоретико-методологічні засади фінансово-кредитного забезпечення аграрного сектору економіки» (номер державної реєстрації 0116U000063), автором надано відповідні матеріали та пропозиції щодо удосконалення інституційних засад управління зовнішнім державним боргом; Київського національного торговельно-економічного університету «Фінансова стратегія суспільного розвитку» (номер державної реєстрації 0118U000047), в межах якої автором удосконалено підходи до оцінювання боргової політики держави.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розкриття теоретичних засад та удосконалення методологічних положень системи управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- розкрити основні засади формування і реалізації політики управління зовнішнім державним боргом;
- удосконалити положення щодо інституційного структурування валового зовнішнього боргу країни;
- узагальнити та систематизувати досвід управління зовнішнім державним боргом в країнах з розвинутою і трансформаційною економікою;
- удосконалити методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства;
- розвинути підходи до оцінювання боргової політики держави;
- удосконалити положення щодо стратегічного управління зовнішнім державним боргом;
- розвинути положення щодо інструментів управління зовнішніми державними запозиченнями.

**Об'єктом дослідження** є зовнішній державний борг як складова системи бюджетного регулювання.

**Предметом дослідження** є теоретичні засади та механізми управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки.

**Методи дослідження.** У роботі застосовано сукупність методів і підходів, що дозволило реалізувати концептуальну єдність дослідження. Діалектичний та системний методи використано при розкритті економічної сутності зовнішнього державного боргу. За допомогою порівняльного та факторного методів узагальнено та систематизовано досвід управління

зовнішнім державним боргом в країнах з розвинутою і трансформаційною економікою. Методи синтезу та аналітичної оцінки застосовано в процесі розвитку підходів до оцінювання боргової політики держави. За допомогою структурного підходу, методу експертних оцінок удосконалено методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства. При обґрунтуванні концептуальних засад управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки застосовано методи економічного моделювання і наукового абстрагування.

Інформаційну базу дослідження становлять законодавчі та нормативно-правові акти з питань управління зовнішнім державним боргом, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної служби статистики України, Державної казначейської служби України, Рахункової палати України, міжнародних фінансових організацій, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у наступному:

*вперше:*

– запропоновано основні засади формування і реалізації політики управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки, що ґрунтуються на інтеграції суб'єктів управління, координації складових фінансової політики, сукупності взаємопов'язаних принципів, методів, інструментів бюджетної архітектури та відповідних інституційних обмежень, оцінюванні впливу факторів на динаміку вагових показників зовнішнього боргу, що спрямовано на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності та підтримки стійких темпів економічного зростання, враховуючи циклічність економіки, глобалізаційні тенденції та конвергенцію цілей і соціально-економічних завдань на відповідному етапі суспільного розвитку;

*удосконалено:*

– положення щодо стратегічного управління зовнішнім державним боргом, які передбачають застосування процесно-орієнтованого підходу, з урахуванням ендогенних і екзогенних чинників під час формування зовнішнього боргового портфелю держави й реалізації стратегічних і оперативних планів здійснення відповідних державних запозичень за критерієм їх мінімальної вартості;

– методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства з використанням сукупності критеріїв та експертної оцінки функціональних обмежень діяльності фінансової установи, що посилить обґрунтованість управлінських рішень у сфері формування боргової політики держави;

– положення щодо інституційного структурування валового зовнішнього боргу країни, що передбачають визначення зовнішнього корпоративного боргу в якості сукупного боргу депозитних та інших фінансових корпорацій;

*дістало подальшого розвитку:*

– підходи до оцінювання боргової політики держави за допомогою обґрунтування потреби гармонізації міжнародних стандартів аудиту та індикаторів боргової безпеки, сталого розвитку фінансової сфери й фінансування зовнішнього державного боргу, що сприятиме підвищенню ефективності управління зовнішнім державним боргом;

– узагальнення та систематизація досвіду управління зовнішнім державним боргом в країнах з розвинутою і трансформаційною економікою, що сприятиме удосконаленню інституційного середовища бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку країни;

– положення щодо інструментів управління зовнішніми державними запозиченнями в частині використання кредитно-дефолтних свопів, що надасть змогу індикативно визначати фінансовий стан емітента, оцінювати реальну дохідність боргових цінних паперів й здійснювати хеджування.

**Практичне значення одержаних результатів.** Теоретичні положення та висновки дисертаційної роботи, що розкривають сутність та механізм управління зовнішнім державним боргом, мають практичне значення у процесі удосконалення методологічних та інституційних засад формування боргової політики держави, забезпечення боргової стійкості системи публічних фінансів.

Результати дослідження використані в роботі Комітету Верховної Ради України з питань бюджету в частині підготовки висновків щодо аналізу динаміки та стану зовнішнього державного боргу під час розгляду бюджетних пропозицій та моніторингу виконання Державного бюджету України (довідка від 24.02.2021 р. № 417д9/9-2021/62641). Основні висновки та результати дисертаційної роботи використано Секретаріатом Кабінету Міністрів України при підготовці проєктів нормативно-правових актів з питань формування та реалізації бюджетної політики (довідка від 18.02.2021 р. № 67/40/1-21).

Положення дисертаційної роботи використані у навчальному процесі Київського національного торговельно-економічного університету при викладанні дисциплін «Бюджетна система», «Управління державним боргом», «Бюджетне планування і прогнозування» (довідка від 16.02.2021 р. № 13); Поліського національного університету при викладанні дисциплін «Міжнародні економічні відносини», «Бюджетний менеджмент» (довідка від 17.02.2021 р. № 308/01-17).

**Особистий внесок здобувача** полягає в розкритті сутності формування і реалізації політики управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки. Наукові результати та висновки, які вносяться на захист, одержані автором самостійно.

**Апробація результатів дисертації.** Основні теоретичні та методологічні положення, результати дисертаційного дослідження доповідалися на науково-практичних конференціях: «Світова фінансово-економічна криза: стратегія протидії та мінімізації наслідків» (м. Київ,

2009 р.); «Проблеми та шляхи вдосконалення ринкових відносин в умовах глобалізації економіки» (м. Ужгород, 2009 р.); «Сучасні проблеми економічної безпеки в ринкових умовах» (м. Київ, 2009 р.); «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, 2010 р.); «Економічна безпека України і виклики сьогодення» (м. Київ, 2010 р.); «Розвиток національних економік в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, 2013 р.); «Економіка, фінанси, облік та право в Україні та світі» (м. Полтава, 2021 р.); «Пріоритетні напрями досліджень в науковій та освітній діяльності» (м. Львів, 2021 р.).

**Публікації.** Основні положення та результати дисертації опубліковано у 13 наукових працях, у тому числі 5 статтях у наукових фахових виданнях, загальним обсягом 5,2 друк. арк.

**Обсяг та структура роботи.** Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації становить 224 сторінок, основний зміст роботи викладено на 176 сторінках. Дисертація містить 28 таблиць, 40 рисунків, 7 додатків, список використаних джерел включає 188 найменування.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У вступі дисертаційної роботи розкрито актуальність теми дослідження, сформульовано його мету та завдання, визначено об'єкт та предмет, наукову новизну і практичне значення одержаних результатів дослідження.

У першому розділі «**Теоретико-методичні засади управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки**» розкрито інституційні та методологічні засади управління державним боргом, систематизовано досвід управління зовнішнім державним боргом в країнах з розвинутою і трансформаційною економікою.

Сучасна фінансова наука значну увагу приділяє методологічним та інституційним аспектам забезпечення динамічної збалансованості та стійкості державних фінансів, що потребує розвитку системи управління державним боргом. Джерелом зовнішнього боргу є державний кредит як система відносин щодо надання та отримання позики на умовах строковості, платності й повернення. Сутність зовнішнього державного боргу доцільно розглядати в якості формалізованої системи фінансово-економічних відносин, які виникають між державою в особі уповноважених фінансових інституцій й міжнародними кредиторами з приводу підтверджених валютних позик, їх обслуговування і повернення. Узагальнена типологія зовнішнього державного боргу враховує вид кредитора, тип кредиту, валюту позики, умови кредитування, умови отримання й форму повернення позики, вид боргових зобов'язань та

фінансових інструментів, спосіб погашення боргу, вид відсоткової ставки, характер фінансування, строки й джерела погашення. Державний борг використовується як інструмент системи бюджетного регулювання. Боргова стійкість фінансової системи є вагомим індикатором макроекономічної стабільності та визначає результативність подальших перетворень в економіці та соціальній сфері. Водночас значна залежність фінансової системи від зовнішніх запозичень призводить до уповільнення темпів росту реального валового внутрішнього продукту. Зростання платежів з обслуговування і погашення зовнішнього боргу впливає на сальдо рахунку поточних операцій та фінансового капіталу платіжного балансу, очікування економічних суб'єктів щодо курсу національної грошової одиниці. Удосконалення державної політики у сфері зовнішніх запозичень та підвищення ефективності використання залучених ресурсів є важливими пріоритетами фінансової політики країни на сучасному етапі економічних трансформацій.

Вагома роль належить інституційним засадам формування стратегії управління державним боргом, оскільки їх розвиток є передумовою посилення дієвості бюджетної політики. Управління зовнішнім державним боргом за суб'єктами кредитних відносин є суверенним і кредиторським. Важливим є забезпечення неухильного виконання позичальником своїх зобов'язань перед кредиторами. Управління зовнішнім державним боргом є процесом формування й реалізації центральними органами виконавчої влади боргової політики, спрямованої на ефективне здійснення зовнішніх державних запозичень, раціональне використання залучених коштів і вчасне та у повному обсязі виконання зобов'язань перед міжнародними кредиторами. Функціями управління зовнішнім державним боргом є планування, координація, бюджетно-податкове регулювання, облік і контроль. Передумовами забезпечення результативного управління державним боргом є визначення стратегічних пріоритетів та цілей управління, ідентифікація ризиків та переваг при здійсненні запозичень, формування інституційного середовища.

Система управління зовнішнім державним боргом складається з об'єктів управління боргом, зокрема боргових цінних паперів, кредитних угод і суб'єктів управління, у тому числі позичальників, кредиторів, гарантій; боргової політики, боргового механізму, систем обліку, контролю і державного аудиту. Основними принципами формування і реалізації державної зовнішньоборгової політики є оптимізація структури зовнішнього боргу, цільове використання коштів, підтримка ліквідності боргових цінних паперів, безумовне і своєчасне виконання всіх зобов'язань перед кредиторами, гарантування боргової безпеки держави в коротко- і довгостроковому періоді.

Методичний базис управління зовнішнім державним боргом охоплює методи і механізми управління новими борговими інструментами й поточною державною заборгованістю перед міжнародними кредиторами. Емісія нових зовнішніх боргових зобов'язань здійснюється у формі



облігацій зовнішньої державної позики, урядових гарантій, позик міжнародних фінансових організацій та прямих позик урядів інших країн. У разі неспроможності держави виконувати взяті на себе зобов'язання щодо погашення та обслуговування зовнішнього боргу, основними методами управління є новація, уніфікація, конверсія, консолідація, обмін державних облігацій за регресивним співвідношенням, анулювання боргу, тимчасовий мораторій на виплату відсотків або частини боргу, рефінансування і реструктуризація. У світовій практиці реструктуризація зовнішнього державного боргу може здійснюватися шляхом списання боргу, викупу боргу, обміну боргу на акції державних підприємств, сек'юритизації активів та зміни умов виплати позик. Механізмами реструктуризації є списання боргу, викуп боргу та схеми типу борг–облігації, борг–акції, борг–експорт, зовнішній борг–внутрішній борг, борг–екологія, їх застосування зумовлюється певними обставинами, структурою боргового портфелю, вимогами кредиторів і домовленостями сторін. Рівень зовнішнього державного боргу залежить від коливань валютного курсу. Необхідним є удосконалення структури державного та гарантованого державою боргу в розрізі валюти погашення задля елімінації ризиків девальвації національної грошової одиниці. Встановлення бюджетних правил та інституційних обмежень щодо показників циклічно скоригованого дефіциту бюджету і державного бюджету сприяє підтримці процесів макроекономічної стабілізації.

Стратегічне управління зовнішнім державним боргом має бути процесно-орієнтованим, охоплювати основні стадії від планування потреби зовнішніх державних запозичень з урахуванням ендогенних і екзогенних чинників до адаптивного контролю за реалізацією планових заходів. В процесі управління державним боргом мають реалізовуватись завдання забезпечення відповідних показників боргової безпеки та недопущення різкого коливання котирувань боргових зобов'язань. В країнах з розвинутою економікою при розробці боргової стратегії значну увагу спрямовано на питання зниження вартості обслуговування боргу і досягнення збалансованої композиційної структури державних запозичень. Відзначаючи високий рівень показника співвідношення державного боргу у валовому внутрішньому продукті в Японії – 266,2%, США – 130,6%, Великобританії – 107,3%, країнах Євросони – 101,2%, доміантна частка державного боргу належить внутрішньому боргу. Натомість у країнах з трансформаційною економікою середнє значення наведеного показника у Європі складає 39,4%, Азії – 64,2%, Латинській Америці – 83,2%. Водночас частка зовнішнього боргу у загальній структурі є значимою, часто перевищує дві третини загального обсягу заборгованості. Емпіричний досвід свідчить, що процес зменшення державної заборгованості, послаблення боргового навантаження на бюджет є доволі тривалим, що потребує послідовних і обґрунтованих заходів боргової політики. Зазначене актуалізує потребу

удосконалення інституційних механізмів управління зовнішнім державним боргом для країн з трансформаційною економікою.

**Другий розділ «Стан управління зовнішнім державним боргом України»** присвячений визначенню особливостей реалізації вітчизняної політики управління зовнішнім державним боргом, розвитку підходів до оцінювання боргової політики держави, розкриттю положень щодо інституційного структурування валового зовнішнього боргу країни.

Вдосконалення вітчизняного механізму управління зовнішнім державним боргом відбувалось послідовно, з різною інтенсивністю у відповідності до розроблених програмних документів і стратегічних орієнтирів. Збалансованість бюджетної системи, показники економічного зростання, монетарна політика, доступ до міжнародних ринків боргового капіталу і співпраця з основними глобальними фінансовими організаціями значним чином впливали на рівень зовнішнього державного боргу. Загалом, протягом останніх двадцяти років обсяг вітчизняного зовнішнього державного боргу у номінальному вираженні збільшився у понад п'ять раз переважно за рахунок здійснення зовнішніх державних запозичень. Середнє значення частки питомої ваги валового зовнішнього боргу у 2010–2019 роках становить 93,30%, в тому числі зовнішнього державного боргу – 34,86% (табл. 1).

Таблиця 1

**Показники зовнішнього боргу України за період 2010–2019 років, % ВВП**

	Дефіцит державного бюджету	Валовий зовнішній борг	Зовнішній державний борг, у тому числі:		Погашення зовнішнього державного боргу	Обслуговування зовнішнього державного боргу
			прямий	гарантов.		
2010	5,73	86,02	16,84	8,79	0,65	0,43
2011	1,75	77,37	15,06	7,97	0,98	0,57
2012	3,66	76,84	14,87	7,12	2,09	0,49
2013	4,25	77,51	15,24	5,29	2,59	0,68
2014	4,92	95,06	30,63	7,94	3,32	0,99
2015	2,27	129,85	41,55	10,88	16,36	1,34
2016	2,95	120,64	41,09	10,90	0,38	1,39
2017	1,60	102,94	36,20	9,88	2,23	1,29
2018	1,66	87,68	30,87	8,36	1,90	1,16
2019	2,04	79,16	23,42	5,72	2,11	1,16

Значні витрати з обслуговування та погашення державного боргу ускладнюють процес рефінансування державного боргу в майбутніх періодах. Різке зростання показника погашення зовнішнього державного боргу в 2015 році обумовлено тим, що 92,2% обсягу цих витрат відображені як операція з реструктуризації та часткового списання державного боргу. Даний захід сприяв зниженню боргового навантаження у період рецесії на

спеціальних умовах. В останні роки показники боргового навантаження поступово знижуються, що є результатом комплексної та цілеспрямованої фінансової політики країни. Міністерство фінансів та Національний банк синхронізовано використовують наявні в їх розпорядженні інструменти задля підвищення дієвості регулювання у сфері державного боргу. Зокрема створено раду фінансової стабільності, відбулось запровадження режиму інфляційного таргетування і плаваючого валютного курсу, що елімінувало можливості різких коливань національної валюти; удосконалено інституційне середовище управління публічними фінансами та забезпечено формування бюджету з первинним профіцитом, модернізовано систему управління ризиками зовнішніх державних запозичень.

В структурі зовнішнього державного боргу у 2013–2019 роках понад 55 % займали довгострокові боргові зобов'язання. Водночас мала місце тенденція до зниження частки кредитів міжнародних фінансових організацій в загальній структурі боргу. Здійснено аналіз показників боргової безпеки у сфері зовнішнього державного боргу, що засвідчило доцільність подальшого оптимізації його вагових показників, зокрема співвідношень до обсягу експорту і міжнародних резервів країни.

Основними джерелами фінансування сукупного зовнішнього державного боргу є позики міжнародних фінансових організацій та єврооблігації. За останнє десятиліття структура зовнішнього державного боргу зазнала змін внаслідок трансформації пріоритетів соціально-економічного розвитку країни (табл. 2).

Таблиця 2

**Структура державного та гарантованого державою зовнішнього боргу України за джерелами фінансування, %**

Джерело фінансування боргу	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Позики, одержані від міжнародних фінансових організацій	52,3	48,7	39,0	26,0	34,2	45,9	45,4	46,3	43,5	41,7
Позики, одержані від органів управління іноземних держав	4,6	4,1	3,6	3,1	3,3	3,6	4,0	3,8	3,5	3,3
Позики, одержані від іноземних комерційних банків та інших іноземних фінансових установ	10,7	10,9	9,5	10,3	8,4	6,5	5,0	4,3	4,8	5,8
Випущені цінні папери на зовнішньому ринку	26,6	30,9	42,7	55,2	49,2	39,8	41,8	41,8	44,5	45,5
Інша заборгованість	5,8	5,4	5,2	5,4	4,9	4,2	3,8	3,8	3,7	3,7

В умовах трансформації економіки, поглиблення міжнародних інтеграційних процесів та глобалізаційних викликів, формування політики

управління зовнішнім державним боргом здійснюється під впливом макроекономічних детермінант. Вплив екзогенних чинників є визначальним, оскільки саме від них залежить рішення міжнародних кредиторів і, як наслідок, ефективність та ризиковість здійснення зовнішніх державних запозичень. Протягом 2015–2019 років інституційне середовище погіршилося разом із конкурентними позиціями держави у світі. З метою покращення рівня результативності здійснення зовнішніх запозичень важливим є утримання макроекономічної стабільності, подальший розвиток механізму захисту прав інвесторів, забезпечення стійкості банківської системи, дотримання стандартів аудиту та звітності, покращення узгодженості монетарної й бюджетно-податкової політики.

Вагомим інституційним елементом зовнішнього боргу є корпоративний борг, який відображає економічні відносини, які виникають між учасниками процесу зовнішніх запозичень країни з приводу залучення, використання, обслуговування і погашення позик, залучених у процесі фінансування потреб фінансових і нефінансових корпорацій. Динаміка зовнішнього корпоративного боргу має ідентичні тренди і причинно-наслідкові зв'язки, що й зовнішній державний борг. Зазначене пояснюється нагромадженням боргів нефінансових і депозитних корпорацій під час рецесії і макрофінансових дисбалансів, змінами кредитних рейтингів, ефективної доходності й спредів відповідних єврооблігацій. Водночас надмірні зовнішні запозичення корпоративного сектора можуть спричинити банкрутства й сприяти відпливу іноземних інвестицій, зниженню активності в економіці й рівня суспільного добробуту.

У третьому розділі «Стратегічні напрями розвитку системи управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки» запропоновано основні засади управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки, удосконалено методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства розвинуто положення щодо інструментів управління зовнішніми державними запозиченнями в частині використання суверенних кредитно-дефолтних свопів.

Стратегування у сфері державної політики у сфері зовнішнього державного боргу об'єднує стратегічне прогнозування і планування, управління, а також контролінг ухвалених рішень. Розроблена процесна модель стратегування охоплює етапи, за якими послідовно здійснюється концептуалізація боргової політики. Зокрема, розробка концепції управління зовнішнім державним боргом з обґрунтуванням місії та візії управлінських заходів; макроекономічне прогнозування; сценарне моделювання; стратегізація, що надає змогу детермінувати мету, цілі, ризики, методи й індикатори управління зовнішнім державним боргом; планування, що формує комплексну програму управління зовнішнім державним боргом з деталізацією завдань, факторів та результативних показників; виконання планів; стратегічний контролінг і державний аудит реалізації стратегії управління зовнішнім державним боргом, який

здійснюється з урахуванням міжнародних стандартів. Стратегування є важливою складовою наведеного управлінського механізму, забезпечуючи динамізм і зворотній зв'язок між усіма етапами.

Грунтуючись на сутнісних і процесних підходах до стратегування, удосконалено модель зовнішньо-боргової державної політики, яка має здійснюватися на принципах ефективності, оптимальності, мінімізації ризиків зовнішніх державних запозичень, стабільності, публічності, інтегрованості й підзвітності. Формування даної політики має враховувати сукупність обмежень бюджетних показників, підтримання на безпечному рівні державного боргу, підвищення наукової обґрунтованості прогнозування обсягів залучень і погашення зовнішнього державного боргу. Доцільним є посилення щільності взаємозв'язку між інструментами прогнозування соціально-економічного розвитку країни та боргової політики. Досягнення цільових орієнтирів державної політики у сфері управління зовнішнім державним боргом передбачає використання симетричного підходу протягом економічного циклу. З метою підвищення ефективності стратегічного управління обґрунтовано необхідність гармонізації й впровадження професійних стандартів міжнародної організації вищих органів аудиту в частині індикаторів державного боргу, що охоплює показники боргової безпеки держави, сталого розвитку фінансової сфери, фінансування державного боргу і процедур державного аудиту стратегій управління державним боргом. В умовах граничності вітчизняного фінансового ринку показникам, що стосуються зовнішніх державних і корпоративних запозичень приділена значна увага. Оцінювання ефективності стратегування мають здійснювати Рахункова палата України і Державна аудиторська служба України, визначаючи результативність реалізації стратегії управління зовнішнім державним боргом у коротко- й довгостроковому періоді, базуючись на відповідній системі індикаторів державного боргу.

У світовій практиці модель інституційної структури управління державним боргом відрізняються залежно від тих цілей, які ставить перед собою держава, рівня її економічного розвитку. Основними інституціями публічного управління зовнішнім державним боргом є міністерство фінансів, державне казначейство, центральний банк і боргове агентство. Боргові агентства можуть організовуватися або як самостійні інституційні одиниці, або як підрозділи державних органів. Запропоновано модель інституціональної агентської системи управління державним боргом, в основу якої покладено пріоритет забезпечення належного рівня спроможності боргового агентства під час ухвалення рішень з управління державним боргом. Обґрунтовано методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства з використанням сукупності критеріїв та експертної оцінки функціональних обмежень діяльності фінансової установи, що посилить обґрунтованість управлінських рішень у сфері формування боргової політики держави.

Індикатори інституційної спроможності агентства формують групи за вектором впливу: чинники і обмеження щодо ухвалення рішень. Перша група індикаторів показує міру делегування функцій управління державним боргом від центрального органу виконавчої влади до агентства з управління державним боргом, спроможність агентства ефективно використовувати потенціал у сфері управління державним боргом. Друга група індикаторів формалізує параметри ефективності реалізації делегованих агентству повноважень без надмірного контролю з боку інших державних інституцій. В процесі оцінювання інституційної спроможності боргового агентства застосовано систему з сукупності показників, які розподілені між групами індикаторів інституційної спроможності, мають статистичну значимість. Залежно від величини індексу інституційної спроможності боргового агентства детерміновано її основні рівні. Розвиток методологічних підходів до управління державним боргом має забезпечити відповідність боргової політики вимогам стратегічних завдань економічного і соціального розвитку країни. Доцільним є підвищення дієвості механізму управління бюджетним дефіцитом та державним боргом у системі макроекономічного регулювання, що передбачає розвиток інструментарію діагностики боргової стійкості країни, забезпечення сприятливих умов для інвесторів у боргові інструменти, удосконалення системи моніторингу зовнішніх запозичень корпоративного сектору.

Концептуалізовано механізм функціонування кредитно-дефолтного свопу у системі управління ризиками зовнішніх державних запозичень. Основними вадами кредитно-дефолтних свопів є нормативна нерегульованість відносин синтетичної сек'юритизації боргових активів. При цьому ринкова вартість кредитно-дефолтних свопів формується переважно на підставі кредитного рейтингу, строку погашення боргових цінних паперів, ліквідності й ефективної дохідності облігацій зовнішньої державної позики, попиту й пропозиції на державні боргові цінні папери і відповідні їм дефолтні свопи. Виявлена пряма залежність між спредом дефолтного свопу й основними чинниками формування міжнародної інвестиційної позиції країни. Доцільною є зміна відповідного інституційного середовища в частині визначення сутності кредитно-дефолтного свопу, складу і відносин сторін, особливостей обліку.

Реалізація стратегій управління зовнішнім державним боргом має ґрунтуватися на всебічному аналізі ризиків державних запозичень. Управління ризиками, пов'язаними із зовнішнім державним боргом, необхідно розглядати як систему, де об'єктом управління є ризики, суб'єктом – відповідні органи центральної виконавчої влади, що здійснюють функції управління на основі принципів боргового ризик-менеджменту. За умов трансформації економіки найбільш ефективними методами управління ризиками є використання кредитно-дефолтних свопів у короткостроковій перспективі і орієнтація на комплексне управління кредитними рейтингами – у довгостроковому періоді.

## ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження теоретико-методологічних засад формування та реалізації системи управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки зроблені наступні висновки:

1. Управління зовнішнім державним боргом є ваговою складовою державної фінансової політики, що здійснює суттєвий вплив на стійкість фінансової системи і формує передумови для подальшого зростання економіки. Перевищення нормативних значень вагових показників державного боргу послаблює інституційні передумови для поступального соціально-економічного розвитку країни. Доцільним є розробка і імплементація послідовної та збалансованої зовнішньої боргової політики. Реалізація системного підходу у сфері залучення, розподілу, використання та повернення зовнішніх позикових фінансових ресурсів надасть змогу підвищити кредитний рейтинг держави. Постає необхідність розвитку методологічних засад механізму надання державних гарантій. Важливим є підвищення адаптивності інструментарію управління боргом, враховуючи емпіричний досвід та економічну циклічність.

2. Покращення результативності управлінських заходів у сфері боргової політики та її взаємозв'язків з іншими інструментами економічного регулювання в умовах трансформації економіки обумовлює доцільність удосконалення бюджетної архітектури, враховуючи динамізм розвитку інституційного середовища публічних фінансів. Актуальним напрямом розвитку боргової політики є посилення її взаємозв'язків з іншими складовими фінансово регулювання економічного розвитку. Доцільним є використання сукупності стохастичних та детермінованих методів прогнозування та проведення постійного моніторингу боргової стійкості публічних фінансів.

3. Стратегія управління зовнішнім державним боргом є процесно-орієнтованою й значною мірою обумовлюється екзогенними чинниками. Модель стратегічного управління зовнішнім державним боргом передбачає визначення індикативного показника дефіциту державного бюджету, формування боргового портфелю держави з урахуванням ризиків та стратегічних напрямів управління поточною заборгованістю, сценарне моделювання з урахуванням попиту серед інституційних інвесторів на боргові цінні папери, реалізацію стратегії та здійснення державного фінансового контролю і аудиту за її результатами. Стимулююча бюджетна політика за сучасних умов потребує достатнього обсягу джерел фінансування, включаючи зовнішні позики.

4. Економічна глобалізація посилює необхідність поглиблення міжнародної співпраці у сфері визначення основних детермінант і принципів політики управління зовнішнім державним боргом, підходів до його реструктуризації, встановлення фіскальних правил. Узагальнення зарубіжного досвіду та визначення потенційних можливостей його

використання у вітчизняних умовах надасть змогу забезпечити якісні зміни механізму фінансового регулювання суспільного розвитку. Відповідні методи управління зовнішнім державним боргом мають певні переваги, передумови і особливості використання, які обумовлюються видом боргових інструментів, цілями боргової політики держави, рівнем боргової безпеки, вимогами міжнародних інституційних кредиторів та інвесторів, позиціонуванням країни на борговій кривій Лаффера.

5. В умовах трансформації економіки визначальний вплив на формування політики управління зовнішнім державним боргом чинять макроекономічні детермінанти. Інтегральними оцінками екзогенних чинників є індекси ефективної доходності портфелю облігацій зовнішньої державної позики, спреди кредитно-дефолтних свопів, кредитні рейтинги, які визначаються міжнародними рейтинговими агентствами на підставі експертної оцінки інституційного й економічного розвитку країни, функціональна адаптивність та результативності державної фінансової політики. Важливого значення набувають питання оцінювання впливу ендогенних факторів на динаміку зовнішнього державного боргу. Доцільним є підтримка за рахунок використання інструментарію бюджетного регулювання стійких темпів економічного розвитку, виконання збалансованого бюджету, зниження волатильності основних бюджетних показників, ефективність управління державним боргом, підвищення якості функціонування фінансових інституцій.

6. Структурні перетворення в системі управління зовнішнім державним боргом обумовлюють потребу використання функціонально-адаптивного підходу до розробки боргової політики країни. Систематизовано основні тенденції динаміки і структури зовнішнього державного боргу: 1991–1996 роки – відбувалось становлення системи управління боргом, що супроводжувалось початком емісії боргових цінних паперів і надання державних гарантій; у 1997–1999 роках для стабілізації економіки та фінансування дефіциту бюджету активно здійснювалися зовнішні запозичення, що відобразилось на суттєвому зростанні рівня боргу; у 2000–2007 роках проходив етап інституційного вдосконалення механізмів управління державним боргом, що супроводжувався поетапним зменшенням боргового навантаження. В період глобальної рецесії та подальшого економічного відновлення (2008–2010 роки) відбувалось зростання вагових показників зовнішнього державного боргу; певна стабілізація рівня зовнішнього державного боргу у 2011–2013 роках змінилася подальшим етапом суспільно-політичних трансформацій 2014–2015 років, що характеризувався девальвацією та макроекономічним дисбалансом. Водночас з 2016 року внаслідок формування бюджету з первинним профіцитом, удосконалення інституційного середовища бюджетної політики, проведення боргової реструктуризації та підвищення рівня координації фіскальної і монетарної політики співвідношення зовнішнього державного боргу до валового внутрішнього продукту



зменшувалось, що позначилось на зниженні боргового навантаження на державний бюджет.

7. Важливим структурним елементом валового зовнішнього боргу є корпоративний борг, що являє зовнішню заборгованість фінансових і нефінансових корпорацій, борги суб'єктів економічної діяльності. Середнє значення частки зовнішнього корпоративного боргу у загальній структурі вітчизняного валового зовнішнього боргу протягом 2003–2019 років становить 69,61 %. З 2014 року даний показник має тенденцію до зниження через послаблення попиту інституційних інвесторів на боргові цінні папери вітчизняних депозитних корпорацій і підприємств реального сектору економіки, зменшення обсягів наданих державних гарантій. За терміном до погашення зовнішній корпоративний борг є переважно довгостроковим питома вага якого складає – 73,1 %. Важливим є підвищення дієвості механізму моніторингу зовнішнього корпоративного боргу перед інституційними інвесторами.

8. Модель стратегування у сфері зовнішньої боргової політики країни передбачає її концептуалізацію, макроекономічне прогнозування й сценарне моделювання, стратегізацію, планування здійснення зовнішніх державних запозичень та управління простроченою кредиторською заборгованістю, реалізацію індикативних завдань і контроль у даній сфері. З метою підвищення ефективності управлінських заходів у сфері зовнішнього державного боргу обґрунтовано необхідність гармонізації міжнародних стандартів аудиту, зокрема в частині статичних і динамічних індикаторів державного боргу, оцінки фінансової безпеки держави та якості відповідних стратегій, аудиту ефективності державного боргу й впливу фінансового регулювання на економіку.

9. Формування бюджетної політики країни має здійснюватися на основі сукупності фіскальних обмежень вагових показників бюджетних видатків, державного боргу, дефіциту бюджету в валовому внутрішньому продукті. Основні засади боргового механізму мають враховувати динамічні зміни стійкості та збалансованості фінансової системи. Розробка варіативних сценаріїв і програм управління зовнішнім державним боргом надає можливість підвищити наукову обґрунтованість відповідних рішень, здійснити оцінювання їх наслідків у майбутньому. Ґрунтуючись на теорії інституціоналізації управління зовнішнім державним боргом за агентською моделлю, запропоновано підхід до оцінювання діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства.

10. В системі ризик-менеджменту, пов'язаного із зовнішнім державним боргом, в умовах трансформації економіки найбільш ефективними методами є використання кредитно-дефолтних свопів й управління кредитними рейтингами. Застосування кредитно-дефолтних свопів має особливості залежно від об'єкта хеджування. З метою підвищення ефективності стратегічного управління необхідним є

гармонізація й впровадження професійних стандартів міжнародної організації вищих органів аудиту в частині індикаторів державного боргу, показників боргової безпеки держави. Розвиток методологічних підходів до управління державним боргом має забезпечити відповідність боргової політики вимогам стратегічних завдань економічного і соціального розвитку країни. Доцільним є підвищення дієвості механізму управління бюджетним дефіцитом та державним боргом у системі макроекономічного регулювання.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

### ***у наукових фахових виданнях:***

1. Лупенко А.Ю. Зовнішній корпоративний борг України у борговій політиці держави. *Продуктивні сили і регіональна економіка*. К. РВПС України НАН України, 2010. Ч.1. С. 236–247. (0,8 друк. арк.)
2. Лупенко А.Ю. Боргова політика держави в умовах кризи. *Світ фінансів*. 2010. № 2. С. 76–85. (0,7 друк. арк.)
3. Лупенко А.Ю. Інституціоналізація управління зовнішнім державним боргом. *Вісник Хмельницького національного університету: Економічні науки*. 2018. № 6. Т.3. С. 60–68. (0,8 друк. арк.)
4. Лупенко А.Ю. Стратегування у сфері зовнішньоборгової державної політики. *Вісник Хмельницького національного університету: Економічні науки*. 2019. № 6. Т.2. С. 171–178. (0,8 друк. арк.)
5. Лупенко А.Ю. Кредитно-дефолтні свопи у системі управління зовнішнім державним боргом. *Проблеми економіки*. 2020. № 4. С. 326–333. (0,6 друк. арк.)

### ***в інших виданнях:***

6. Лупенко А.Ю. Використання облігацій державної внутрішньої позики в умовах кризи. *Світова фінансово-економічна криза: стратегія протидії та мінімізації наслідків (економіка, фінанси та право): матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 29 травня 2009 р.)*. Київ : УДУФМТ, 2009. С. 276–278. (0,2 друк. арк.)
7. Лупенко А.Ю. Оцінка параметрів зовнішнього боргу України в сучасних умовах. *Сучасні проблеми економічної безпеки в ринкових умовах: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15–16 жовтня 2009 р.)*. Київ : НАУ, 2009. С. 54–55. (0,1 друк. арк.)
8. Лупенко А.Ю. Тенденції валового зовнішнього боргу України. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. мол. вчених (м. Тернопіль, 25–26 лютого 2010 р.)*. Тернопіль : ТНЕУ, 2010. Ч.2. С. 133–134. (0,1. друк. арк.)

9. Лупенко А. Ю. Регулювання зовнішнього корпоративного боргу в сучасних умовах. *Економічна безпека України і виклики сьогодення*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 28 травня 2010 р.). Київ : УДУФМТ, 2010. Ч.1. С. 231–233. (0,2 друк. арк.)

10. Лупенко А. Ю. Запобігання борговим ризикам державного сектору економіки в сучасних умовах. *Розвиток національних економік в умовах глобальної нестабільності*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 15–16 лютого 2013 р.). Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2013. С. 242–243. (0,1 друк. арк.)

11. Лупенко А. Ю. Процесний підхід до стратегічного управління зовнішнім державним боргом. *Економіка, фінанси, облік та право в Україні та світі*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 10 лютого 2021 р.). Полтава : ЦФЕНД, 2021. С. 8–10. (0,2 друк. арк.)

12. Лупенко А. Ю. Інституційні засади формування політики управління зовнішнім державним боргом. *Пріоритетні напрями досліджень в науковій та освітній діяльності*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 20–21 лютого 2021 р.). Львів : ЛНФ, 2021. Ч.1. С. 13–16. (0,2 друк. арк.)

13. Lupenko A. Yu. Risk Management of External Public Debt. *German International Journal of Modern Science*. 2021. No. 4. Vol. 2. pp. 20–24. (0,4 друк. арк.)

## АНОТАЦІЯ

**Лупенко А. Ю. Управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2021.

Запропоновано основні засади формування і реалізації політики управління зовнішнім державним боргом в умовах трансформації економіки, що ґрунтуються на інтеграції суб'єктів управління, координації складових фінансової політики, сукупності взаємопов'язаних принципів, методів, інструментів бюджетної архітектоники та відповідних інституційних обмежень, оцінюванні впливу факторів на динаміку вагових показників зовнішнього боргу. Розвинуто підходи до оцінювання боргової політики держави за допомогою обґрунтування потреби гармонізації міжнародних стандартів аудиту та індикаторів боргової безпеки, сталого розвитку фінансової сфери й фінансування зовнішнього державного боргу, що сприятиме підвищенню ефективності управління зовнішнім державним боргом. Систематизовано досвід управління зовнішнім державним боргом в країнах з розвинутою і трансформаційною економікою, що сприятиме удосконаленню інституційного середовища бюджетного регулювання

соціально-економічного розвитку країни. Розвинуто положення щодо інструментів управління зовнішніми державними запозиченнями в частині використання кредитно-дефолтних своїв, що надасть змогу індикативно визначати фінансовий стан емітента, оцінювати реальну дохідність боргових цінних паперів й здійснювати хеджування.

Удосконалено методологічний підхід до діагностики і моніторингу стану інституційної спроможності боргового агентства з використанням сукупності критеріїв та експертної оцінки функціональних обмежень діяльності фінансової установи; положення до стратегічного управління зовнішнім державним боргом, які передбачають застосування процесно-орієнтованого підходу, з урахуванням ендогенних і екзогенних чинників під час формування зовнішнього боргового портфелю держави й реалізації стратегічних і оперативних планів здійснення відповідних державних запозичень за критерієм їх мінімальної вартості; положення щодо інституційного структурування валового зовнішнього боргу країни.

**Ключові слова:** зовнішній державний борг, управління зовнішнім державним боргом, державні фінанси, боргова політика, боргове агентство, кредитно-дефолтний своп, кредитний рейтинг, облігації зовнішньої державної позики.

## ANNOTATION

### **Lupenko A. Yu. Management of External Public Debt in the Conditions of Economic Transformation. – Manuscript.**

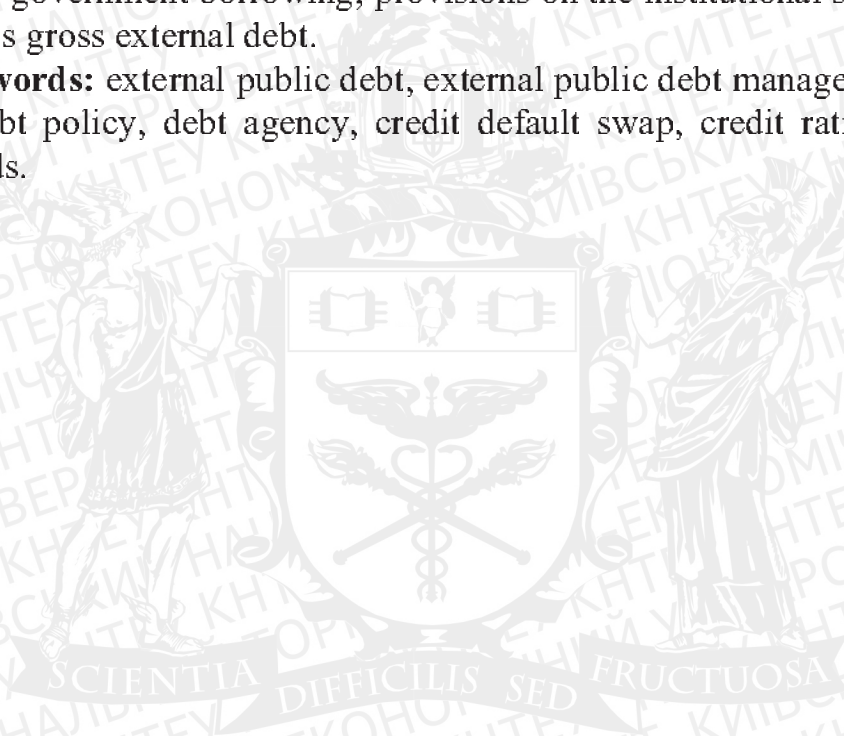
The Thesis for a Degree of Candidate of Economic Sciences in the Specialty 08.00.08 – Money, Finances and Credit. – Kyiv National University of Trade and Economics of Ministry of Education and Science of Ukraine. – Kyiv, 2021.

The basic principles of formation and implementation of external public debt management policy in the conditions of economic transformation based on integration of management subjects, coordination of financial policy components, set of interconnected principles, methods, tools of budget architecture and relevant institutional constraints, assessment of factors on dynamics of weight indicators of external debt. Approaches to assessing the state's debt policy have been developed by substantiating the need to harmonize international auditing standards and debt security indicators, sustainable development of the financial sector and external public debt financing, which will help improve the efficiency of external public debt management. The experience of external public debt management in countries with developed and transformational economies is systematized, which will contribute to the improvement of the institutional environment of budget regulation of socio-economic development of the country. Provisions have been developed for external government borrowing management tools in terms of the use of credit

default swaps, which will allow indicatively determining the financial condition of the issuer, assessing the real yield of debt securities and hedging.

The methodological approach to the diagnosis and monitoring of the state of the institutional capacity of the debt agency has been improved using a set of criteria and expert assessment of the functional limitations of the financial institution; provisions for strategic management of external public debt, which provide for the application of a process-oriented approach, taking into account endogenous and exogenous factors in the formation of the external debt portfolio of the state and the implementation of strategic and operational plans for relevant government borrowing; provisions on the institutional structuring of the country's gross external debt.

**Keywords:** external public debt, external public debt management, public finance, debt policy, debt agency, credit default swap, credit rating, external public bonds.





**ЛУПЕНКО АНДРІЙ ЮРІЙОВИЧ**

**УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ  
В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ**

Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 0,9. Тираж 100 пр. Зам. 98.

Видавець і виготовлювач

Київський національний торговельно-економічний університет  
вул. Кіото, 19, м. Київ, Україна, 02156