МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ АВІАЦІЙНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ФАКУЛЬТЕТ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН
КАФЕДРА МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН І БІЗНЕСУ

ДОПУСТИТИ ДО ЗАХИСТУ
Завідувач випускової кафедри
_____ Л. М. Побоченко
«_____» _____2022р.

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

(ПОЯСНЮВАЛЬНА ЗАПИСКА)

ВИПУСКНИКА ОСВІТНЬОГО СТУПЕНЯ МАГІСТРА
ЗА СПЕЦІАЛЬНІСТЮ 292 «МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ»
ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНОЮ ПРОГРАМОЮ
«МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ»

Тема: «Сучасні механізми реструктуризації зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються»

Виконавець: Білоус Марія Олександрівна,
група МЕВ-203М _____
(підпис виконавця)

Керівник: д.е.н., професор, професор
кафедри міжнародних економічних
відносин і бізнесу ФМВ НАУ
Плотніков Олексій Віталійович _____
(підпис керівника)

Нормоконтролер: Прокоп’єва Аліна Анатоліївна _____
(підпис нормоконтролера)

Київ – 2022

НАЦІОНАЛЬНИЙ АВІАЦІЙНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
Факультет міжнародних відносин
Кафедра міжнародних економічних відносин і бізнесу
спеціальність 292 «Міжнародні економічні відносини»
освітньо-професійна програма «Міжнародні економічні відносини»

ЗАТВЕРДЖУЮ
Завідувач кафедри
_____ Побоченко Л.М.
«__» _____ 2022 р.

ЗАВДАННЯ
на виконання кваліфікаційної роботи
Білоус Марії Олександрівни

1. Тема роботи «Сучасні механізми реструктуризації зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються» затверджена наказом ректора від «27» вересня 2022 р. № 1624/ст.

2. Термін виконання роботи: з 19 вересня 2022 року по 30 листопада 2022 року.

3. Вихідні дані до роботи: законодавчі та підзаконні нормативно-правові акти щодо використання іноземних кредитів, структуру та управління зовнішнім боргом в Україні, статистичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної фіскальної служби України, Державної служби статистики України, щорічні звіти міжнародних організацій: Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародного валютного фонду (МВФ), Світового банку (СБ).

4. Зміст пояснювальної записки: зовнішній борг як категорія системи міжнародних економічних відносин, аналіз досвіду використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу країнами світу, шляхи оптимізації механізмів реструктуризації зовнішнього боргу України.

5. Перелік обов’язкового ілюстративного матеріалу: у роботі розміщено 5 таблиць та 11 рисунків.

6. Презентація основних результатів кваліфікаційної роботи в електронному вигляді. Розроблена презентація в Microsoft Office PowerPoint, складає 25 слайдів.

7. Календарний план-графік

№ пор.	Завдання	Термін виконання	Відмітка про виконання
1.	Вивчити літературні джерела з предмету дослідження та написати заяву про затвердження теми кваліфікаційної роботи	22.08.2022	Виконано
2.	Затвердити план дослідження та отримати завдання до виконання кваліфікаційної роботи	29.08.2022	Виконано
3.	Розкрити теоретичні основи зовнішнього боргу як категорії системи міжнародних економічних відносин	19.09.2022-02.10.2022	Виконано
4.	Проаналізувати досвід використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу країнами світу	03.10.2022-16.10.2022	Виконано
5.	Визначити та обґрунтувати шляхи оптимізації механізмів реструктуризації зовнішнього боргу України	17.10.2022-26.10.2022	Виконано
6.	Написатиреферат, вступ, висновки та оформитисписок використаних джерел і додатки	27.10.2022-31.10.2022	Виконано
7.	Передатикваліфікаційну роботу для перевірки на плагіат	01.11.2022	Виконано
8.	Оформитикваліфікаційну роботу	02.11.2022-11.11.2022	Виконано
9.	Передатикваліфікаційну роботу рецензенту для рецензування (за 10 днів до захисту)	12.11.2022	Виконано
10.	Попередній захист кваліфікаційної роботи	14.11.2022	Виконано
11.	Передатикваліфікаційну роботу науковому керівникові для написання відгуку (за 7 днів до захисту)	15.11.2022	Виконано

8. Дата видачі завдання: «29» серпня 2022 р.

Керівник кваліфікаційної роботи _____ Плотніков О.В.
(підпис керівника) (П.І.Б)

Завдання прийняв до виконання _____ Білоус М.О.
(підпис випускника) (П.І.Б)

РЕФЕРАТ

Пояснювальна записка до кваліфікаційної роботи «Сучасні механізми реструктуризації зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються»: 105 сторінок, 11 рисунків, 5 таблиць, 72 літературних джерела.

Перелік ключових слів (словосполучень): ЗОВНІШНІЙ БОРГ, ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ, РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ, УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ, КРЕДИТНА ЗАБОРГОВАНІСТЬ, ПОЗИЧАЛЬНИК, КРЕДИТОР, КРАЇНИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ.

Об'єкт дослідження: процес формування зовнішнього боргу та специфіка реструктуризації як механізму управління зовнішнім боргом.

Предмет дослідження: особливості та оцінка ефективності сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються.

Мета кваліфікаційної роботи: дослідження сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу в країнах світу.

Методи дослідження: загальні методи (аналіз, синтез, індукція, дедукція, класифікація), теоретичні методи (системний аналіз), економіко-статистичні, графічні та інші.

Отримані результати та їх новизна: в процесі дослідження було визначено проблеми управлінням зовнішнього боргу на фоні глибокої економічної кризи в Україні та запропоновано використання у майбутньому сучасних механізмів реструктуризації, які були використані іншими країнами світу.

Значущість виконаної роботи та висновки: подальше дослідження методів реструктуризації для ефективного управління вітчизняним зовнішнім боргом.

Рекомендації щодо використання результатів: матеріали кваліфікаційної роботи рекомендується використовувати для майбутніх досліджень механізмів реструктуризації зовнішнього боргу України.

ЗМІСТ

ВСТУП…….. 6
РОЗДІЛ 1. ЗОВНІШНІЙ БОРГ ЯК КАТЕГОРІЯ СИСТЕМИ МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН…… 10
1.1. Зовнішній борг як фактор стабілізації та зростання національної економіки……. 10
1.2. Суб'єкти боргових відносин і структура зовнішнього боргу…….. 18
1.3. Методи і інструменти управління зовнішнім боргом……... 24
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ДОСВІДУ ВИКОРИСТАННЯ СУЧАСНИХ МЕХАНІЗМІВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ КРАЇНАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ…… 33
2.1. Боргова політика країн, що розвиваються та оцінка її ефективності….. 33
2.2. Аналіз механізмів і причин реструктуризації зовнішнього боргу…….. 41
2.3. Оцінка результативності політики реструктуризації зовнішнього боргу країнами, що розвиваються…….. 47
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ МЕХАНІЗМІВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ…… 61
3.1. Чинники та суб'єкти формування і механізми управління сукупною зовнішньою заборгованістю України…… 61
3.2. Використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу, як складової управління вітчизняним зовнішнім боргом…… 67
3.3. Можливості адаптації зарубіжного досвіду управління зовнішнім боргом до умов України…….. 80
ВИСНОВКИ……. 94
СПИСОК БІБЛІОГРАФІЧНИХ ПОСИЛАНЬ ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 97

ВСТУП

Актуальність теми. У разі фінансової глобалізації обсяг зовнішнього боргу багатьох країн світу стрімко збільшувався, що з неефективної реалізацією боргової політики, що з формуванням, управлінням і погашенням національного зовнішнього боргу. Неоднозначність впливу державного боргу на макроекономічні умови країни визначає складність процесу управління боргом, що передбачає проведення виваженої державної політики у сфері запозичення, включаючи прогнозування розвитку, планування та реалізацію короткострокового та довгострокового боргу. політики, включаючи запозичення. Прийняття рішень за умовами, визначення суми та структури державних запозичень, пошук кредиторів, підготовка до подальших операцій державних запозичень на світових ринках капіталу, підтримання кредитного рейтингу країни на прийнятному рівні, погашення боргів перед кредиторами, моніторинг кредиту ринки та підготовка статистичного звіту.

Особливу роль системі інструментів управління державним зовнішнім боргом грає бізнес із реструктуризації боргових активів, що може лише знизити вартість погашення державного зовнішнього боргу, а й зменшити загальний масштаб зовнішнього боргу. Адже реструктуризація зовнішнього боргу дає країнам можливість знизити боргове навантаження на свою економіку та відновити довіру інвесторів, що загалом сприятиме стабілізації національних фінансових систем та створенню нових умов. майбутні кредити.

Основною метою політики управління зовнішнім боргом у сучасних умовах є не задоволення фіскальних потреб уряду в грошах за будь-яку ціну, а державне запозичення та підтримання фінансової безпеки країни з урахуванням факторів, які дозволять мінімізувати негативний вплив на економічну сферу на кращому рівні. Однак сьогодні більшість урядів проводять менш збалансовану боргову політику, в основному для залучення нових кредитів для погашення попередніх боргів, замість

того, щоб намагатися вирішити ситуацію комплексніше, що в довгостроковій перспективі призведе лише до збільшення зовнішнього боргу, який все ще необхідно вирішити проблему зовнішнього боргу.

Саме тому світовий досвід реструктуризації зовнішнього боргу країни може бути особливо цікавим для розробки системи державного управління зовнішнім боргом країни в Україні.

Мета кваліфікаційної роботи – вивчити сутність зовнішнього боргу та поняття реструктуризації у системі методів управління зовнішнім боргом, проаналізувати сучасні механізми реструктуризації зовнішнього боргу в країнах світу, вивчити проблеми та шляхи оптимізації управління державного зовнішнього боргу України.

Для досягнення поставленої мети у роботі передбачається вирішити **ряд завдань,** головними з яких є:

– визначити сутність зовнішнього боргу як фактора стабілізації та зростання національної економіки;

– дослідити суб’єкти боргових відносин і структуру зовнішнього боргу;

– виокремити методи та інструменти управління зовнішнім боргом;

– проаналізувати боргову політику країн, що розвиваються та дати оцінку її ефективності;

– проаналізувати механізми і причин реструктуризації зовнішнього боргу;

– дати оцінку результативності політики реструктуризації зовнішнього боргу країнами, що розвиваються;

– виявити чинники та суб’єкти формування і механізми управління сукупною зовнішньою заборгованістю України;

– дослідити використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу, як складової управління вітчизняним зовнішнім боргом;

– проаналізувати можливості адаптації зарубіжного досвіду управління зовнішнім боргом до умов України.

Об'єктом дослідження є процес формування зовнішнього боргу та специфіка реструктуризації як механізму управління зовнішнім боргом.

Предметом дослідження є особливості та оцінка ефективності сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу в країнах світу.

Методи дослідження. У дослідженні використовувалися методи від абстрактного до конкретного, аналізу та синтезу, структурно-системний підхід, метод причинно-наслідкових зв'язків, логічний та історичний, методкількісно-якісного аналізу, статистичні методи, методи порівняльного аналізу, а також кореляційно-регресійного аналізу.

Дослідники, чиї праці присвячені дослідженню державного зовнішнього боргу та державних зовнішніх запозичень завжди займали чільне місце і були особливо актуальними у науковій економічній літературі.

Значної уваги дослідженню проблематиці управління державним зовнішнім боргом та питанням реструктуризації зовнішньої заборгованості приділили увагу вітчизняні автори: Андрущенко В., Бажал Ю., Базилевич В., Бондарук Т., Бураковський І., Вахненко Т., Геєць В., Горбачук В., Лютий І., Барановський О., Заверуха І., Зінченко О., Козюк В., Кривенко К., Панікар Г., Плотніков В., Рибак С., Румянцев А., Туган-Барановський М., Філіпенко А. та інші.

Серед західних економістів важливий внесок в дослідження цієї теми зробили: Р.Барро, У. Беверідж, Дж. Б'юкенен, Дж. Кейнс, А. Лернер, Р. Масгрейв, К. Рейнхарт, А. Сміт, М. Фрідман та інші.

Теоретичну основу роботи склали економічні дослідження вітчизняних та зарубіжних учених. При написанні роботи використовувались матеріали законодавчі та підзаконні нормативно-правові акти щодо використання іноземних кредитів, структуру та управління зовнішнім боргом в Україні, статистичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної фіскальної служби України, Державної служби статистики України, щорічні звіти міжнародних організацій: Європейського

банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародного валютного фонду (МВФ), Світового банку (СБ).

Наукова новизна полягає в тому, що в процесі дослідження було визначено проблеми управлінням зовнішнього боргу на фоні глибокої економічної кризи в Україні та запропоновано використання у майбутньому сучасних механізмів реструктуризації, які були використані іншими країнами світу.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та висновки кваліфікаційного дослідження висвітлено у науковій публікації:

Білоус М.О. Зовнішній борг як стримуючий фактор для зростання національної економіки/ Innovations and Prospects of world science/: XV International Scientific and Practical Conference, October 12-14, 2022 Economic science: Vancouver, Canada, 2022. - С. 407-411.

Структура кваліфікаційної роботи. Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків та списку бібліографічних посилань використаних джерел. В роботі розміщено 5 таблиць та 11 рисунків. Список бібліографічних посилань використаних джерел включає 72 найменування на дев’яти сторінках.

РОЗДІЛ 1
ЗОВНІШНІЙ БОРГ ЯК КАТЕГОРІЯ СИСТЕМИ МІЖНАРОДНИХЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН

1.1. Зовнішній борг як фактор стабілізації та зростання національної економіки

Світова економіка перебуває у постійному розвитку, розширюються фінансові ринки, з'являються нові інструменти. Кредитє звичайним явищем існування світового господарства. Останняекономічна криза звернула увагу на негативні аспекти надмірного використання кредитних ресурсів як окремими суб'єктами господарювання, так і урядами країн. Проте беззаперечним є факт, що кредитє важливим елементом економічної системи.

Упродовж усієї історії існування державних запозичень їхнє значення для економічного розвитку країн викликало дискусію у науковців. Із розвитком економічної науки зростають дослідження і у сфері державної заборгованості.Пропонуємо розглянути визначення «зовнішні запозичення» у науковій літературі декількома авторами (див. Табл. 1.1).

Уряди країн, як і суб'єкти господарювання, в усі часи залучалидодаткові фінансові кошти. Зростання обсягів державних запозиченьу минулих століттях було пов'язане з військовими діями або природними катаклізмами.

Важливим елементом державний кредит є і у періоди економічної нестабільності, коли наявних ресурсів у країнібракує для фінансування державних потреб. Для покриття бюджетних дефіцитів країни вдаються до запозичень на внутрішніх і зовнішніх ринках капіталів.У зв'язку з цим у держав виникає заборгованість за кредитними зобов'язаннями.

Таблиця 1.1

Визначення терміну «зовнішні запозичення» у науковій літературі авторами

Автор	Визначення
Загородній А. Г. Вознюк Г. А.	фінансові операції, пов'язані з отриманням бюджетом коштів на умовах повернення, платності та строковості, внаслідок яких (операцій) виникають зобов'язання держави чи органів місцевого самоврядування перед кредиторами
Азриліян А. Н.	запозичення - це позики, залучені від фізичних і юридичних осіб, іноземних держав, міжнародних фінансових організацій, за якими виникають боргові зобов'язання.
Лютий І. О.	розглядає державні запозичення як об'єктивне, притаманне ринковій економіці явище. На його думку, державні запозичення являють собою сукупність різноманітних форм і методів фінансових відносин, що в сучасних умовах спрямовані на фінансування державного боргу.
Вахненко Т. П.	поняття міжнародного кредиту, зовнішнього боргу не акцентує увагу на сутності державних запозичень, зазначаючи лише, що зовнішні державні запозичення є потенційним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету.
Зражевська Н. В.	використовує термін «зовнішні державні запозичення», проте не тлумачить його суть і, власне, ототожнює його із поняттям «зовнішній державний борг», зазначаючи лише, що зовнішні запозичення відіграють важливу роль у реорганізації промисловості країн, що розвиваються.
Барановський О. І.	визначає «зовнішній державний борг» і «боргова безпека країни», не окреслюючи поняття зовнішніхдержавних запозичень, проте зауважує, що боргова політика держави має здійснюватись із урахуванням наявної ситуації у «сфері залучення, використання, обслуговування та погашення внутрішніх і зовнішніх запозичень», визначає елементи політики державних запозичень як важливої складової фінансової політики держави та напрямиїї вдосконалення.

Джерело: Варналій З., Савілова О. Роль управління державним боргом у фінансовій стабільності україни, ВІСНИК Київського національного університету імені Тараса Шевченка, ЕКОНОМІКА. 2018; 6 (201): С.11-19.

Зовнішній борг – це та частина загального боргу країни, яка належитькредиторам за її межамикраїна. Боржниками можуть бути уряди,корпорації або приватні домогосподарства.Згідно з визначенням Світового банку:«Загальний зовнішній борг – це борг перед нерезидентами. Підлягає поверненню в іноземній валюті, товарах або послугах».

Початком боргового попиту є неможливість покрити дефіцитне фінансування бюджету [12]. Уряд запозичує як із внутрішніх, так і зовнішніх джерел, щоб покрити

дефіцит бюджету, спричинений видатками на соціальне забезпечення, неочікуваними витратами у надзвичайних ситуаціях, витратами на планування розвитку та збільшенням інвестицій. Про ефективне управління державним боргом можна судити, дивлячись на співвідношення боргу до ВВП і на душу населення.

Далі наступним критерієм є стан обслуговування боргу та історія обслуговування боргу.Зовнішній борг складається із середньо- та довгострокових позик від багатосторонніх та двосторонніх кредиторів, короткострокового боргу та запозичень державних підприємств. Багатосторонній

на кредиторів припадає велика частка зовнішнього боргу, причому Світовий банк і Азіатський банк розвитку є найбільшими кредиторами, а країни Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) є найбільшими двосторонніми кредиторами.

Для здійснення ефективної фінансової політики важливим є регулювання державної заборгованості на усіх етапах: здійснення запозичень, використання державного боргу, контроль за його використанням та повернення залучених коштів.у світовій практиці належність державнихзапозичень до зовнішніх визначають у трьох напрямах. Перший базується на валюті, в якій здійснюються державні запозичення, тобтоіноземній валюті [12].

Другий - офіційно прийнятий багатьма укладачами офіційної статистики, зокрема описується Міжнародним валютним фондом (МВФ) у «Статистиці державного боргу: посібнику дляавторів та користувачів», і ґрунтується на резидентності кредитора.

Третє визначення базується на місці випуску і законодавстві, яке регулює борговий контракт.В нашому дослідженні ми би хотіли звернути увагу на формування зовнішнього боргу та проаналізувати процес зовнішніх запозичень держави та уряду (рис. 1.1.).

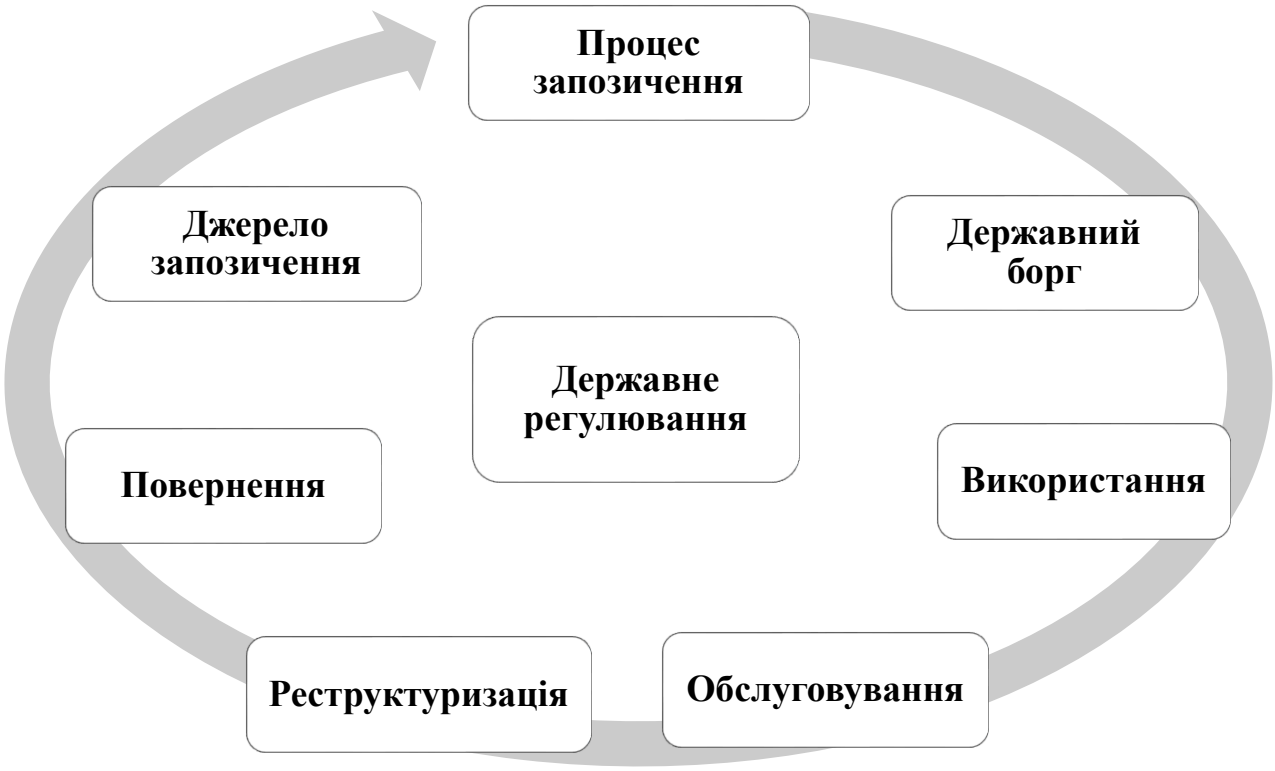

Рис. 1.1. Механізм здійснення державою та урядом зовнішніх запозичень.

Примітка. Побудовано автором за даними Державної казначейської служби України.

Як підсумок, зовнішні державні запозичення - це процес залучення фінансових ресурсів від іноземних фізичних та юридичнихосіб, урядів країн та міжнародних організацій, який призводить довиникнення зовнішнього державного боргу.Варто зазначити, що в законодавчих актах різних країн зовнішнідержавні запозичення мають різноманітне трактування.Згідно з Бюджетним кодексом України, державне запозичення - це операції, пов’язані з отриманням державоюкредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковостіз метою фінансування державного бюджету. Запозичення (внутрішні та зовнішні) є джерелом фінансування дефіциту бюджету. Державні внутрішні та зовнішні запозичення здійснюють у межах, визначених законом про Державний бюджет України, з дотриманнямграничного обсягу державного боргу.

Далі вважаємо доцільним для нашого дослідження розглянути форми державних запозичень (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Форми державних запозичень

№	Форми здійснення зовнішніх державних запозичень
1.	Випуск боргових цінних паперів і їх розміщення на міжнародних фінансових ринках
2.	Отримання країною кредитів від інших держав через кредитні лінії під гарантії уряду
3.	Отримання країною позик у міжнародних фінансових організацій (Міжнародний валютний фонд (МВФ), Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Світовий банк, тощо)

Примітка. Складено автором за даними Державної казначейської служби України.

Зовнішні запозичення, які залучає держава як безпосередній позичальник шляхом випуску державних цінних паперів, укладенняугод про позику або отримання кредитів розпорядниками бюджетних коштів, утворюють прямі боргові зобов’язання [12]. В той же час виділяють ще так звані гарантовані боргові зобов’язання - зобов’язання,що виникають при залученні запозичень юридичними особами та гарантуються державою. Однак у нашому дослідженні ми хочемо акцентувати увагу саме на запозиченнях.

Кредити від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій для реалізації інвестиційних проектів залучаються державою на підставі міжнародних договорів України і відносяться до державних зовнішніх запозичень.Витрати з погашення та обслуговування державного боргу здійснюються за рахунок коштів державного бюджету відповідно до кредитних договорів, а також нормативно-правових актів, за якими виникають державні боргові зобов'язання, незалежно від обсягу коштів, визначеного на таку мету законом про Державний бюджет України.

Міністерство фінансів для подання звітності про стан державного боргу використовує таку класифікацію зовнішньої державної заборгованості (рис. 1.2.):

Рис. 1.2. Класифікація зовнішньої державної заборгованості згідно з нормами Міністерства фінансів України

Примітка. Побудовано автором за даними Міністерства фінансів України.

За джералами кредитування можна виділити три основних джерала кредитування:

– міжнародні економічні організації;

– ринки торговельного капіталу (шляхом розміщення на міжнародних ринках боргових цінних паперів);

– субсидії на проекти.

Пропонуємо далі у роботі розглянути інструменти зовнішніх запозичень. У глобальному сенсі існує два види це довгострокові та коротко- та середньострокові інструменти. Довгострокові боргові інструменти використовують для свого зростання, великих інвестицій і планування майбутнього. Це ті інструменти, які зазвичай мають період фінансування понад 5 років. Ці інструменти стягуються з активів компанії, а також регулярно сплачуються відсотки.До довгострокових відносять:

1. Облігації подібні до боргових зобов’язань, але головна відмінність полягає в тому, що облігації використовуються урядом, центральним банком і великими компаніями, а також вони забезпечені цінними паперами, що означає, що на них поширюються активи компанії. Вони також мають фіксовану відсоткову ставку, а мінімальний період також становить не менше 5 років.

2. Довгострокові позики це ще один метод, який використовують країни для отримання кредитів у банках, фінансових установах.

3. Іпотека, згідно з цим варіантом, можна залучати кошти, заставляючи свої активи будь-кому з інших компаній, фізичних осіб, банків чи фінансових установ. Вони мають вищу ставку відсотка у фінансуванні компаній. Інтереси сторони, яка надає кошти, забезпечені, оскільки вони мають право власності на заставний актив.

Середньострокові та короткострокові боргові інструменти це ті інструменти, які зазвичай використовуються для повсякденної діяльності [18]. Період фінансування в цьому випадку інструментів зазвичай становить менше 2-5 років. Наприклад:

1. Казначейські векселіце короткострокові боргові інструменти зі строком погашення протягом 12 місяців. Вони викуповуються після настання терміну погашення в повному обсязі, а якщо продані до настання терміну погашення, то їх можна продати за зниженою ціною.

2. Короткострокові позики. Банки та фінансові установи фінансують їх, але вони не стягують відсотки щомісяця; вони мають фіксовану процентну ставку, але термін переказу коштів становить менше 5 років.

Розглянемо вплив зовнішніх запозичень на інші макроекономічні позники. Між показниками державного зовнішнього боргу, відсоткової ставки, інвестицій та споживання існує стійкий довгостроковий зв’язок. Зовнішні запозичення державного сектору спочатку впливають на рівень відсоткової ставки, а це визначає обсяги інвестицій. Надалі від інвестиційного процесу залежать обсяги приватного споживання. Така причинно-наслідкова послідовність відповідає теоретичній інтерпретації наслідків зовнішніх запозичень державного сектору, хоча для

українських умов імовірніше, що від відсоткової ставки залежать передусім інвестиції, адже більшість домашніх господарств мають обмежений доступ до банківських позик.

Державний зовнішній борг не залежить від рівнявідсоткової ставки, тоді як два інших показники мають значний асиметричний вплив. Від збільшення інвестицій можна очікувати зменшення зовнішньоїзаборгованості державного сектору, а збільшення приватного споживання має цілкомпротилежний ефект. Це означає, що мотивацією для збільшення державного боргу стаєтурбота про підтримання підвищеного рівня споживчих видатків.

Акумуляція державного зовнішнього боргу стає чинником збільшення приватногоспоживання, підвищення відсоткової ставки і зменшення інвестицій (на довгостроковуперспективу), [18]. Перша з цих залежностей виглядає цілком стандартною і відповідаєлогіці стимулювання приватного споживання. Відповідне припущення підсилюється зменшенням приватних інвестицій. Отримані результати переконують, що необхідним елементом політикизменшення державного зовнішнього боргу має стати збільшення інвестицій.

Можна зробити такі висновки щодо впливу зовнішнього боргу на економічне зростання:

– борг може виступати фактором і джерелом економічного зростання;

– борг сприяє впровадження ужиття нововведень і цимсамимзумовлює якісні зміниекономічноїсистеми;

– борг мобілізує реальний капітал і знаходить йому фективне застосування;

– борг може виявитись тягарем від невідповідного його застосування.

Зовнішній боргможе виступати позитивним факторомдля економічного зростання, якщо додатковіресурси використовувати ефективно: вкладати у виробництво, розвиток науки, технологій, що умайбутньому принесе економічне зростання. Проте, якщо зовнішній борг використовувати для погашення попередньої заборгованості, то цепризведе до накопичення зовнішнього боргу без відповідного зростання економіки держави.

1.2. Суб'єкти боргових відносин і структура зовнішнього боргу

Розширення функціонування державного кредиту повинно здійснюватися на основі розвитку фінансового ринку, а саме ринку боргових зобов'язань, стимулювання інвестиційної активності юридичних і фізичних осіб, формування ефективної системи управління боргом. Як було визначено у минулому пункті основними причинами функціонування державної заборгованості або потреби у державному кредиті є кредитне фінансування видатків бюджету, яке обумовлене збільшенням фінансування суспільних потреб та одночасно обмеженням бюджетних можливостей держави;з розвитком економічних і соціальних функцій держави в умовах ринкових відносин об'єктивно збільшуються і витрати;використання державного кредиту для покриття дефіциту має значно менші негативні наслідки для фінансового стану держави, ніж, наприклад, покриття дефіциту за допомогою грошової емісії.

Пропонуємо розглянути що таке державний борг та з чого він складається в першу чергу для кращого розуміння в майбутньому структури зовнішнього боргу як складової державного боргу.

Державний борг - це сукупні борговізобов'язання держави перед усіма кредиторами,зокрема юридичними та фізичними особами, іноземними державами, міжнародними організаціями.Державний борг складається із заборгованості центрального уряду, регіональних та місцевих органіввлади, а також боргів всіх корпорацій з державноюучастю пропорційно частці держави в їх капіталі (рис. 1.3.).

У складі державного боргу виділяють зовнішній та внутрішній борг, також до його складувідносять гарантований державою борг.Гарантований державою борг - загальна сумаборгових зобов'язань суб'єктів господарювання - резидентів України щодо повернення отриманихта непогашених станом на звітну дату кредитів(позик), виконання яких забезпечено державнимигарантіями. У разі якщо суб'єкт господарюванняне в змозі погасити таку суму боргу, фінансовавідповідальність за його погашення покладаєтьсяна державний бюджет [18]. Зовнішній державний борг

— заборгованість держави іншим країнам,міжнародним економічним організаціям та іншимособам, що є частиною валового боргу. Отже, розглянемо зовнішній борг держави як частину сукупного боргового зобов'язання держави.

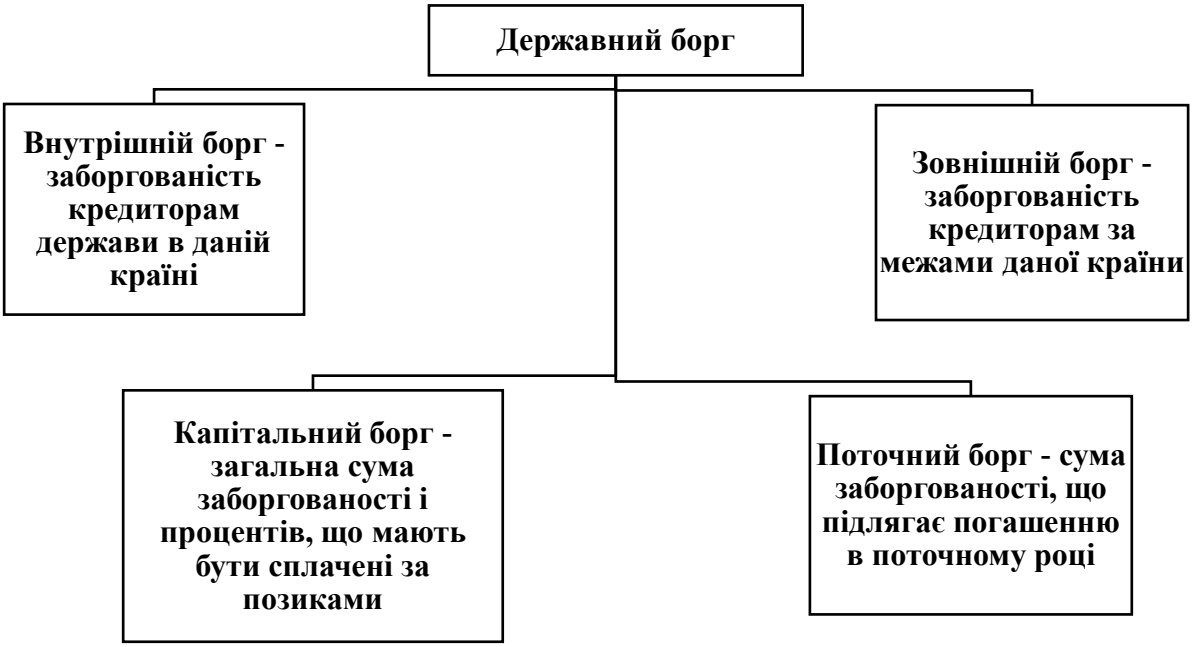

Рис. 1.3. Види державного боргу.

Примітка. Побудовано автором за даними Міністерства фінансів України.

Зовнішній борг — це частина державного боргу, яка підлягає сплаті у валюті, іншій ніж гривня і визначається на певну дату як різниця між сумою державних зовнішніх запозичень (прийняття зобов'язань) та сумою платежів з погашення державного зовнішнього боргу станом на певну дату, у тому числі операції на цю дату. Також розглядають зовнішній борг як суму фінансових зобов'язань країни перед іноземними кредиторами.

За методологією Всесвітнього банку визначають низку показників зовнішнього боргу для національної економіки, за якими можна зіставляти стан зовнішньої заборгованості різних країн. Серед них:

1. Відношення загальної суми зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг — EDIT/XGS. Цей показник має особливість, яка полягає в тому, що при перевищенні критичної відмітки у 275 % може частково або повністю списуватися зовнішній борг країни. Такі ситуації вже мали місце по відношенню, наприклад, Польщі та Болгарії на початку 1990-х років;

2. Відношення загальної суми зовнішнього боргу до валового внутрішнього продукту — EDIT/GNI. Цей показник є найбільш всеохопним. Разом із наступним показником він визначає можливість країни без особливих труднощів обслуговувати свій зовнішній борг. За критичне значення прийнято вважати 50 %. Якщо зробити глобальне зіставлення трьох континентів, то на Європу, Північну Америку та Азію припадає відповідно 35 %, 25 % і 25 % світового ВВП;

3. Відношення платежів з обслуговування боргу до експорту товарів та послуг — TDS/XGS. Витрати з обслуговування зовнішнього боргу включають усі платежі, які здійснюються позичальником, а саме: основний борг, проценти і комісії. У 2000 р. найбільші витрати мала Мексика (21 млрд дол.), Бразилія (20 млрд дол.), Індонезія (17 млрд дол.), Китай (15 млрд дол. — майже третина всіх платежів зовнішнього боргу країн, що розвиваються) та Індія (11,5 млрд дол.);

4. Відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до валового внутрішнього продукту — INT/GNI;

5. Відношення офіційних резервів до загальної суми зовнішнього боргу — RES/ EDT, показує, чи може країна використовувати свої резерви (і яку частку) для погашення зовнішнього боргу. Високі показники мають Ботсвана (700 %), Ліван (390 %), Естонія (250 %), Мальта (243,5 %) і Латвія (176,5 %).

Деякими країнами також використовується такий показник, як зовнішній борг на душу населення: він дає уявлення скоріше про зовнішньоекономічну залежність країни, ніж про абсолютне значення зовнішнього боргу.

Розглянувши види державного боргу, вважаємо доцільним дати перелік суб'єктів боргових відносин [18]. У науковій літературі має місце концепція доктрини

фінансового посередництва, що передбачає вжиття термінів «фінансовий посередник» і «фінансова установа» для узагальненої класифікації кола осіб, наділених правом бути професійними учасниками фінансових та кредитних правовідносин у широкому розумінні.

Кредитодавець – це суб’єкт кредитних відносин, який надає кредит позичальнику на певний строк. Ним можуть бути фізичні особи, юридичні особи (підприємства, організації), держава. Головною метою надання кредиту є отримання прибутку у вигляді позичкового відсотка.

Позичальник – це суб’єкт кредитних відносин, який отримує кредит у тимчасове користування. Позичальниками є юридичні та фізичні особи, яким не вистачає власних коштів [21, с. 352]. Кредитори і позичальники набувають свого статусу добровільно, на договірних засадах, що дає їм можливість найповніше задовольняти свої потреби та захищати свої інтереси, різні в кожної зі сторін кредитних відносин.

Отже, до суб’єктів боргових відносин відносять:

– Кабінет Міністрів України;
– органи місцевого самоврядування;
– Міністерство фінансів України (зокрема, Державне казначейство);
– Національний банк України;
– юридичні та фізичні особи (резиденти);
– юридичні та фізичні особи (нерезиденти);
– уряди іноземних держав;
– міжнародні фінансові організації.

Далі ми розглянемо більш детально структуру зовнішнього боргу та основні складові. Зовнішній борг економіки являє собою в будь-який момент часу непогашені фактичні (а не умовні) зобов'язання (та активи) перед нерезидентами. Зовнішній борг передбачає сплату основної суми та/або відсотків боржником в один або декілька моментів у майбутньому (рис. 1.4.):

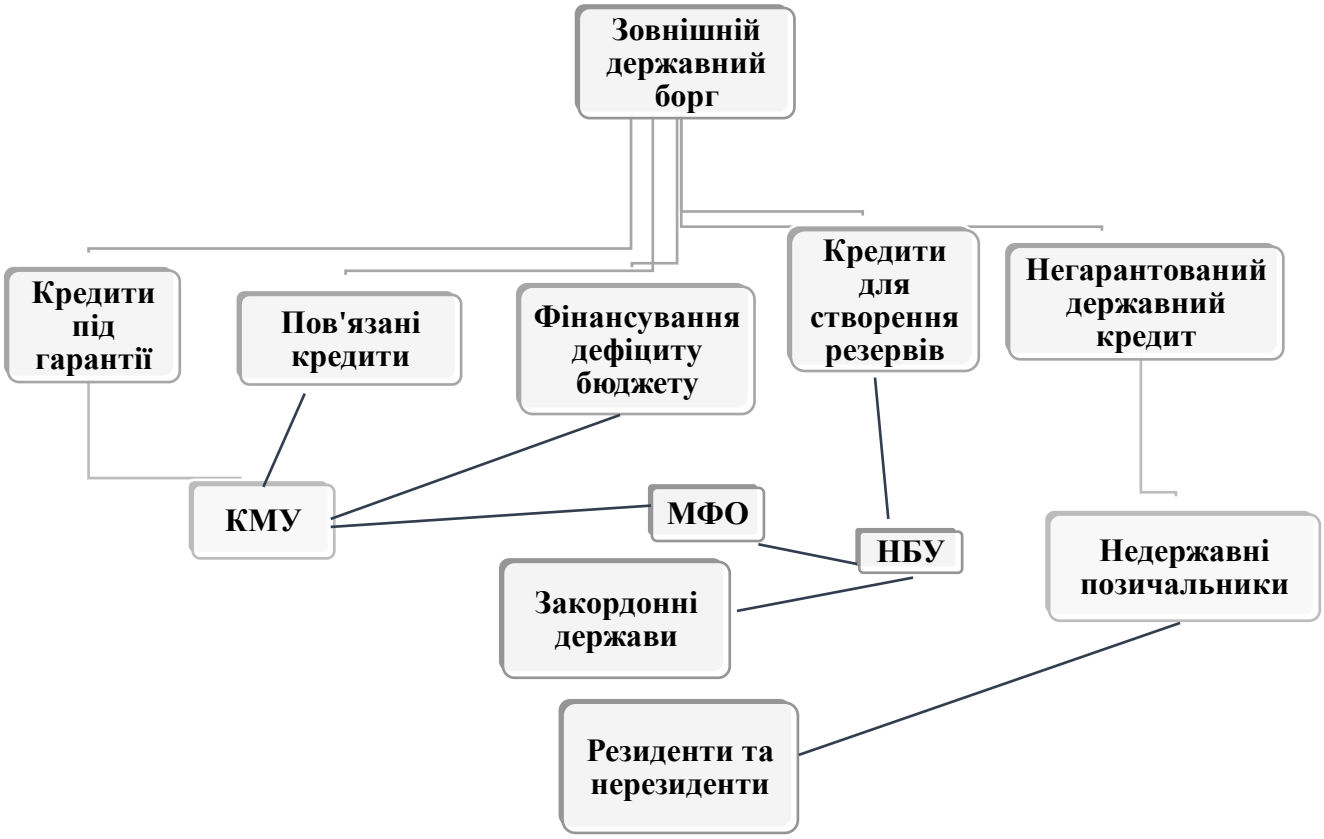

Рис. 1.4. Форми та джерела державного зовнішнього боргу.

Примітка. Побудовано автором за даними Міністерства фінансів України.

До складу зовнішнього державного боргу України входять такі основні види заборгованості (за джерелами фінансування):

1. Зобов'язання за позиками, що надані міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, ВБ, ЄС, ЄБРР).

2. Заборгованість перед зарубіжними державами (Росією, Туркменістаном, Японією, ФРН, США та ін.).

3. Зобов'язання за позиками, наданими закордонними комерційними банками (фідуціарні кредити).

4. Заборгованість перед фізичними та юридичними особами – нерезидентами з обслуговування та погашення внутрішніх і зовнішніх позик.

Беручи за основу критерій мети залучення і використання коштів, зовнішній борг України поділять на такі групи [21, с. 352]:

1. Кредити, залучені з метою фінансування дефіциту державного бюджету та підтримки платіжного балансу країни.

2. Пов'язані кредити, надані в межах міждержавних та міжурядових домовленостей.

3. Інвестиційні кредити, залучені суб'єктами господарської діяльності під державні гарантії.

4. Довгострокові негарантовані кредити, залучен і недержавними позичальниками в межах власних проектів розвитку.

Найпоширенішим показником зовнішнього боргу є валовий зовнішній борг, який вимірює загальну заборгованість країни перед іноземними кредиторами, тобто враховує лише зобов’язання цієї країни. Боржниками можуть бути уряд, корпорації або громадяни цієї країни.

Статистика зовнішнього боргу також включає показники чистого зовнішнього боргу (тобто валового зовнішнього боргу за вирахуванням зовнішніх активів у боргових інструментах). Зовнішній борг розподіленийза інструментами, первісним терміном погашення та інституційним сектором.

Зовнішня заборгованість створює серйозні проблеми для країн, що розвиваються, особливо в контексті систем плаваючого обмінного курсу, відкритих капітальних рахунків і швидкої інтеграції в міжнародні фінансові ринки. Історична позиція країн, що розвиваються, як боржників в іноземній валюті була постійним джерелом вразливості до зовнішніх шоків, наприклад, під час падіння цін на сировину. Це пов’язано з тим, що обслуговування зовнішніх боргових зобов’язань зрештою вимагає отримання достатніх надходжень від експорту чи інших форм доходу. У той же час коливання обмінного курсу, ймовірно, вплине на вартість зовнішньої заборгованості та експортних надходжень у протилежних напрямках. Таким чином, знецінення місцевої валюти по відношенню до твердих валют може призвести до

збільшення надходжень від експорту (за умови, що падіння доларової ціни на місцевий експорт буде компенсовано пропорційним збільшенням обсягів експорту), але автоматично означатиме збільшення вартості боргові зобов'язання в іноземній валюті в національній валюті.

На тлі недостатніх міжнародних державних фінансових потоків і обмеженого доступу до пільгових ресурсів країни, що розвиваються, все частіше залучають фінансування розвитку на комерційних умовах на міжнародних фінансових ринках. Вони також відкрили свої внутрішні фінансові ринки для інвесторів-нерезидентів і дозволили своїм громадянам і компаніям позичати та інвестувати за кордоном [21, с. 352].

У той час як розширений доступ до міжнародних фінансових ринків може допомогти країнам з дефіцитом капіталу швидко залучити вкрай необхідні кошти, це також наражає їх на більш високий рівень ризику боргових контрактів, тобто коротші терміни погашення та більш нестабільні витрати на фінансування, а також раптові зміни приватний капітал в потоки. У поєднанні з іншими зовнішніми потрясіннями, такими як стихійні лиха, пандемії чи епізоди політичної нестабільності, тягар зовнішньої заборгованості, який міжнародні кредитори вважають прийнятним, може швидко стати неприйнятним.

1.3. Методи і інструменти управління зовнішнім боргом

Управління та обслуговування державного боргу – одне з пріоритетних завдань фінансової політики держави, важлива умова стабільностіїї фінансової системи. Ефективне управління боргом на всіх його етапахдасть змогу уникнути кризових боргових ситуацій та пікових навантажень на бюджет у зв’язку з обслуговуванням державного боргу,сприятиме забезпеченню стабілізації соціально-економічної ситуаціїта розвитку економіки.

Передумовами забезпечення ефективного управління державним боргом є: визначення пріоритетів та цілей управління,ідентифікація ризиків та переваг при здійсненні запозичень, розподілсфери відповідальності між державним органом влади, що виконуєгрошово-кредитне регулювання та Міністерством фінансів, яке розміщуєборгові зобов'язання; забезпечення реалізації виваженої політикиборгового рефінансування; формування дієвої інституційної структурисистеми управління державним боргом для зниження ризиків.

Під системою управління державним боргом необхідно розумітисукупність заходів, спрямованих державою на визначення необхідності,умов залучення, обслуговування та погашення державних позикз метою забезпечення суспільних інтересів, з дотриманням пріоритетуекономічної безпеки держави [22].

Ця система включає такі підсистеми,як прогнозування і планування обсягів погашення та обслуговуваннязовнішнього державного боргу, оцінки та вибору методів управліннядержавним боргом, моніторингу і контролю, інституційного забезпеченняпроцесу управління боргом. Державними інститутами, що здійснюютьуправління державним боргом, виступають органи, організації, установи,на які, відповідно до чинного законодавства, покладено обов'язокз управління державним боргом. Кабінет Міністрів України є представником інтересів держави щодо розміщення державних запозиченьта надання державних гарантій за кредитами.

Особливе місце у сферіуправління державним боргом посідає Міністерство фінансів України, зокрема – департамент управління державним боргом. Він поєднуєструктурні підрозділи, діяльність яких пов'язана з плануванням та підготовкою кредитних проектів, аналізом, обліком, обслуговуваннямдержавного боргу. Управління державним боргом здійснюється при тісній взаємодії іспівпраці різних міністерств та відомств, які несуть відповідальність за реалізацію ефективної стратегії.

Таблиця 1.3

Функції органів управління державним боргом

Орган управління	Функції
Кабінет Міністрів України	визначає порядок та умови здійснення державного запозичення та надання державних гарантій; змінює умови угод щодо державного запозичення та державних гарантій.
Міністерство фінансів України	розробка боргової політики; розрахунок планових показників, що свідчать про заборгованістьдержави, а також проведення моніторингу державного боргу; визначення доцільності залучення коштів на внутрішніх та зовнішніхринках капіталів; аналіз та супроводження кредитних проектів та визначення доцільності укладання гарантійних угод.
Національний Банк України	відкриває та веде рахунки Міністерства фінансів України у ціннихпаперах, а також окремого рахунку стосовно викуплених ним облігацій; зберігає глобальні сертифікати; надає за запитом виписки про стан рахунку Міністерства фінансівУкраїни в цінних паперах і виконання операцій з ними; здійснює кліринг, по-перше, взаємних боргових зобов'язань міжучасниками торгів за придбані облігації, по-друге, з Міністерством фінансівУкраїни при сплаті доходів або погашенні облігацій за умови, що строкипроведення платежів збігаються; контролює обсяг облігацій та їх кількість в обігу; надає довідкову інформацію стосовно проведених операцій заоблігаціями; здійснює платежі по сплаті доходу та погашення облігацій задорученням та за рахунок коштів Державного казначейства України.
Державна Казначейська Служба України	фінансує витрати з державного бюджету з обслуговування державногоборгу в терміни згідно з графіком; забезпечує фінансування витрат з державного бюджету щодопогашення державних цінних паперів і сплати доходу по них; веде облік випуску та погашення державних цінних паперів затермінами обігу згідно з вимогами бюджетної класифікації; нараховує проценти та здійснює облік за кредитами, отриманими напокриття дефіциту бюджету; здійснює контроль за відшкодуванням збитків бюджету поюридичних особах, які отримали іноземні кредити під гарантії УрядуУкраїни.

Примітка. Складено автором за даними Міністерства фінансів України.

В управлінні державним боргом України також беруть участь: Кабінет Міністрів України,Міністерство фінансів України, Національний банк України, Державнаказначейська служба України.

Політика управління державним боргом є важливим компонентом здійснюваної фінансової політики та суттєвою складовою процесів макроекономічного регулювання. Державну політику у сфері управління державним боргом можна класифікувати на боргову стратегію і боргову тактику.

Під борговою стратегією у світовій теорії та практиці розуміють систему дій і заходів щодо уникнення (або ж врегулювання) боргових проблем держави та забезпечення (чи відновлення) її платоспроможності [22]. Боргова стратегія окреслює кінцеву мету політики управління державним боргом, яка зводиться до отримання найвищого ефекту від фінансування зарахунок запозичених коштів та забезпечення платоспроможності держави.

Боргова тактика визначає межі та умови державного запозичення, співвідношення між його формами, між кредиторами держави, а такожпорядок і механізм погашення державного боргу. Відповідно боргова тактикаакцентує увагу на урегулюванні поточних проблем, зумовлених труднощами щодо обслуговування зовнішніх зобов'язань (іншими словами, на вирішенніпроблем тимчасової ліквідності) і визначає основні завдання, які вирішуються у процесі управління державним боргом [22].

Політика ефективного управління державним боргом має базуватися натаких принципах:

– безумовності – забезпечення безумовного виконання державою всіх зобов'язань перед інвесторами і кредиторами, які держава як позичальниквзяла на себе;

– мінімізація ризиків – диверсифікація і оптимізація джерел запозиченьтаким чином, щоб максимально знизити вплив коливань кон'юнктури світового ринку капіталів і спекулятивних тенденцій ринку цінних паперів наринок державних зобов'язань;

– оптимальної структури – підтримання оптимальної структури боргових зобов'язань за термінами обертання і погашення, згладжування "пікових платежів";

– мінімізація вартості державного боргу – у тому числі за рахунок довгострокового викупу боргових зобов'язань держави з дисконтом;

– збереження фінансової незалежності – підтримання оптимальноїструктури боргових зобов'язань держави між резидентами і нерезидентами, поступове заміщення зовнішнього запозичення внутрішнім;

– прозорості – дотримання відкритості і повної прозорості запозичень, починаючи від розгляду доцільності їх залучення до остаточного погашення, забезпечення доступу міжнародних рейтингових агентств до достовірної інформації про економічний стан у державі для підтримки високої кредитної репутації і рейтингу держави позичальника.

Управління державним боргом передбачає забезпечення платоспроможності держави, тобто можливість погашення боргів. Це стосується як поточного, так і капітального боргів. Щодо поточного боргу, то слід забезпечити реальні джерела його погашення; для капітального боргу важливо встановити такі терміни його погашення, коли будуть відповідні для цього джерела.

В управлінні внутрішнім та зовнішнім боргами є певна специфіка. Платоспроможність за внутрішніми позиками забезпечується, як правило, за рахунок внутрішніх джерел; платоспроможність за зовнішнім боргом залежить насамперед від валютних надходжень. Можливості у погашенні цього боргу визначаються станом торговельного балансу [27, с. 40]. Позитивне сальдо характеризує ті ресурси, що забезпечують платоспроможність держави і дають змогу врегулювати платіжний баланс.

Управління державним боргом здійснюється за допомогою таких методів (рис. 1.5.).

Рефінансування — це проведення нових запозичень з метою розрахування з власниками облігацій раніше випущених позик. Цей спосіб застосовується у разі збільшення державної заборгованості та бюджетних труднощів країни. Активно рефінансування застосовується у процесі сплати процентів і погашень за зовнішньою

частиною боргу. Але для того, щоб надали нові запозичення, потрібно мати гарну репутацію у міжнародних фінансових колах, економічну й політичну стабільність у країні.

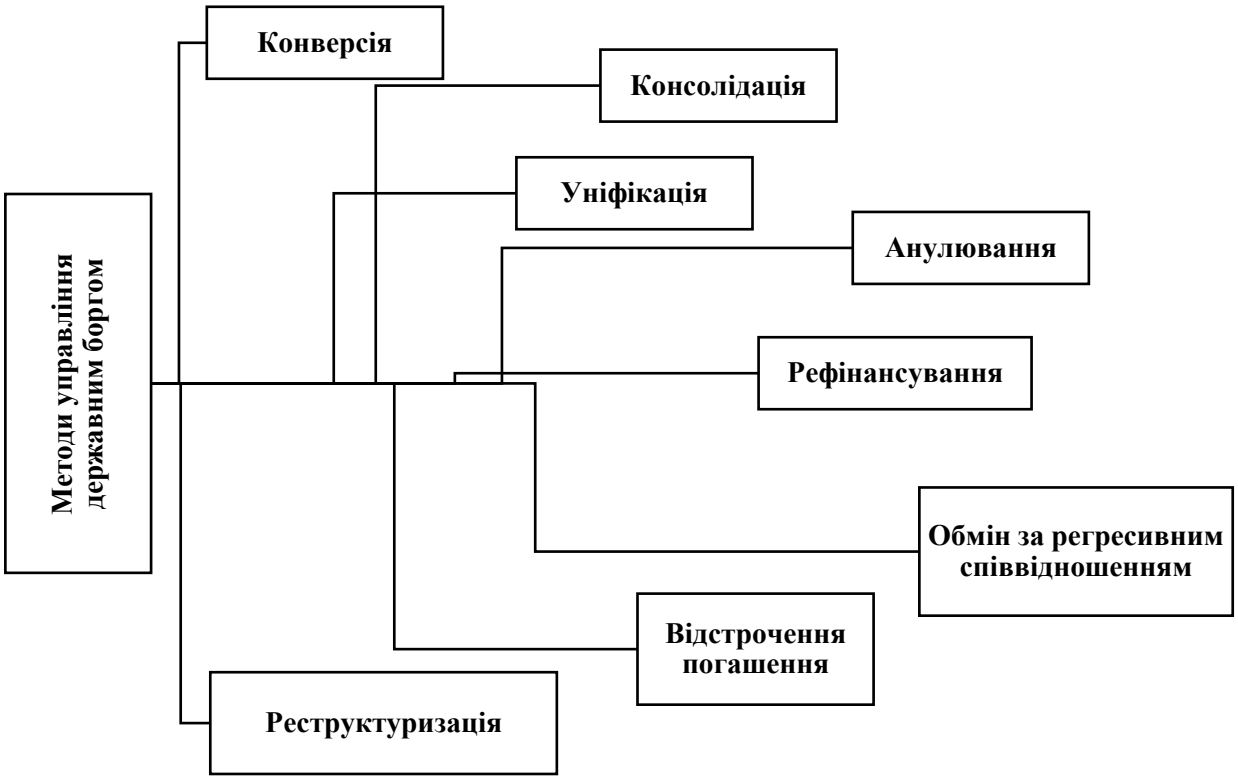

Рис. 1.5. Методи управління державним боргом.

Джерело: Фінанси: підручник / І.О.Лютий, С.Я. Боринець, З.С. Варналій та ін.; за ред. І.О. Лютого — К.: Ліра-К, 2017. — С.72.

Конверсія державного боргу — зміна дохідності позик; здійснюється у разі зміни ситуації на фінансовому ринку (наприклад, рівня облікової ставки центрального банку) чи погіршення фінансового стану держави, якщо вона не може виплачувати передбачуваний дохід.

Консолідація — зміна термінів дії позик. Здебільшого вона проводиться у формі збільшення термінів дії облігацій попередніх позик. Іноді може застосовуватися й зменшення термінів дії позик [27, с. 40].

Сутність уніфікації позик полягає в тому, що кілька позик об'єднуються в одну з метою спрощення управління державним боргом. Уніфікація може проводитись як окремо, так і в поєднанні з консолідацією.

Обмін за регресивним співвідношенням облігацій попередніх позик на одну нову з коефіцієнтом, що зменшується, здійснюється, щоб скоротити державний борг. Наприклад, декілька облігацій старих позик обмінюються на облігації нової позики у співвідношенні 3:1. Це вкрай небажаний спосіб, оскільки він означає часткову відмову держави від своїх боргів.

Відстрочення погашення позики або усіх раніше випущених державою позик означає перенесення термінів виплати заборгованості. При цьому на період перенесення термінів погашення боргу виплата доходів також припиняється.

Цей метод використовується в умовах, якщо подальший активний розвиток операцій з випуску нових запозичень стає недоцільним, адже не має фінансової ефективності для держави. Це відбувається, коли уряд зробив дуже багато запозичень й умови їх емісії невигідні для держави, оскільки більша частина надходжень від нових запозичень спрямована на виплату процентів і погашень від раніше випущених позик [27, с. 41].

Анулювання (скасування) державного боргу передбачає відмову держави від зобов'язань за випущеними позиками (внутрішніми, зовнішніми або за всім державним боргом).

Реструктуризація боргу – угода кредитора з позичальником, який маєтруднощі з погашенням своїх фінансових зобов’язань, про нову схему їхпогашення [27, с. 42]. Реструктуризація боргу може проводитись за допомогою такихметодів/схем управління державним боргом:

– пролонгації боргу;
– рефінансування;
– списання/анулювання частини боргу;
– викуп боргу із дисконтом на вторинному ринку;

– обмін боргу на акції національних підприємств чи національнувалюту;
– тимчасовий мораторій на виплату відсотків або частини основногоборгу;
– конверсія боргу;
– консолідація боргу.

Як підсумок, сьогодні не існує якого-небудь однозначного вирішення проблеми «боргового навісу». Усі розроблені інстременти та методи управління зовнішньою заборгованостю мають цілий ряд недоліків, тому при регулюванні іноземного боргу необхідно всебічно вивчити кожен конкретний випадок, зводячи до мінімуму дію негативних наслідків і враховуючи не тільки економічні, а й політичні фактори.

Висновки до розділу 1

Отже, у першому розділі ми дослідили теоритичну основу зовнішнього боргу як категорію системи міжнародних економічних відносин. Зовнішній борг – це та частина загального боргу країни, яка належить кредиторам за її межами країна. Боржниками можуть бути уряди, корпорації або приватні домогосподарства. За умови ефективного управління урядом зовнішня заборгованість може стати каталізатором для зростання національної економіки. Але, як показує практика, до зростання економіки більш схильні розвинуті країни з більш стікою економічною системою.

Економічна категорія державний борг має чотири види: внутрішній борг, зовнішній борг, капітальний борг та поточний борг. В рамках нашого дослідження було розглянуто детально зовнішній борг, кредиторів та позичальників. Кредитодавець – це суб’єкт кредитних відносин, який надає кредит позичальнику на певний строк. Ним можуть бути фізичні особи, юридичні особи (підприємства, організації), держава. Позичальник – це суб’єкт кредитних відносин, який отримує кредит у тимчасове користування. Позичальниками є юридичні та фізичні особи, яким не вистачає власних коштів. До суб’єктів боргових відносин відносять: Кабінет Міністрів України;органи місцевого самоврядування; Міністерство фінансів України (зокрема, Державне

казначейство); Національний банк України; юридичні та фізичні особи (резиденти); юридичні та фізичні особи (нерезиденти);уряди іноземних держав;міжнародні фінансові організації.

Також в рамках дослідження управління державним боргом ми дали перелік механізмів, які допомагають ефективно мінімізувати втрати та управляти поточними зобов'язаннями. Під системою управління державним боргом необхідно розуміти сукупність заходів, спрямованих державою на визначення необхідності, умов залучення, обслуговування та погашення державних позик з метою забезпечення суспільних інтересів, з дотриманням пріоритету економічної безпеки держави.

РОЗДІЛ 2
АНАЛІЗ ДОСВІДУ ВИКОРИСТАННЯ СУЧАСНИХ МЕХАНІЗМІВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ КРАЇНАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

2.1. Боргова політика країн, що розвиваються та оцінка її ефективності

Сьогодні досить актуальним є питання методології розроблення боргової стратегії, адже саме набір певних заходів та інструментів, що дають змогу поліпшити боргове становище, провадити більш виважену та обґрунтовану політику щодо залучення нових коштів державою, й ототожнюється з борговою стратегією країни.

Багато вчених під борговою стратегією розуміють систему врегулювання боргових проблем країн, що мають труднощі в обслуговуванні боргових зобов'язань за зовнішніми запозиченнями і відновлення їх платоспроможності. Вважається, що боргова стратегія має включати три взаємозв'язані блоки заходів. Це, по-перше, заходи з макроекономічної стабілізації і структурних перетворень, спрямовані на формування адаптивної економіки, здатної функціонувати в умовах глобалізації, забезпечувати подальше зростання, соціально-економічний розвиток та підтримку екологічної рівноваги [51].

Державний борг є складовою фінансової системи багатьох країн світу. У період, що передував глобальній кризі 2008-2009 рр., державний борг зарубіжних країн хоча й були значними, проте не викликали значного занепокоєння.

Проте сьогодні внаслідок глобальної фінансової кризи, а також значних додаткових витрат урядів для фінансування насладків пандемії COVID19, державний борг багатьох розвинутих країн наблизився до 100% їх ВВП. Надмірний обсяг державного боргу, характерний для багатьох країн світу, актуалізував для урядів питання управління державними борговими зобов'язаннями. Особлива увага приділено

питанню вибору найбільш ефективних інструментів управління державним боргом (рис. 2.1.):

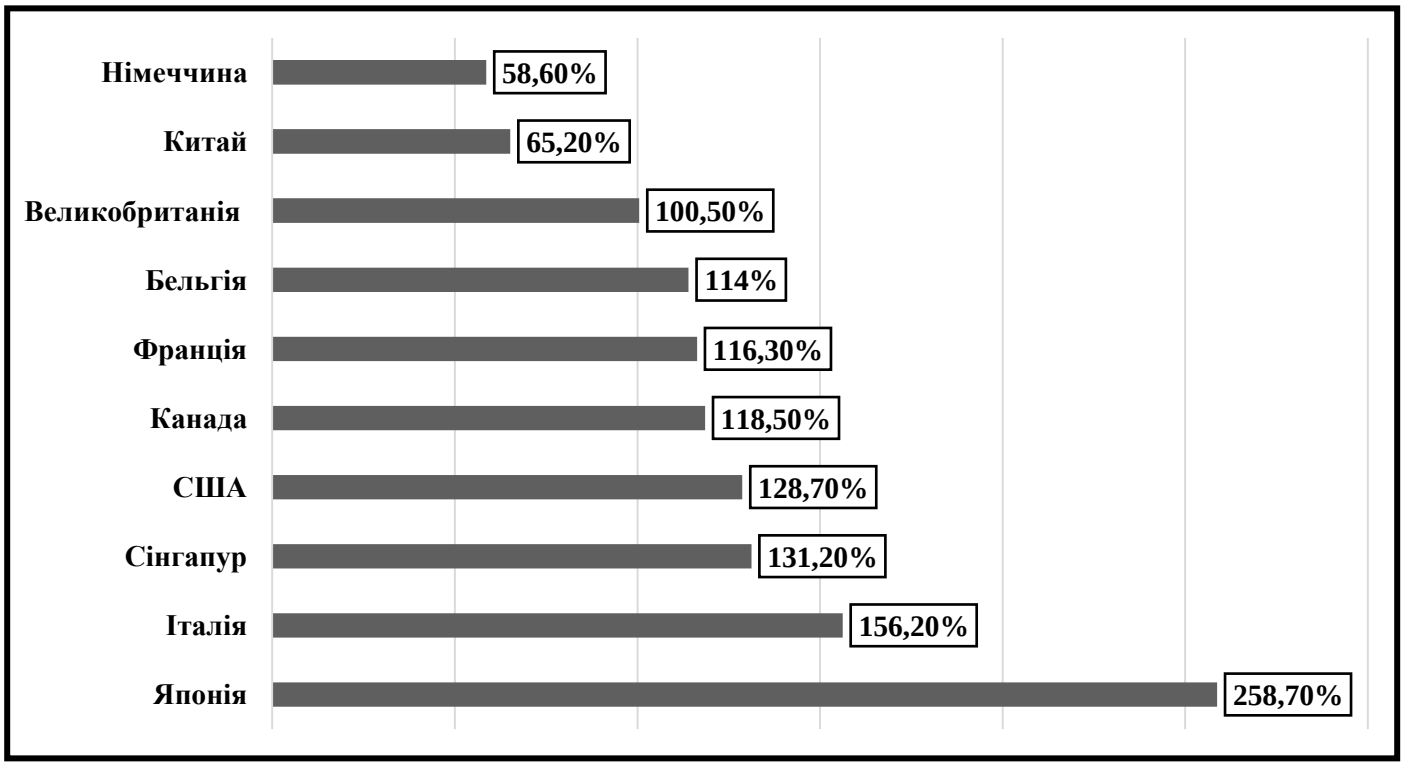

Рис. 2.1. Відношення державного боргу до ВВП у різних країнах світу в 2020 році, (%).

Примітка. Побудовано автором за даними Світового Банку (СБ).

Відповідно до результатів дослідження, проведеного експертами МВФ, основні інструменти боргової політики, що використовуються в кризовий період в різних групах країн[51], можна умовно розділити на три групи (табл. 2.1).

– введення нових цінних паперів і зміна структури цінних паперів, які пропонуються на ринку;

– зміна процедур і механізмів розміщення позик;

– операції на відкритому ринку.

Таблиця 2.1

Групи країн за використанням основних інструментів боргової політики

Країни	**Впровадження нових цінних паперів та зміна складу цінних паперів**	**Зміна процедур та механізмів розміщення позик**	**Операції на відкритому ринку**
Бельгія	√	√	√
Німеччина	√		
Італія		√	√
Нідерланди	√		√
Великобританія	√	√	√
США	√		√
Бразилія			√
Угорщина	√		√
Корея	√		√
Мексика		√	√
Польща	√	√	√
Турція	√	√	√

Примітка. Складено автором за даними Світового Банку (СБ).

Зазначимо, що за словами експертів, наведені інструменти є ефективними в кризовий період, проте мають короткостроковий характер. Запорукою успіху є створення більш складної і більш досконалої моделі управління державним боргом. Зокрема, в таких країнах, як Данія і Швеція, застосовується особливий підхід до управління зовнішнім державним боргом, який корелює з практикою управління портфелем цінних паперів.

Головним завданням такого підходу єскорочення витрат на погашення і обслуговування боргу. Для цього будується теоретична базова модель портфеля боргових зобов'язань з розбивкою за видами валют, термінами погашення, вартості обслуговування боргу, оптимальним для певної країни графіком боргових платежів. Далі ставиться завдання наближення фактичної моделі до базової з використанням різного інструментарію управління державним боргом.

При цьому оцінюється поточна ситуація на світовому ринку позикових капіталів, можливості країни щодо використання тих чи інших боргових інструментів і приймаються певні відхилення від базової моделі.

Для проведення таких операцій створюється агентство з управління державним боргом, діяльність якого контролюється міністерством фінансів. Даний підхід є більш продуктивним з точки зору підтримки помірного рівня боргу в цих країнах, ніж складання і виконання звичайних програм зовнішніх запозичень. Важливим завданням діяльності боргового агентства є вибір найкращої з усіх можливих схем взаємодії з кредиторами. А головна мета - ефективне управління державним боргом з мінімальними витратами на його обслуговування [13].

Для України у контексті вивчення кращих зарубіжних практик управління державним боргом важливим є досвід насамперед пострадянських країн та європейських країн, що розвиваються. Фіскальний дисбаланс цих країн має певну історичну схожість з ситуацією в Україні. Так, у Латвії та Польщі утримали і навіть підвищили рівень заощаджень в національній економіці. Україна ж, навпаки, дедалі більше споживала, що лише посилювало дисбаланс.

Особливої уваги заслуговує боргова позиція Японії. Хоча ця країна має, здавалося б, критично великий державний борг (майже 250% ВВП 2020 р.), проте ризики суверенного боргу все ж не визначаються як критичні. Справа у тому, що державний борг країни переважно зосереджений у національних інвесторів, і навіть більше – у тому ж державному секторі країни.

Для Японії є характерним існування різноманітних державних агентств, спрямованих на виконання тих чи інших функціональних завдань держави. Тому й кредитні відносини чи питання рефінансування окремих державних економічних агентів не створюють реальних проблем для державних фінансів країни [13].

До того ж, в Японії вже упродовж двох десятиліть утримуються практично нульові (а в окремі періоди навіть негативні) процентні ставки на боргові ресурси.

Відповідно, обслуговування боргу не є обтяжливим та витратним для державного бюджету.

Як свідчить міжнародний досвід, першочерговим завданням у процесі визначення напрямів удосконалення управління державним боргом в середньостроковій та довгостроковій перспективі є проведення оцінки якості (ефективності) управління державним боргом на основі комплексного підходу.

Вона дає можливість побачити сильні та слабкі сторони боргової політики в конкретній країні, допомагає визначити плани формування й зміцнення потенціалу та інституційної структури системи управління державним боргом з урахуванням конкретних потреб держави.

Наразі провідною методикою оцінювання якості управління боргом є методика оцінювання ефективності управління державним боргом (ОЕУДБ), розроблена спеціалістами Департаменту економічної політики і боргу групи Світового банку на основі найкращої міжнародної практики. Вона орієнтована на країни з низьким і середнім рівнем доходів та є своєрідним інструментом для оцінювання ефективності роботи уряду за допомогою використання комплексного набору показників ефективності, що охоплює весь спектр функцій у галузі управління державним боргом.

Ця методика створена з метою її використання як міжнародно визнаного стандарту в галузі управління державним боргом.Крім того, вона дає змогу проводити моніторинг щодо прогресу в досягненні цілей управління державним боргом у визначеному часовому проміжку згідно з найкращою світовою практикою.

Вважаємо доцільним вказати девять груп показників для проведення аналізу ефективності боргової політики держави (рис. 2.2.):

Рис. 2.2. Показники аналізу ефективності управління державним боргом.

Примітка. Побудовано автором за даними Міжнародного валютного фонду (МВФ).

В основі управління державним боргомлежить низка законодавчих норм, які регулюють операції та діяльність у сфері державного боргу [14, с. 50]. Аналіз нормативно-правихактів є обов'язковою процедурою аналізу державного боргу.Відповідно до загальноприйнятої міжнародної практики під час проведенняаналізу боргових зобов'язань доцільно керуватися законодавчими актами з питаньдержавного боргу, де мають бути відображені такі аспекти:

– зрозуміла політика і стратегія з питань державного боргу;
– чітко визначені цілі здійснення боргових зобов'язань;

– установа, відповідальна за отримання кредитів від імені держави та проведення пов'язаних із цим платежів;

– орган, на який покладено погодження боргових угод;

– суб'єкти, уповноважені підписуватиборгові угоди;

– установа, відповідальна за облік та управління у сфері державного боргу, а також здійснення пов'язаних з цим трансакцій і забезпечення гарантій повернення запозичених коштів;

– випадки та умови, за яких держававиступає гарантом повернення кредитів і позик;

– зобов'язання щодо оприлюднення звітів про стан державного боргу, у тому числі доступу до відповідної інформації.

Відповідно до міжнародного досвіду таке оцінювання має здійснюватися незалежним органом з обов’язковим публічним оприлюдненням його результатів; його кінцевим етапом повинно стати проведення відповідного вдосконалення управління державним боргом на рівні уряду.

Таким чином, світовою практикою акумулювано значний досвід управління держаним боргом, встановлені основні принципи і цільові орієнтири ефективної та дієвої боргової політики. У більшості країн світу зусилля уряду спрямовані на підвищення стійкості державних фінансів до зовнішніх шоків і забезпечення фінансової стабільністьності в країни.

Методи управління державним боргом сформувалися завдяки тісній співпраці країн-дебіторів і країн-кредиторів за тривалий період світової практики. Вони мають свою специфіку в кожній країні, що обумовлено відмінностями в рівні економічного розвитку, політичному ладі, соціально-економічній політиці уряду [14, с. 50].

Основні інструменти боргової політики, які були впроваджені в різних країнах — це введення нових цінних паперів і зміна структури цінних паперів, які пропонуються наринку, зміна процедур і механізмів розміщення позик, а також операції на відкритому ринку. При цьому будь-які інструменти мають вживатись

узгоджено та підпорядковано єдиній борговій політиці, спрямованій на зниження боргових ризиків, оптимальність структури боргу, збереження фінансової незалежності країни.

В сучасних умовах державний борг не є винятковим явищем. Більшість країн, незалежно від розвиненості їх економіки, мають державний борг, що формується внаслідок використання державного кредиту. Використання державного кредиту обумовлено необхідністю усунення розриву між зростаючими витратами держави і обмеженими можливостями формування доходів бюджету. Основною причиною збільшення державних витрат є посилення ролі держави в сферах суспільного життя, розширення його економічних і соціальних функцій, непередбачені надзвичайні ситуації та стихійні лиха. Відповідно, актуалізується роль ефективної боргової політики та системи методів управління державним боргом. У світовій практиці акумульовано істотний досвід управління державним боргом.

В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, а з тим – домогтися стійкого економічного розвитку. Для цієї мети можуть застосовуватися різні стратегії та методи управління погашення і обслуговування боргу. Виділяють загальні методи управління державним боргом, якими є консолідація, конверсія, рефінансування, уніфікація, реструктуризація, анулювання заборгованості [14, с. 50].

Найчастіше сьогодні використовується рефінансування і реструктуризація, за допомогою яких вдається погасити поточні запозичення і платежі за ними за рахунок залучення нових ресурсів. Методи регулювання боргу специфічні в кожній країні, що обумовлено відмінностями в рівні економічного розвитку, політичному ладі, соціально-економічній політиці уряду, чинному законодавстві. Вибір заходів здійснюється виходячи з економічних показників, обсягу і структури заборгованості.

Ефективність управління державним боргом країни багато в чому визначає перспективи її соціально-економічного розвитку та макроекономічної стабільності.

2.2. Аналіз механізмів і причин реструктуризації зовнішнього боргу

Цілі та завдання, які вирішуються шляхом реструктуризації, це — забезпечення виживання економіки держави на короткий строк, досягнення мінімальної ліквідності через прийняття експрес-мір, які грунтуються на внутрішніх резервах; досягнення довгостроковоїконкурентоздатності економіки на міжнародній арені шляхоманалізу причин, через які державна економіка втратила конкуренті позиції, визначення перспективних сфер діяльності, для формування стратегіїта цілей вирішення проблем.

Відзначимо, що реструктуризація може застосовуватись в трьохосновних ситуаціях:

По-перше, в умовах, коли держава знаходиться в стані глибокої кризи.

По-друге, в умовах, коли поточне положення економіки можна визнати рецесійним і прогнози її є несприятливими.

По-третє, реструктуризації можуть піддатися благополучні, швидкозростаючі економіки. Їх завдання вприскореному нарощувані відриву від найближчих конкурентів та створення унікальних конкурентних переваг. Причому у випадку ранньої ідентифікації кризової ситуації надається велика свобода маневру та більш широкий вибір антикризових процедур, у тому числі й методів та засобів реструктуризації [15, с. 12].

Реструктуризація боргу — одна з форм реорганізації умов боргу, у процесі якої боржники та кредитори домовляються про відстрочення виплат заборгованостей за основною сумою кредиту та за процентами, сплата яких повинна настати у певний час, а також про новий графік таких платежів.

Існує ціла низка проблем, що виникають у процесі регулювання боргів. Суверенна держава може змінювати свої закони в односторонньому порядку, користуватися імунітетом щодо громадянських позовів. На практиці немає механізму, який визначає неспроможність держави. Виконання рішень або постанов стосовно держави часто є неможливим. У деяких країнах заборонено, щоб державні установи та уряди країн укладали контракти, якіперебувають під юрисдикцією іноземних судів.

Документація кредитів суверенних позичальників схожа на документацію комерційних кредитів. Офіційні кредити та кредити, гарантовані урядом, повинна сплачувати держава, за інші кредити держава не несе відповідальності. Правову основу кредиту — повноваження на отримання кредиту — викладено в конституції, у парламентському акті. На практиці більшість угод має стандарту форму, іншими словами, положення та умови угоди визначені раніше, і позичальнику вельми рідко вдається висловити свою думку щодо змісту цієї угоди.

З усвідомленням цієї думки в 1990-х роках було розроблено цілу низку схем такої реструктуризації. Основними шляхами конвертації проблемних боргових зобов'язань є такі: списання боргу, викуп боргу, сек'юритизація, конверсія боргу [15, с. 14].

Списання боргу застосовується лише в крайньому випадку. Такий випадок виникає лише тоді, коли іноземні зобов'язання перевищують платоспроможність певної країни.

У такій ситуації держава-позичальник змушена залучати частину власного ВВП, необхідного для національного господарського розвитку, на погашення зовнішньої заборгованості, яка, по суті, стає додатковим податком на громадян даної країни. Така ситуація не стимулює економічного зростання, і додатковий «борговий навіс» знижує доходи громадян і гальмує національні інвестиції. Ця ситуація добре ілюструється теорією «боргової кривої Лаффера» (рис. 2.3.).

Вона визначає взаємозалежність вартості іноземного боргу (очікуваний обсяг врахованого потоку трансферів) та загального обсягу боргових зобов'язань країни-

позичальника. При невеликому розмірі іноземного боргу обсяг виплат практично збігається з обсягом зобов'язань, тобто зовнішній борг має шанси бути виплаченим повністю. Але чим більший борг, тим меншими стають виплати за ним (така ситуація виникає після певної критичної точки, що є суб'єктивною економічною величиною і залежить від багатьох господарських показників країни-дебітора) [15, с. 17]. Зі збільшенням запозичень падає і ринкова ціна іноземного боргу. У цьому випадку виникає необхідність списання частини боргу. Щоправда, слід зробити застереження, що, якщо кредитори мають змогу раціоналізувати процес видачі нових та обслуговування старих кредитів, то позичальник може і не опинитися в ситуації об'єктивної необхідності списання боргу.

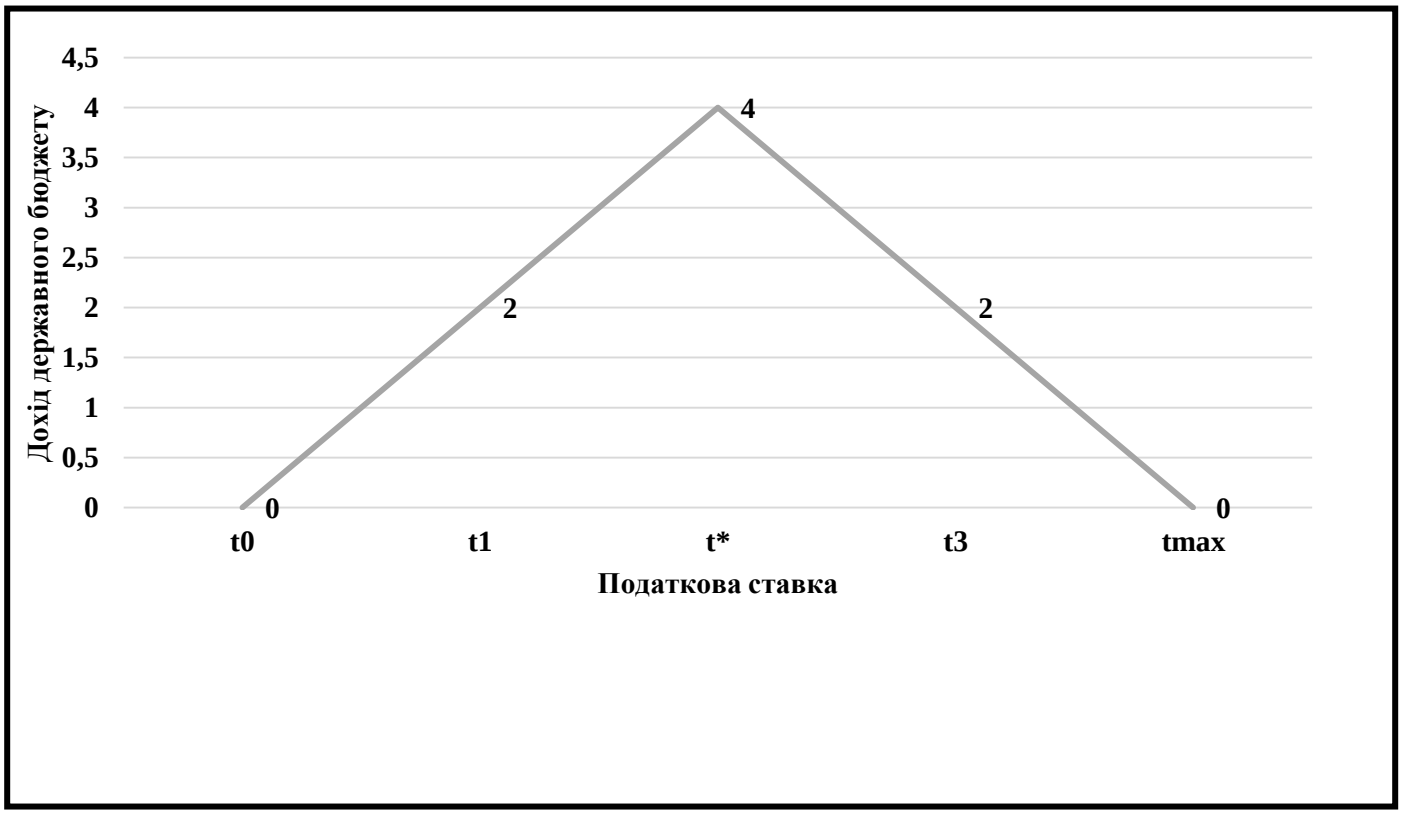

Рис. 2.3. Боргова крива Лаффера.

Джерело: Наближення вітчизняної системи управління борговими ризиками до стандартів ЄС – Режим доступу: https://niss.gov.ua.

Наступним шляхом реструктуризації зовнішньої заборгованості є викуп боргу, що являє собою купівлю країною-позичальником своїх боргових зобов'язань на відкритому ринку зі значним дисконтом. Річ у тім, що тут окремі боржники мають суттєві золотовалютні резерви або можуть без особливих зусиль їх наростити за рахунок експорту, а борги цих країн відносяться кредиторами до числа сумнівних і продаються на відкритому ринку з великим дисконтом. Тоді виникає ситуація, за якої дебітору вигідно викупити свої борги з цим дисконтом, іншими словами — за їх часткову вартість. Для позичальників це означало б, що частину боргу кредитори їм простили.

Оскільки зворотні закупівлі мають на увазі платежі паушальної суми в конвертованій валюті, ці платежі не повинні здійснюватися, якщо вони можуть завдати шкоди здатності боржника обслуговувати заборгованість, що залишається [15, с. 17]. Таким чином, зворотні закупівлі мають здійснюватися тільки в тому разі, якщо країна не стикається з труднощами у виплаті своєї заборгованості і має добру репутацію серед кредиторів Паризького клубу. Платежі, пов'язані зі зворотною закупівлею мають погоджуються з умовами програм МВФ для країни, якщо кредит виданий за умови однієї з такої програм.

Таке врегулювання проблеми зовнішнього боргу утруднено двома об'єктивними обставинами. По-перше, в цьому разі порушується принцип черговості, тобто переваги на погашення більш давніх боргів, оскільки позичальник, звісно ж, буде намагатися викупити зобов'язання з найбільшою знижкою. По-друге, виникає ефект «зворотного відбору», коли найвищі переваги отримують найгірші позичальники, борги яких торгуються з найвищими знижками.

Третьою схемою регулювання проблеми іноземного боргу є сек'юритизація боргів. Річ у тім, що при достроковому викупі боргу виникає щонайменше два обмеження: розмір валютних резервів країни-дебітора і позиція кредиторів з питань викупу окремих боргів [15, с. 19]. Сек'юритизація дозволяє долати ці обмеження, оскільки являє собою механізм емісії дебітором нових зобов'язань у вигляді облігацій,

які або обмінюються на старий борг, або продаються на відкритому ринку. Будь-який кредитор (боржник) має змогу сек'юритизувати свої активи (або борги), а успіх операції залежатиме від:

– готовності ринку взяти додатковий ризик;

– стану фінансів боржника з погляду обслуговування нових зобов'язань, джерелом погашення яких є старі борги;

– політичних мотивів.

Серед основних видів цінних паперів, у які переоформлено державний борг, виділяють дві основні групи: іноземні облігації (випускаються нерезидентами на внутрішньому ринку іноземної держави) та єврооблігації (середньо- і довгострокові зобов'язання в євровалюті, які випускаються для розміщення на єврринку серед зарубіжних інвесторів).

Нарешті, четверта схема реструктуризації зовнішнього боргу — конверсія. Конверсія боргу являє собою перетворення боргових зобов'язань, за якими не виплачуються відсотки (або занадто обтяжливих боргових зобов'язань) у нові зобов'язання, які поліпшують стан позичальника або у фінансовому відношенні, або з точки зору перспективи. Технічно такі операції не призводять до зміни структури існуючих зобов'язань або до отримання нових позик [17, с. 242]. Кредитні корпорації, які стикаються зі списанням значної частини активів, часто обмінюють їх на боргові зобов'язання меншої номінальної вартості, імовірність виконання яких вища, або на цінні папери позичальників із числа акціонерних компаній. За своїм функціональним змістом конверсія поділяється на три типи:

– переведення боргу в місцеву валюту (свопи борг/акції, борг/борг, борг/ресурси на цілі розвитку);

– прямий обмін на активи (свопи борг/несплачені боргові вимоги, борг/місцевий борг/фінансова реструктуризація);

– прямий обмін на товари (свопи борг/товари, борг/експорт).

Конверсія боргу виконує такі функції: управління заборгованістю та стимулювання інвестицій. Функція управління заборгованістю знижує загальний тягар боргу в країнах, які більш зацікавлені у величині конвертованого боргу, ніж у використанні місцевих коштів. Країна може повернути капітал, який «відтік», дозволивши місцевим громадянам використовувати механізм конверсії боргу, щоб репатріювати капітал, яким вони володіють за межами країни.

Країни, для яких зменшення заборгованості є предметом головного занепокоєння, розроблятимуться програми конверсії боргу, що потребують мінімальної інформації відносно кредитора і дозволяють кредитору заволодіти значною частиною прибутку за рахунок знижки з ціни на вторинному ринку. Однак ці країни мають установити деякий мінімальний період стримування для місцевих капіталовкладень, з тим щоб інвестор не міг використовувати механізм конверсії боргу, щоб швидко отримати прибуток від валютних операцій.

Конверсія боргу стимулює інвестування, надаючи можливість уряду запропонувати вигідний обмінний курс новим інвесторам, зацікавленим в участі в загальному економічному розвитку країни або в розробленні таких конкретних урядових ініціатив, як програми приватизації [17, с. 242].

У цьому випадку країну-боржника насамперед цікавить характер і якість інвестицій, причому в кількісному відношенні конверсія боргу набуває другорядного значення. Країни, зацікавлені у використанні конверсії боргу для стимулювання інвестицій, мають розробити програми, в яких обумовлюється прибуток для інвесторів, які бажають вкласти капітали в конкретні сектори економіки на тривалий період.

Конверсія боргу якоюсь мірою вигідна всім учасникам. Боржник частково виплачує свій борг у місцевій валюті зі знижкою від повної вартості, тоді як інвестор фінансує капіталовкладення за більш сприятливим курсом. Країна отримує вигоду, конвертуючи частину свого боргового тягаря і нові продуктивні активи.

Однак конверсія може спричинити значні витрати на управління боргом і перерахунок інвестицій. Витрати на управління боргом включають інфляційний вплив

у зв’язку з друкуванням нових грошей для фінансування конверсії та ризику, що механізм міг бути використаний місцевими та іноземними інвесторами для отримання короткострокового прибутку в результаті валютних угод, цей метод відомий як «раунд-триппінг» (купівля цінного папера з наступним продажем протягом короткого проміжку часу).

Мобілізація капіталу за допомогою випуску акцій не звільняє країну від зовнішніх зобов’язань, а лише переводить договірні з певним строком зобов’язання в домовленість про розподіл прибутків і збитків. Протягом часу для країни, що розвивається, вкладення у цінні папери можуть перевищити вартість позики. Крім того, інвестиції можуть збільшити валютний ризик для країни-боржника, адже інвестиції можуть принести дохід у місцевій або в будь-якій іншій іноземній валюті, оскільки ці інвестиції використовувалися для отримання дивідендів чи погашення боргу.

Отже, сьогодні не існує якого-небудь однозначного вирішення проблеми «боргового навісу». Усі розроблені схеми реструктуризації зовнішньої заборгованості мають цілий ряд недоліків, тому при регулюванні іноземного боргу необхідно всебічно вивчити кожен конкретний випадок, зводячи до мінімуму дію негативних наслідків і враховуючи не тільки економічні, а й політичні фактори.

2.3. Оцінка результативності політики реструктуризації зовнішнього боргу країнами, що розвиваються

Країни з низьким рівнем доходу сьогодні стикаються з меншою кількістю боргових проблем, ніж 25 років тому, зокрема завдяки ініціативі «Бідні країни з великою заборгованістю», яка скоротила некерований борговий тягар у країнах Африки на південь від Сахари та інших регіонах. Але хоча показники заборгованості нижчі, ніж у середині 1990-х років, за останнє десятиліття борг зростає, і зміна складу кредиторів ускладнить реструктуризацію.

Удосконалення Спільної системи регулювання боргів Групи двадцяти, від якої тепер можуть скористатися 73 країни, які мали право на Ініціативу призупинення обслуговування боргу G20 (DSSI) у 2020-2021 роках, може розчистити шлях через цю зростаючу складність кредиторів [20, с. 188].

Пропонуємо розглянути декілька прикладів реструктуризації. Для першого прикладу ми вирішили розглянути реструктуризацію Аргентини у 2005 році.

Дефолт Аргентини був безпрецедентним за розміром, що призвело до дуже складного та суперечливого процесу реструктуризації боргу. Важливо, що через те, що лише 53% боргу Аргентини несли тягар реструктуризації, списання мало бути величезним, щоб Аргентина досягла своїх цілей щодо стійкості боргу. Незважаючи на скрутне становище Аргентини, кредитори стверджували, що Аргентина не була звільнена від відповідальності за ведення переговорів і розробку плану реструктуризації, який би дозволив Аргентині зменшити її загальний борг, ставитися до багатьох кредиторів недискримінаційним чином і мінімізувати можливість тривалих і дорогих судових позовів.

Реструктуризація понад 100 облігацій, деномінованих у семи валютах і керованих законодавством восьми правових юрисдикцій, значно ускладнила завдання. Наприклад, борг, який підпадає під дію британського та японського законодавства, діє відповідно до положень про колективні дії, що полегшує вирішення, оскільки дозволяє більшості власників облігацій приймати обов'язкові для всіх рішення. Застереження про колективні позови не застосовуються до боргів, які регулюються законодавством США (Нью-Йорк), Німеччини чи Італії. Результатом стали численні класифікації та індивідуальні позови, подані в США та європейських країнах.

Аргентина спочатку вирішила свою боргову дилему, відклавши приватних власників облігацій від переговорів з МВФ. Насправді власники облігацій не мали свого першого справжнього контакту з аргентинською владою до березня 2003 року, через 15 місяців після початку кризи. У той час Аргентина натякнула, що до всіх боргів не будуть ставитися однаково, і очікується, що іноземні власники облігацій візьмуть на

себе найбільше списання боргу. Однак деталі пропозиції Аргентини не з’являться ще через шість місяців. У той час як переговори з кредиторами залишалися в глухому куті, 10 вересня 2003 року Аргентина уклала нову суперечливу трирічну угоду stand-by з МВФ на суму 12,6 мільярдів доларів, яка замінила нещодавно укладений семимісячний тимчасовий договір [20, с. 188]. Після напружених переговорів МВФ за рішучої підтримки Сполучених Штатів погодився на те, що дехто характеризує як «м’яку» угоду з Аргентиною після того, як вона пропустила платіж у розмірі 2,9 мільярда доларів, що призвело до технічної заборгованості перед МВФ на один день.

Угода з МВФ забезпечила необхідну політичну основу для початку офіційних переговорів із приватними власниками облігацій. Важливо те, що ці рамки були обмеженими та включали прийняття офіційної пропозиції Аргентини взяти на себе зобов’язання щодо первинного бюджетного профіциту в розмірі 3% ВВП на 2004 рік, хоча на фактичні боргові виплати було б виділено трохи менше. МВФ інтерпретував це фактично як мінімум для зобов’язань Аргентини щодо обслуговування боргу, але в ретроспективі кредитори правильно вважали це більш довгостроковим максимумом, який вказував на те, що вони повинні очікувати більшого списання боргу, ніж передбачалося спочатку. Встановлюючи те, що багато хто вважав цільовим низьким первинним профіцитом, МВФ втратив довіру з боку кредиторів, які згодом поставили під сумнів здатність МВФ служити каталізатором для своєчасного та спільного процесу реструктуризації боргу.

Невдовзі після того, як програма МВФ була введена в дію, Аргентина звернулася до власників облігацій, зробивши початкову пропозицію 22 вересня 2003 року на щорічних зборах МВФ і Світового банку, що відбулися в Дубаї, Об'єднані Арабські Емірати [20, с. 188]. Це було широко витлумачено як пропозиція сплатити 25 центів за долар основної вартості боргу без визнання прострочених відсотків, що є безпрецедентною позицією. На основі чистої приведеної вартості (NPV), фінансові установи оцінили це як 90%, а не 75% зниження вартості облігацій. Аргентина з самого початку стверджувала, що це відповідає цільовому показнику первинного профіциту в

3%, що є суперечливою позицією, враховуючи, що сильне економічне зростання підтримує набагато більший профіцит. У грудні 2003 року навіть МВФ визнав, що Аргентина може отримати вищий первинний профіцит і погасити більшу частину свого дефолтного боргу.

Пропозиція Дубая зустріла опір з боку груп кредиторів, їхніх урядів і МВФ. Початкові припущення про те, що ця пропозиція була лише торгом, невдовзі змінилися відчуттям, що Аргентина була щирою і навряд чи змінить свою позицію. Групи власників облігацій негайно відхилили пропозицію Дубая, і МВФ відклав перший квартальний перегляд програми МВФ через відсутність руху в переговорах щодо боргу [29]. Перегляди МВФ необхідні для того, щоб країна залишалася в хорошому стані та отримувала наступну виплату коштів. Тоді Велика Британія, Італія, Японія та інші члени, які представляють 35% голосів МВФ, офіційно зафіксували своє невдоволення. Здійснюючи дуже незвичайний крок, вони утрималися від того, що зазвичай є формальним голосуванням щодо продовження кредитування країни, яка досягла своїх економічних цілей.

Незважаючи на це, Аргентина мала достатньо голосів, щоб пережити перший перегляд МВФ, але другий також був проблематичним через виплату МВФ у розмірі 3,1 мільярда доларів 9 березня 2004 року. Аргентина продовжувала досягати своїх макроекономічних цілей, викладених у домовленості з МВФ, але МВФ чинив тиск на Аргентину через відсутність «сумлінних» зусиль у переговорах щодо реструктуризації боргу та її неспроможність просунутися в мікроекономічних реформах, особливо щодо ціноутворення на комунальні послуги, банківського регулювання та реструктуризації провінційно-федеральної фінансової системи, яка сприяла кризі на першому місці. МВФ також вимагав, щоб Аргентина до вересня 2004 року домовилася про остаточну боргову угоду, прийнятну принаймні для 80% власників облігацій.

Незважаючи на тиск МВФ, кредитори скаржилися, що Аргентина продовжувала зустрічатися з ними лише на власних умовах, фактично «диктуючи» свою позицію, а не пропонуючи обмін умовами. У Буенос-Айресі було проведено багато зустрічей, що

збільшило витрати кредиторів і суперечило історичним прецедентам. У відповідь багато хто відмовився зустрічатися з аргентинськими консультаційними групами щодо боргу; інші наполягали на заборонах у судах США накладення арешту на власність аргентинців у Сполучених Штатах. Аргентина також зайняла жорстку позицію з МВФ, заявивши, що відмовиться здійснити заплановану виплату в розмірі 3,1 мільярда доларів, якщо не буде гарантовано, що МВФ схвалить другий перегляд і відповідну виплату коштів, необхідних для покриття цієї виплати [29].

Ці події призвели до незвичайного протистояння та підкреслили не лише той факт, що такий великий боржник, як Аргентина, використовує власні важелі впливу на кредиторів, але й те, що МВФ, інвестувавши в Аргентину 15 мільярдів доларів, поставив під загрозу власні інтереси, щоб утримати Аргентину від прострочення. У тій мірі, в якій це було мотивуючим фактором для дій МВФ, це спрацювало проти приватних власників облігацій, які сподівалися, що угода МВФ про резервний кредит стане ефективним стимулом для Аргентини покращити свою пропозицію щодо реструктуризації боргу. Зрештою було досягнуто компромісу, згідно з яким Аргентина погодилася вести офіційні переговори з усіма кредиторами, але не змінила своєї принципової пропозиції щодо глибини списання боргу або збільшення своїх фінансових зобов'язань понад 3% профіциту первинного бюджету. . МВФ піддавався критиці в пресі та інвестиційних компаніях за неспроможність більш суворо поводитися з Аргентиною, що знову стало центральним питанням третього перегляду, запланованого на червень 2004 року.

Аргентина розпочала, здавалося б, серйозні переговори з групами власників облігацій у квітні 2004 року, але власники облігацій знову заперечили цей процес [29]. У середині серії зустрічей, які власники облігацій знову охарактеризували більше як презентації, ніж як переговори, Аргентина несподівано скасувала подальші переговори та подала свою остаточну пропозицію 1 червня 2004 року. Було подано офіційну заявку 18-K/A до U.S. Securities and Біржовою комісією (SEC) 10 червня, виклавши положення цієї угоди. Власники облігацій відхилили цю «односторонню» пропозицію

ще до того, як її вдалося повністю проаналізувати, стверджуючи, що Аргентина знову не виконала зобов'язання, накладене МВФ, докласти «сумлінних зусиль для досягнення угоди про співпрацю».

Пропозиція Буенос-Айреса відрізнялася визнанням прострочених відсотків до кінця грудня 2001 року за умови, що щонайменше 70% власників облігацій погодилися на угоду. Крім того, платежі, пов'язані з ВВП, були додані до всіх облігацій, які передбачали, що Аргентина збільшить виплати, якщо економічне зростання перевищить заздалегідь визначені базові лінії. Це положення базувалося на сильному та стійкомузростанні аргентинської економіки, яке неможливо було гарантувати, і в будь-якому випадку групи власників облігацій визнали це в кращому випадку незначним зростанням і непривабливим для тих, хто не хоче або не може чекати роками, поки буде реалізована повна оцінка цього опціону.

Багато особливостей пропозиції Дубая було збережено, тому списання боргу все ще становило 75% непогашеної заборгованості, але на основі теперішньої вартості, а не номінальної [29]. Ця домовленість дозволила б президенту Кіршнеру зберегти обличчя, вимагаючи 75% списання боргу, одночасно покращивши пропозицію для власників облігацій порівняно з пропозицією Дубая. Величезний збиток для власників облігацій, однак, був би безпрецедентним, і пропозицію було широко відхилено.

Час пропозиції також був цікавим, перед переглядом МВФ у червні 2004 року. Аргентині потрібно було представити себе як ведучу добросовісні переговори з кредиторами, щоб зберегти добру репутацію з МВФ. Незважаючи на те, що червнева пропозиція була, безсумнівно, більш щедрою, ніж пропозиція Дубая, групи кредиторів на чолі з Глобальним комітетом власників аргентинських облігацій (GCAB) скаржилися, що це була одностороння пропозиція, подана як останній ультиматум, і лобіювали, щоб Аргентина порушила правила МВФ. умови. Вони також повернулися до судів і відповіли зустрічною пропозицією, яка передбачала: 1) скорочення строків погашення; 2) включений перший внесок; 3) підвищив загальну ставку стягнення з 25% до 55-60% початкової вартості боргу. Ця дія була заснована на потужному зростанні

аргентинської економіки, яке, на думку GCAB, повинно дозволити більші виплати за боргами.

Аргентина розглядає обмін боргів як «успіх», хоча кредитори думають зовсім по-іншому, а ті, хто відмовився, звертаються до суду в надії, що врешті-решт вони будуть винагороджені. Аргентина зробила інші кроки для нормалізації своїх фінансових відносин. У січні 2006 року він здійснив останній платіж МВФ у розмірі 9,8 мільярда доларів, почистивши свій рахунок.

У березні 2006 року Міжамериканський банк розвитку (МБР) схвалив позику в розмірі 500 мільйонів доларів для Аргентини, першу позику від міжнародної фінансової установи (МФО) після призупинення програми МВФ у 2004 році. Зараз Аргентина продовжує свою економічну політику. порядку денного, вільного від небажаних вказівок з боку офіційного сектору. Незважаючи на те, що економіка розвивається швидкими темпами, зростання інфляції та подальша відсутність прогресу в структурних реформах викликають багато питань щодо її довгострокового прогнозу.

Оглядаючись назад, за винятком, можливо, деяких так званих «низівців», які купують боргові зобов'язання з високою знижкою до або під час дефолту, важко визначити реальних переможців у аргентинській фінансовій кризі, що викликає більше запитань, ніж відповідей у чотирьох основних сферах політики: рішення країни про дефолт по боргу; роль МВФ; варіанти політики США; і кодекси поведінки щодо реструктуризації боргу країн, що розвиваються. Це питання, які Конгрес неодноразово розглядав під час слухань щодо міжнародних фінансових криз[36].

Аргентина живе в тіні найдорожчого суверенного дефолту в історії. Вона обґрунтовано стверджувала, що її борг просто занадто великий для погашення, і в поєднанні з відсутністю прогресу в структурних економічних реформах були підстави вважати, що економіка матиме проблеми з досягненням рівня тривалого зростання виробництва та доходів, необхідних для досягнення стійкість боргу без значного списання. Навіть після реструктуризації, яка забезпечила Аргентині значне полегшення боргу, обсяг державного боргу перевищив 80% ВВП, хоча обслуговування боргу було

значно скорочено через нижчі процентні ставки та подовжені терміни погашення нових облігацій. Прийнятність боргу все ще не гарантована, але її підтримують інші фактори, такі як триваючі високі економічні показники та збір податків, а також початок відновлення фінансових відносин з міжнародними фінансовими ринками. Потреба в стійкій фіскальній дисципліні є ще одним ключовим викликом для державної політики Аргентини.

Дефолт був безпрецедентним не лише через його тривале вирішення питання (понад три роки), низький рівень повернення (30% чистої прибуткової вартості) і значну залишкову заборгованість (24% кредиторів), але й процес, який розтягнувся (кредитори сказали б, що виставлявся напоказ) керівні принципи переговорів щодо державного боргу. Це стосується як широкого розуміння неформальних вказівок, так і більш формального розуміння, яке втілюється в політиці МВФ щодо кредитування приватних заборгованостей. Інші країни можуть дивитися на Аргентину як на модель відмови від державного боргу, але ціна фінансового краху Аргентини в довгостроковій соціально-економічній перспективі була руйнівною. За найкращого сценарію Аргентині загрожують десятиліття виплати зовнішнього боргу, поки вона намагається відновити економіку, яка постраждала від високого рівня бідності, безробіття та злочинності [36].

Для інвестиційних компаній та інших власників боргових зобов'язань країн, що розвиваються, сама думка про те, що інші можуть наслідувати приклад Аргентини, зміцнює їхнє переконання, що такий дефолт є дуже негативним прецедентом. Кредитори зневажили тактику переговорів Аргентини, але фінансові ринки, схоже, готові повернутися до Аргентини. Також буде цікаво побачити, чи зможе Аргентина уникнути будь-яких майбутніх запозичень від МВФ. З 1984 року по січень 2006 року вона постійно діяла з МВФ, але, здається, вона вирішила залишатися вільною від впливу МВФ.

В якості другого прикладу ми розглянемо реструктуризацію у Греції. Реструктуризація грецького боргу 2012 року стала найбільшою в історії суверенних

дефолтів. Затримка реструктуризації означала, що зовнішній борг залишився вищим, ніж був би в іншому випадку. Для плавної реструктуризації у валютному союзі необхідне сприятливе управління кризою.

Обмін грецького боргу 2012 року та подальший викуп був ключовим епізодом боргової кризи єврозони (Wyplosz 2010, 2013). Це була найбільша реструктуризація боргу в історії суверенних дефолтів і перша в єврозоні. Незважаючи на те, що вона досягла безпрецедентного в історії списання боргу – на суму 66% ВВП – було «занадто пізно» з точки зору відновлення боргової стійкості Греції. Його історичне значення полягає не лише в його безпрецедентному розмірі, але й у його часових рамках, розмірі втрат кредиторів, модальності та потенціалі поширення на решту периферії єврозони[36].

У одній статті (Xafa 2014) я розглядаю обмін грецьких боргів і подальший викуп на тлі кризи єврозони з метою витягти уроки для будь-якої майбутньої реструктуризації боргу в єврозоні та за її межами. Я вважаю, що затримка реструктуризації означала, що зовнішній борг залишився вищим, ніж був би в іншому випадку, додавши до передачі реальних ресурсів, які знадобляться для його обслуговування. Загалом досвід Греції показує, що впорядкована реструктуризація можлива у валютному союзі, але для того, щоб вона проходила гладко, без серйозних наслідків зараження, необхідні брандмауери та допоміжні інститути врегулювання криз. Суттєве збільшення «вогневої потужності» ESM і теоретично нескінченний захист, який забезпечує пряма монетарна операція ЄЦБ, дають змогу впоратися з будь-яким майбутнім суверенним епізодом на ранньому етапі, водночас обмежуючи сферу поширення. Завдяки інститутам і процедурам антикризового управління, а також значно суворішому фіскальному нагляду та «бейл-ін» банківських кредиторів, досвід Греції, ймовірно, залишиться унікальним в історії реструктуризації боргу.

Греція була першою країною єврозони, яка звернулася за офіційною фінансовою допомогою в травні 2010 року, за нею Ірландія в листопаді 2010 року та Португалія в травні 2011 року. Криза була спровокована відкриттям новообраного

уряду Папандреу в жовтні 2009 року про те, що дефіцит бюджету становитиме до 12,5% ВВП – удвічі вище, ніж повідомлялося раніше (пізніше було підтверджено на рівні 15,6%). Велика розбіжність у повідомлених цифрах підірвала довіру до бюджетного нагляду ЄС і призвела до різкого зростання вартості запозичень Греції, причому падіння прискорилося після послідовних понижень кредитних рейтингів. Ринкові настрої впали навесні 2011 року, викликані соціальними заворушеннями, поглибленням рецесії та очікуванням реструктуризації боргу. Різке зниження довіри викликало відтік депозитів, оскільки зростали побоювання, що Греція буде змушена вийти з єврозони, якщо ЄЦБ припинить надавати масштабну підтримку ліквідності для збереження стабільності. Хоча можливість суверенного дефолту вже замалювала, обмін боргом був укладений лише в березні 2012 року.

Грецький випадок є досить унікальним у літературі про суверенний борг. На відміну від боргових зобов'язань країн, що розвиваються, які зазвичай випускаються в іноземній валюті згідно з іноземним законодавством, основна частина боргу Греції була випущена в національній валюті відповідно до національного законодавства. Через членство в єврозоні, яка забороняє монетарне фінансування дефіциту, Греція була банкрутом у власній валюті, але не змогла роздути свої борги. Позитивним є те, що умови внутрішніх боргових зобов'язань можуть бути змінені в односторонньому порядку через акт парламенту. Однак Греція застосувала законодавчі дії лише для того, щоб змінити положення про колективні дії в облігаційних контрактах, щоб полегшити реструктуризацію.

Таким чином вдалося уникнути примусової реструктуризації, яка передбачає односторонню зміну умов платежу боржником, а також неконтрольованого дефолту, визначеного як одностороннє рішення позичальника призупинити виплати боргу через неспроможність або небажання платити. Натомість Греція домовилася з кредиторами про превентивний обмін боргу в рамках другого пакету допомоги, погодженого з МВФ і ЄС. Унікальні обставини Греції роблять реструктуризацію її боргу безпрецедентною подією, яка має обмежене значення для ринків, що розвиваються.

Затримка в реструктуризації Греції та її щедре ставлення до тих, хто не програє, викликали пропозиції про проміжний підхід між двома крайнощами: законодавчий підхід, такий як механізм реструктуризації державного боргу, запропонований МВФ після дефолту Аргентини 2001 року, але відхилений кредиторами (Крюгер 2002)[36], порівняно з переважаючим договірним, ринковим підходом, заснованим на положеннях про колективні дії (CAC), узгоджених у кожному конкретному випадку.

Оскільки немає великого бажання відновити реструктуризацію боргу чи інші арбітражні заходи, поточні пропозиції зосереджені на вдосконаленні переважаючих положень про колективні дії для забезпечення участі кредиторів і прискорення переговорів. Щоб обмежити ризик того, що ресурси МВФ використовуються лише для порятунку приватних кредиторів, МВФ запропонував фінансування кредиторів як умову кредитування Фонду у випадках, коли боржник втратив доступ до ринку, доки не буде чітко визначено, чи потрібне скорочення. можна зробити (IMF 2013a).

Пропозиції також включають створення Форуму державного боргу, щоб забезпечити місце для постійного вдосконалення процесу вирішення питань обслуговування державного боргу та для проактивних обговорень між боржниками та кредиторами для досягнення раннього взаєморозуміння з метою уникнення повномасштабної суверенної кризи.

Приватні кредитори, з іншого боку, в особі Інституту міжнародних фінансів (IIF), вважають, що добросовісні переговори залишаються найефективнішою основою для досягнення угод про добровільну реструктуризацію боргу, в тому числі у складному випадку боржників, які є членами валютної системи. спілок. Вони вважають, що одностороннє запровадження боржником призупинення, яке потурає МВФ, «серйозно підірве права власності кредитора та довіру ринку і, таким чином, підвищить премії вторинного ринку облігацій для залученого боржника та інших боржників у подібних обставинах» (IIF 2014).

Тим не менш, IIF визнає, що подальше вдосконалення контрактного підходу є бажаним, у тому числі за допомогою більш надійних положень про агрегацію.

У той час як модернізація положень про колективні дії гарантувала, що весь запас грецьких облігацій (177 мільярдів євро) було обміняно, деякі власники іноземних облігацій вирішили відкласти повну виплату (6 мільярдів євро з 28 мільярдів євро іноземного права). облігації)[38]. Цим непоганим кредиторам повертають кошти в повному обсязі, щоб уникнути безладного судового розгляду в аргентинському стилі. Ризик того, що кредитори можуть заарештувати грецькі активи за кордоном, вважався недоцільним брати на себе, щоб уникнути виплат за невиконаними вимогами, які становлять лише 3%загальна прийнятна заборгованість.

Паралельно з цим, справа NML Capital проти Аргентини, яка розглядається в судах США, продемонструвала, що кредитори, які не відмовляються, можуть мати значні важелі впливу, щоб зірвати угоду про реструктуризацію боргу після її укладення.4 Ці дві справи – хоч і різні – зосередили увагу на необхідності звести до мінімуму можливість блокування чи зриву всеосяжної реструктуризації державного боргу кредиторами, які не відмовляються від цього.

Той факт, що заборгованості були виплачені в повному обсязі в Греції, вбив клин між облігаціями місцевого та іноземного законодавства в інших країнах єврозони з великою заборгованістю. Гулаті та Зеттельмейєр (2012) запропонували добровільний обмін облігацій місцевого права на іноземне право в країнах єврозони з великою заборгованістю, пропонуючи більший договірний захист власникам облігацій в обмін на зменшення боргового тягаря. Усі нові облігації, випущені країнами єврозони після 1 січня 2013 року, повинні включати положення про колективні дії.

Однак положення про колективні дії в євро залишаються вразливими до проблеми невиконання зобов’язань, оскільки надто великий акцент робиться на супербільшості в окремих серіях облігацій замість того, щоб дозволяти активацію, коли сукупний поріг досягається всіма власниками облігацій (Bradley and Gulati 2012). Крім того, основна частина непогашеної заборгованості в більшості країн єврозони залишається згідно з місцевим законодавством без положень про колективні дії. Щоб запобігти позовам кредиторів, які не відмовляються, Buchheit et al. (2013)

запропонували внести зміни до Договору про ESM, щоб надати імунітет активам країни-боржника від арешту особами, які не виплачують кредитів.

Ініціативи, які здійснюються на низці форумів, включаючи МВФ, IIF, Міністерство фінансів США та Міжнародну асоціацію ринків капіталу, спрямовані на встановлення кращих ринкових стандартів для CAC. Спираючись на приклад Греції, МВФ запропонував вивчити «доцільність заміни стандартних дворівневих порогів голосування в існуючих положеннях про агрегацію одним порогом для голосування, щоб блокування міноритаріїв у серії єдиних облігацій не могло зірвати успішну реструктуризацію в іншому випадку» (МВФ 2013).

Однак цей підхід не розрізняє власників облігацій залежно від строку погашення їхніх вимог [38]. Підпорядкування всіх облігацій рівномірній стрижці, незалежно від терміну погашення, передбачає вищу втрату NPV для короткострокових облігацій. Ці питання ілюструють потребу в будь-якому новому ринковому стандарті для досягнення збалансованого ставлення до прав боржника та кредитора шляхом включення положень про агрегацію та зниження порогів голосування, з одного боку, при збереженні гарантії голосування за схвалення більшості за серією, з іншого.

Висновки до розділу 2

У другому розділу нами було проаналізовано досвід використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу країнами світу. В рамках нього було детально розглянуто боргову політику країн світу та оцінку її ефективності; проаналізовано механізми і причини реструктуризації зовнішнього боргу; дано оцінку результативності політики реструктуризації зовнішнього боргу країнами світу.

У світовій практиці акумульовано істотний досвід управління державним боргом. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і

довгостроковій перспективі, а з тим – домогтися стійкого економічного розвитку. Для цієї мети можуть застосовуватися різні стратегії та методи управління погашення і обслуговування боргу. Виділяють загальні методи управління державним боргом, якими є консолідація, конверсія, рефінансування, уніфікація, реструктуризація, анулювання заборгованості. Найчастіше сьогодні використовується рефінансування і реструктуризація.

На сьогоднішній день не існує якого-небудь однозначного вирішення проблеми «боргового навісу». Усі розроблені схеми реструктуризації зовнішньої заборгованості мають цілий ряд недоліків, тому при регулюванні іноземного боргу необхідно всебічно вивчити кожен конкретний випадок, зводячи до мінімуму дію негативних наслідків і враховуючи не тільки економічні, а й політичні фактори. У рамках дослідження було розглянуто два приклади реструктуризації зовнішнього боргу в Греції та Аргентині.

РОЗДІЛ 3
ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ МЕХАНІЗМІВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ

3.1. Чинники та суб'єкти формування і механізми управління сукупною зовнішньою заборгованістю України

На сучасному етапі економічний розвитокукраїни все більше залежить від міжнародногофінансового капіталу та зважаючи на євроінтеграційний вектор розвитку України, така залежність спричинила збільшення зовнішніх державних запозичень та посилення боргового тискуна економіку держави.

У сучасній економічній літературі трактування державного боргу значно різнитьсяміж собою, це пов'язано, насамперед, з тим, щодержавний борг характеризують з різних позицій:за змістом, за формою, за юридично — правовимстатусом тощо.

Сучасний дослідник державних фінансів Рожко О.Д. визначає таке трактування: «заекономічним змістом державний борг — цезагальна сума заборгованості держави, яка складається з усіх прийнятих та непогашених боргових зобов'язань держави, включаючи боргові зобов'язання держави, що вступають в діюв результаті виданих гарантій за кредитами, абозобов'язання, що виникають на підставі законодавства або договору»[8].

Державний борг складається із заборгованості центрального уряду, регіональних та місцевих органіввлади, а також боргів всіх корпорацій з державноюучастю пропорційно частці держави в їх капіталі.

У складі державного боргу виділяють зовнішній та внутрішній борг, також до його складувідносять гарантований державою борг.

Гарантований державою борг - загальна сумаборгових 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.

Правове регулювання державного та гарантованого державою боргу в Україні здійснюєтьсявідповідно до Конституції України, БюджетногоКодексу України та інших нормативно-правовихактів, що регулюють відносини, які виникаютьу зв'язку з погашенням та обслуговуванням державного та гарантованого державою боргу. Граничний обсяг державного боргу визначається за ст. 18 Бюджетного кодексу України, в якійзазначено, що величина суми боргу не має перевищувати 60% фактичного річного ВВП України.

У разі перевищення граничної величини боргу Кабінет Міністрів України зобов'язаний вжити термінових заходів з метою зменшення суми державного боргу до встановленої величини і нижче [8].

На сьогоднішній день, проблема державного боргу набуває особливого значення, зокрема, це пов'язано з такими факторами як:

– постійний дефіцит бюджету України;
– наявність значних боргових зобов'язань перед країнами-кредиторами;
– інфляція, і як наслідок знецінення коштів;
– недостатній обсяг золотовалютних резервів, тощо.

Для подальшого дослідження доцільно розглянуту структуру Державного боргу України.

Структуру державного та гарантованого державою боргу за даними Міністерства фінансів України станом на 30.09.2022 наведено в табл. 3.1:

Таблиця 3.1

Структура державного та гарантованого боргу України

станом на 30.09.2022 року

(млн. грн.)	**Зовнішній борг**		**Внутрішній борг**		**Усього**	
Державний борг	1 945 442,2	54,2%	1 291 322,6	36,0%	3 236 764,9	90,2%
Гарантований борг	278 886,0	7,8%	71 733,9	2,0%	350 619,9	9,8%
Сукупний борг	2 224 328,3	62,0%	1 363 056,5	38,0%	3 587 384,7	100%

Примітка. Складено автором за даними Міністерства фінансів України.

Сучасна економічна ситуація в Україні демонструє, що в структурі сукупного державногоборгу левову часку займає саме зовнішній борг - 62,0% від загальної суми боргу. Залучення іноземного капіталу є вимушеною мірою, оскільки існує необхідність покриття дефіциту бюджету, рефінансування раніше здійснених державних запозичень (див. Рис. 3.1.).

При ефективному використанні залучених ресурсів зовнішні запозичення сприяютьзалученню в країну додаткових фінансових ресурсів, відкривають доступ до досягнень у науковотехнічній сфері, сприяють пом’якшенню проявівфінансової нестабільності. Але з іншої сторони, недостатні можливості бюджету щодо обслуговування зовнішньої заборгованості можуть стати підґрунтям для дефолту у державі [8].

Дефіцит бюджету є першоосновою виникнення та неперервного зростання державногоборгу України. Відповідно до Бюджетного кодексуУкраїни дефіцит бюджету — це перевищеннявидатків бюджету над його доходами (з урахуванням різниці між наданням кредитів з бюджетута поверненням кредитів з бюджету), (див. Рис. 3.2.).

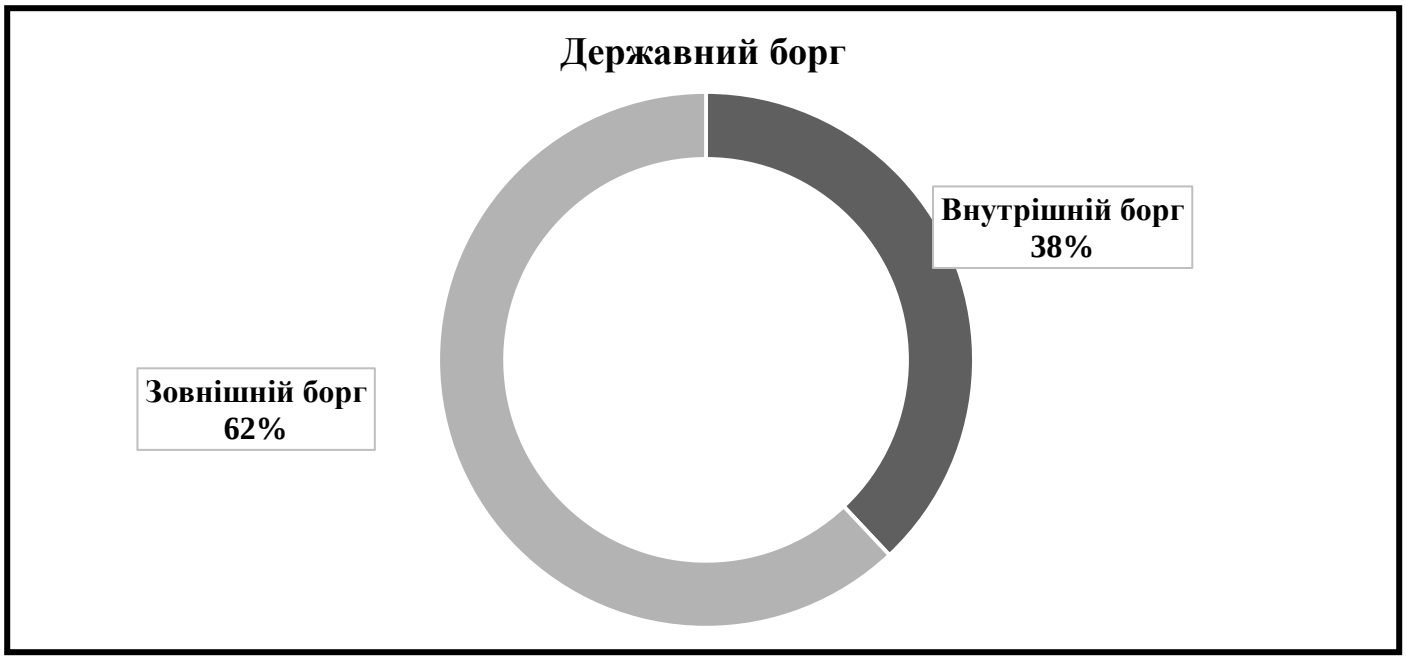

Рис. 3.1. Структура державного боргу України станом на 30.09.2022 року, (%).

Примітка. Побудовано автором за даними Міністурства фінансів України.

Згідноз Маастрихтською угодою дефіцит бюджету маєпевні обмеження. Встановлено, що припустимимє дефіцит на рівні 3% від ВВП. Хоча такий норматив є досить умовним, тому що межа безпекибюджетного дефіциту залежить від особливостей конкретної країни у тій чи іншій економічнійситуації. Динаміка дефіциту бюджетустворює передумови для формування постійногоборгового тиску на економіку нашої країни [9].

Аналізуючи дану ситуацію варто відзначити,що за весь період Україна мала дефіцитний бюджет.Починаючи з 2008 року простежується чітка тенденція до зростання абсолютного показника дефіциту бюджету.

До 2010 року темпи зростання цьогопоказника суттєво підвищувалися. За весь досліджуваний період найбільш високі показники припадали на 2010, 2013, 2014 роки. Щодо 2013-2014 років,то таке становище є наслідком політичної ситуаціїна сході країни, зумовленої до сих пір невирішенимвійськовим конфліктом.

У 2014 році сума дефіциту бюджету досягла максимального значення за весь аналізований період. Дещо менший дефіцит державного бюджету спостерігався в 2015 році, протев 2016 році знову відбувається зростання його суми.

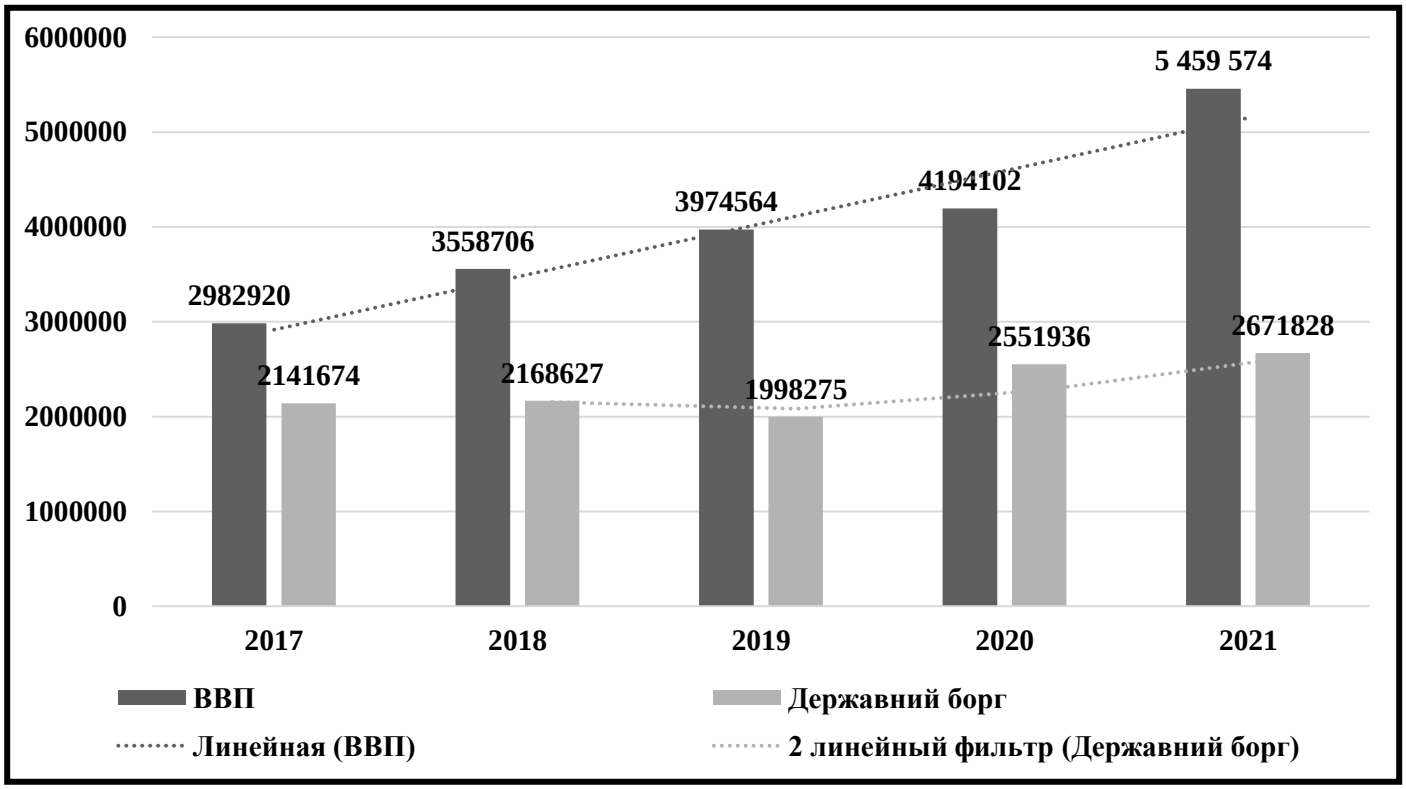

Рис. 3.2. Динаміка ВВП та державного боргу України
в період 2017-2021рр., (млн. грн.).

Примітка. Побудовано автором за даними Міністурства фінансів України.

Станом на 2022 рік відбулося зниження як абсолютного так і відносного показника дефіциту бюджету (рис. 3.3.).Нестача власних фінансових ресурсів, необхіднихдля покриття дефіциту державного бюджету, фінансування поточних проектів та покриття борговихзобов'язань зумовила залучення іноземних позик.

Співпрацю з МФО та розвиненими країнами, у контексті боргових відносин Україна почала ще з 1990-хроків. Запозичення здійснювалися в основномуу формі

фінансових позик, призначених для покриття дефіциту бюджету з метою забезпечення фінансовоїстабільності, та цільових (інвестиційних) кредитів.

Водночас у процесі залучення позик не були використані всі наявні можливості, і наша держава перетворилась у значного міжнародного боржника.

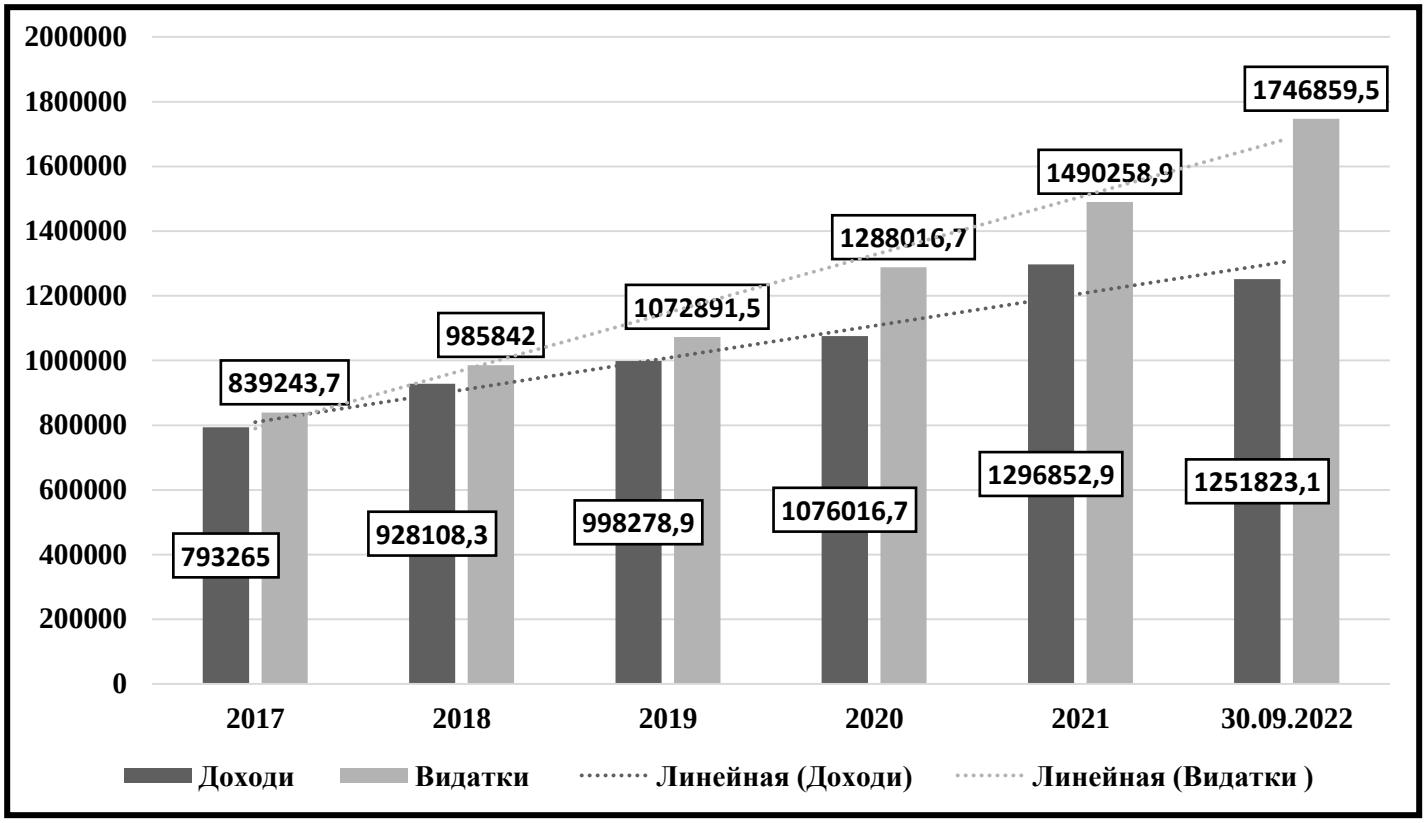

Рис. 3.3. Динаміка доходів та видатків України в період 2017-2022рр., (млн. грн.).

Примітка. Побудовано автором за даними Міністурства фінансів України.

Нестабільна ситуація з валютою це не єдиний чинник збільшення боргового тиску на бюджет України. Військовий конфлікт на сході держави має значний вплив на фінансову безпеку.

Займаючи провідне місце серед кредиторів, МФО не тільки здійснювали фінансовупідтримку України, а й фактично вказувалина цільову спрямованість і тактичні інструменти ведення економічної політики з метоюзабезпечення повернення позик.

Тим самим позбавивши функціональної незалежності ключові економічні відомства держави. Такі умовикредитування були не завжди оптимальними з погляду довгострокових економічних інтересів нашої держави.

Окрім того, через залученнязовнішнього позичкового капіталу економікарозвиватись не буде, досягти за короткий чотирьохрічний термін структурних реформ неможливо [9].

Держава не може сподіватись на одночасне вирівнювання платіжного балансу через фінансову позику, стійкого економічного зростання можна досягли лише з позитивним зовнішньоторговельним сальдо та міцним вітчизняним виробництвом. Таким чином, основним завданням уряду України повинно бути не відновлення співробітництва з МВФ, а перебудова економічної політики.

На даному етапі Україна намагається мінімізувати кількість кредитів отриманих від міжнародних фінансових організацій і переключитисьна внутрішній ринок, але для того щоб покращити внутрішній стан економіки, все ще існуєнеобхідність у залученні кредитів від МВФ.З цієї позиції, пріоритетним завданнямуправління зовнішнім державним боргомУкраїни є підвищення кредитних рейтингів,що дасть змогу залучати більш дешеві позикий тим самим зменшити вартість обслуговування боргу.

3.2. Використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу, як складової управління вітчизняним зовнішнім боргом

2020 рік розпочався безпрецедентними і раніше небаченими шокамидля економік переважної більшості країнсвіту, пов’язаними із реакцією на пандемію COVID-19. Особливо гостро негативніекономічні наслідки виявляються в Україні, економіка якої ще не відновилася відекономічної кризи, спричиненої війною зРосійською Федерацією, анексією Кримута внутрішніми політико-економічними

дисбалансами. Адже за період кризи 2014–2017 рр. Україна накопичила критичні обсяги зовнішнього боргу (станом на 2017 р.валовий державний борг до ВВП становив84,8%, зовнішній борг – 57%), а спрямованість макроекономічної політики на досягнення макрофінансової стабільності зарахунок боргових важелів, кредитного стиснення, лібералізації руху капіталу не змогла створити надійних фундаментальнихоснов для відновлення і сталого розвиткунаціональної економіки.

Разом з тим, враховуючи прогнозиМВФ щодо падіння розвитку глобальноїекономіки на рівні 4,9%, падіння реального ВВП розвинутих країн на 8%, а країн зринками, що формуються, на 3%, вплив негативних зовнішніх шоків на економіку України посилюватиметься, формуючи нові виклики для макроекономічної політики, девизначальним її напрямком стане боргова політика, оскільки вже за перше півріччя 2020 р. ініціативи уряду чітко окреслили наміри вирішення проблем, пов’язаних з COVID-19, за рахунок зовнішніх запозичень [9].

Зокрема, протягом ІІ кварталу2020 р. борг сектору загальнодержавногоуправління зріс на 1,3 млрд дол. США –до 46,0 млрд дол. США (29,5% від ВВП) за рахунок отримання зовнішнього фінансування: від МВФ за новою програмоюStand-by (2,1 млрд дол. США) та від ЄС(0,6 млрд дол. США).

Водночас заборгованість за ОВПД перед нерезидентами зменшилася на 1,4 млрд дол. США. Зовнішній борг центрального банку в ІІ кварталі2020 р. зменшився на 54 млн дол. США врезультаті курсових змін і на кінець ІІ кварталу 2020 р. становив 6,9 млрд дол. США(4,5% від ВВП).

Однак, варто зауважити, що зростання зовнішнього державного боргу до 33,9%ВВП станом на перше півріччя 2020 р. не розглядалося настільки критичним для економіки України, тоді як справжнім викликом для макроекономічної та боргової політики держави стане обсяг виплат і обслуговування зовнішнього державного боргу у ІІІ та ІV кварталах 2020 р. та в 2021 р. з огляду на прогнози зростання ВВП України.

За зовнішнім державним боргом як в другому півріччі 2020 р., так і в 2021 р. перевищують обсяги зростання ВВП, що, відповідно, створює додаткове навантаження

на економіку України і зумовлює необхідність пошуку джерел для погашення зовнішньої заборгованості. Як показав перебіг співпраці України з Міжнародним валютним фондом на початку 2020 р., одним із джерел погашення зовнішньої заборгованості є залучення нових кредитів від міжнародних фінансових організацій, що є доволі небезпечним, з точки зору посилення боргової залежності держави.

Так, відповідно до Меморандуму про економічну і фінансову політику щодо нової 18-ти місячної Програми Stand-by для України на 2020–2021 рр., МВФ ухвалив рішення про надання першого траншу фінансової допомоги в розмірі 2,1 млрд дол. США. Загалом програма передбачає перегляд ключових положень 1 вересня і 1 грудня 2020 р., а також 15 травня та 15 жовтня 2021 року [9].

Після кожного перегляду, у випадку позитивного рішення МВФ, Україна отримуватиме по 700 млн дол. США у 2020 р. та по 750 млн дол. США у 2021 р. Окрім цього, така програма дає можливість отримати другий транш в рамках четвертої програми макрофінансової допомоги ЄС у розмірі 500 млн євро.

Таким чином, загальний обсяг фінансової допомоги від МВФ та ЄС у 2020 р.для України становив 4 млрд дол. США (у випадку виконання урядом затверджених умов), що еквівалентно розміру виплат зазовнішнім боргом сектору загальнодержавного управління, а це, своєю чергою, недасть можливості реалізувати борговий потенціал для відновлення національної економіки від пандемії COVID-19.

Окрім цього, іншим викликом макроекономічної політики в умовах боргової залежності є стан державного бюджету, який значно погіршився внаслідок дії жорстких карантинних обмежень на всій території України з 14 березня по 17 травня 2020 р., а в наступні місяці – адаптивного карантину.

Наслідком карантинних обмежень в Україні станом на 1.07.2020 р. стало зменшення внутрішнього споживання на 10%, скорочення капітальних інвестицій підприємств на 22%, зростання збитковості підприємств (фінансовий результат – 4 млрд грн), зниження обсягів експорту товарів і послуг на 8,1% та імпорту товарів і

послуг на 20,8%,що призвело до зменшення податкових надходжень до державного бюджету та накопичення його фактичного дефіциту.

Проте через зниження доходів Державного бюджету України та необхідність збільшення видатків на подолання наслідків пандемії коронавірусу, Верховна Рада ухвалила Закон "Про внесення змін до ЗаконуУкраїни "Про Державний бюджет України на 2020 рік" № 553-XI від 11.04.2020 року, відповідно до якого було зменшено план доходів на 120 млрд грн – до 975 млрд грн (зарахунок зменшення плану податкових надходжень на 143 млрд грн). При цьому обсяг видатків було збільшено на 82,4 млрд грн –до 1266 млрд грн. Відповідно, дефіцит Державного бюджету України збільшився втричі – з 96 млрд грн до 298 млрд грн.

Збільшення планового дефіциту державного бюджету призвело до зміни планових показників боргової політики держави, зокрема план за зовнішніми запозиченнями збільшився із 134,1 млрд грн. до 265,1 млрд грн, а за внутрішніми – з 231,1 млрд грн до 377,6 млрд грн.

Таке збільшення потреби в борговому фінансуванні дефіциту державного бюджету за рахунок зовнішніх позик породжує доволі суттєві ризики для його виконання, адже у зв'язку із збільшенням суверенних ризиків для України та зниження схильності до ризиків міжнародних інвесторів залучення необхідного обсягу зовнішніх державних запозичень видається можливим лише заумови отримання кредитів від міжнародних фінансових організації [16].

Одним із ринкових механізмів фінансування дефіциту Державного бюджету України є розміщення ОВДП, номінованих в національній валюті з високими ставками дохідності, і продаж їх нерезидентам – іноземним інвесторам. Тобто, фактично через залучення нерезидентів до купівлі гривневих ОВДП держава трансформує частину внутрішнього боргу у зовнішній, накопичуючи девальваційні ризики в умовах нестабільності.

Активна боргова політика держави щодо залучення нерезидентів на внутрішній ринок ОВДП розпочалася на початку 2019 р. і тривала до лютого 2020 р. За цей період

портфельОВДП у власності нерезидентів збільшивсяз 6,35 млрд грн станом на 3 січня 2019 р. до 126,68 млрд грн станом на 28 лютого 2020 р.,тобто іноземні спекулятивні інвестори інвестували у ОВДП 4,9 млрд дол, що призвело до ревальвації національної валюти на 11,2%.

Однак із загостренням пандемії COVID-19 на фоні погіршення внутрішньополітичних та економічних процесів в Україні нерезиденти знизили активність на ринку гривневих ОВДП і почали вилучати вкладені кошти з України. Відтак за період з 1 березня 2020 р.по 11 листопада 2020 р. відтік коштів нерезидентів з ринку гривневих ОВДП становив 50,14 млрд грн, або 1,77 млрд дол, що помітно відобразилося на динаміці валютного курсу гривні, призвівши до її девальвації завказаний період на 15,2%.

Такий стан речей свідчить про ситуативну політику управління зовнішнім державним боргом. Відтак, за таких умов відтік коштів нерезидентів з ринку гривневих ОВДП триватиме, що чинитиме тиск настабільність курсу національної валюти заумови обмежених можливостей фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок податкових надходжень і немонетарного фінансування.

Тим не менше, необхідність фінансування великого дефіциту державного бюджету за умови негативних очікувань щодо отримання другого траншу МВФ, а також обмежених внутрішніх резервів може призвести до залучення спекулятивного короткострокового іноземного капіталу шляхом розміщення як ОВДП, так і суверенних облігацій України (євробондів) за високими ставками дохідності, що вже практикував уряд у 2020 р.

Ставки дохідності за суверенними облігаціями України значно перевищують ставки дохідності за суверенними облігаціями країн з ринками,що формуються, що дає змогу уряду залучати необхідний обсяг зовнішнього державного боргу на міжнародних ринках капіталів без необхідності виконання додаткових умов, подібних до окреслених у меморандумах з МВФ [16].

Зокрема, з метою виконання планових показників фінансування дефіциту бюджету уряд 15.03.2020 р. розмістив облігації зовнішньої державної позики насуму 2 млрд дол. США зі ставкою дохідності 7,3% строком до 2024 р.

Разом з тим, в разі відсутності другого траншу МВФ інструменти залучення зовнішнього державного боргу через ОВДП, номіновані в національній та іноземній валюті, залишатимуться актуальними джерелами фінансування дефіциту державного бюджету, однак для забезпечення їх ефективності необхідно як найшвидше реалізовувати цілі Середньострокової стратегії управління державним боргом до 2023 р., зокрема щодо підвищення рейтингу України до інвестиційного рівня та зниження кредитного спреду України до 300 б.п.

Для реалізації цієї мети необхідно активізувати проведення реформ, покращити інвестиційний клімат, підтримувати фінансову стабільність, вживати заходів щодо прискореної приватизації державного майна, адже за інших умов, для залучення зовнішнього боргу шляхом розміщення ОВДП, необхідно буде підвищувати ставки дохідності, щоматиме короткостроковий ефект, а в майбутньому призведе до збільшення виплатна його обслуговування.

Аналізуючи стан державного бюджетута інструменти фінансування його дефіциту, як ключового виклику макроекономічної політики, зауважимо, що надмірний рівень боргової залежності значно звужує фіскально-бюджетні можливості для стимулювання відновлення національної економіки, на зразок розвинутих країн світу [16].

Так, за оцінками МВФ, сумарний пакет фіскальних заходів щодо подолання наслідківпандемії COVID-19 у всіх країнах очікуєтьсяна рівні 11 трлн дол. США. Близько ½ цихзаходів (5,4 трлн дол. США) – це видатковіпрограми і податкові послаблення або недоотримані доходи бюджету. Крім того, фіскальні стимули у формі надання державних гарантій, позик і вливання державоюу статутні капітали компаній МВФ оцінюєу сумі 5,6 трлн дол. США. Такі заходи допомагають підтримувати обігові кошти економічних суб’єктів і сприяють зменшенню кількості банкрутств. Країни

групи “двадцяти” (G20) ще станом на середину червня2020 р. вже затвердили пакети фіскальних заходів обсягом близько 6% ВВП. Їх цільове призначення – посилення національних систем охорони здоров’я, компенсація втрачених заробітних плат працівникам і допомога постраждалим фірмам.

У результаті такої політики дефіцит державних бюджетів у світовому масштабі зріс у 2020 р. до рівня 13,9% ВВП, що на 10% ВВП перевищує показник попереднього року. При цьому дефіцит у розвинутих країнах у 2020 р. збільшився приблизно на 13,3% ВВП щодо 2019 р., сягнувши величини 16,6% ВВП.

У країнах з ринками, що формуються, приріст дефіциту виявився не на стільки вагомим (5,7% ВВП), однак і в цій групі середній рівень дефіциту в 2020 р.становив 10,6% ВВП.

В Україні дефіцит сектору загального державного управління склав 8,2% ВВП в 2020 р. і помітно відстає від рівня бюджетного дефіциту в розвинутих країнах. Так, відношення бюджетного дефіциту до ВВП у 2020 р. становило 23,8% у США, 14,7% в Японії, 13,9% в Іспанії, 13,6% у Франції, 12,7% в Італії та Великобританії.

Фінансова підтримка населення та підприємств за рахунок збільшення видатків державного бюджету в розвинутих країнах спрямована на підтримання внутрішнього споживчого попиту, внутрішнього споживання та малого і середнього бізнесу у вигляді компенсації втрат внаслідок дії карантинних обмежень [16].

Щодо зростання дефіцитубюджету в розвинутих країнах та Україні,то розвинуті країни мають значно кращий інвестиційний клімат, налагоджену діяльність інститутів, кращу структуру економіки, вищий рівень міжнародної ліквідності, ніж Україна, що дає їм змогу збільшити (в разі необхідності) зовнішній державний борг набільш вигідних умовах. Більше того, цільові державні програми щодо відновлення економічного зростання в розвинутих країнах доповнюються заходами грошово-кредитної політики із стимулювання кредитування реального сектору економіки.

В Україні ситуація є кардинально протилежною, адже через високий рівень боргової залежності та найбільший за останні 5 років дефіцит бюджету державна

підтримка бізнесу обмежилася скасуванням сплати ЄСВ фізичним особам-підприємцями на спрощеній системі оподаткування на термін з 1 березня по 31 травня 2020 р., основний обсяг якого спрямовується в місцеві бюджети. Поряд з цим було припинено низку адміністративних перевірок діяльності фізичних-осіб підприємців на період дії карантину до 30 червня 2020 р.

Такі заходине можна назвати стимулюючими, адже звільнення від сплати ЄСФ фізичних осіб підприємців практично не відображається на сукупному споживчому попиті, оскільки вивільнення 3150 грн (ЄСВ за три місяці) від 1,36 млн фізичних осіб-підприємців становить 1428 млн грн, а це лише 0,3% від сукупної грошової маси в країні та 0,1% від ВВП.

Вплив фінансування будівництва доріг через Фонд регіонального розвитку та Фонд боротьби з COVID-19 на відновлення економіки доволі важко проаналізувати, оскільки немає сталої динаміки даних, однак спрямовані 30,1 млрд грн (0,8% від ВВП і 46%від витрат Фонду) на будівництво доріг також є недостатнім драйвером стимулювання відновлення економіки від наслідків пандемії, адже інші виплати з коронавірусного фонду скеровані на виплату зарплат медикам, закупівлю імпортного медичного обладнання і на допомогу Фонду соціального страхування на випадок безробіття [24].

На основі викладеного вище можна зробити висновок про обмеженість фіскально-бюджетних можливостей України для стимулювання відновлення економіки і, як наслідок, досягнення поступового зменшення дефіциту державного бюджету та зниження планів щодо залучення зовнішніх запозичень для його фінансування.

Зважаючи на розвиток другої і третьої хвилі пандемії COVID-19 та посилення карантинних заходів в країнах Європи, які є економічними партнерами України, передусім в торгівельній сфері, погіршення макроекономічних показників та зниження реальних доходів державного бюджету, актуалізується питання побудови стратегії і тактики політики управління зовнішнім держаним боргом задля ефективного протистояння зовнішнім і внутрішнім економічним та пандемічним шокам.

Загалом сутність політики управліннязовнішнім державним боргом полягає у:

– підпорядкуванні політики управліннязовнішнім боргом тактичним і стратегічним цілям розвитку національноїекономіки в умовах економічних і пандемічних загроз;

– реалізації програмних напрямів взаємоузгодженості фіскально-бюджетної, боргової та грошово-кредитної політики;

– відновленні результативної співпраці зміжнародними фінансовими організаціями та країнами-донорами, зважаючи напандемічні загрози;

– досягненні ефективної конверсії зовнішніх державних запозичень у стимулювання економічного розвитку;

– використанні можливостей позитивних змін платіжного балансу, спричиненихнаслідками пандемії COVID-19, длязміцнення міжнародної ліквідності, підвищення суверенних рейтингів та активізації механізмів ринкових запозиченьу зовнішнього світу.

Аналіз політики управління зовнішнімборгом за останні 20 років свідчить про перманентну її ситуативність і використання зовнішніх запозичень від міжнародних фінансових організацій (зокрема МВФ) не як запозичень в останньої інстанції, а як першочергових важелів фінансування дефіциту Державного бюджету України [24].

Внаслідок чого в економіці України сформувався ефект “боргового навісу”, а в політиці простежуються елементи зовнішнього управління через лобіювання зовнішніх інтересів у кредитних угодах із МВФ та інших договорах партнерства.

Вище зазначене є переконливим доказом того, що основною причиною зовнішньо боргової залежності України є відсутність чіткої довгострокової стратегії розвитку держави в цілому, яка слугувала б маркером для планування фіскально-бюджетної, боргової і грошово-кредитної політики, бізнес-середовища та виконувала роль інструменту управління очікуваннями суспільства щодо напрямів майбутнього розвитку. Невизначеність у державній політиці породжує негативні ділові очікування,

зниження суверенних рейтингів та загальне сприйняття України як держави у глобальному просторі.

Безумовно, в нормативно-правовому і політичному полі з кожною зміною влади формуються ті чи інші стратегічні документи, однак жоден з них не виконується взагалі, або виконується лише частково, що знижує довіру внутрішнього бізнес-середовища, зовнішніх інвесторів та зовнішніх партнерів до таких документів. А це, своєю чергою, впливає на "ризик-апетит" іноземних інвесторів до вітчизняних облігацій внутрішньої і зовнішньої державної позики, змушуючи уряд підвищувати ставки дохідності для мобілізації короткострокового спекулятивного капіталу[24].

Такий стан речей доводить, що політика управління зовнішнім державним боргом випливає із національної стратегії розвиткута результатів її реалізації, що є відображенням загальної кредитоспроможності країнияк базової умови довіри зовнішніх інвесторів, партнерів, фінансових організацій.

В цьому контексті, аналізуючи світовий досвід, зауважимо, що в розвинутих країнах світу політика управління зовнішнім державним боргом тісно пов'язана з фіскально-бюджетною та грошово-кредитною політикою. Так, наприклад, в США і Канаді бюджетне планування реалізовано за бюджетно-цільовим методом, який випливає з Національного плану США (оголошує на 4 роки президент) та Федеральних стратегічних документів Канади, відповідно до яких затверджують плани доходів і видатків (строго за цільовимипрограмами) державних бюджетів та механізмів його фінансування, в тому числі за рахунок зовнішніх запозичень. При цьому, зазначимо, що уряди США і Канади активно використовують видатки з бюджету длястимулювання розвитку економіки, особливо в кризових умовах, коли застосовують елементи м'якої бюджетної політики і фіскальної експансії.

Відтак, основними цілями політики управління зовнішнім боргом України малиб бути цілі щодо зниження боргової залежності національної економіки від зовнішніх державних запозичень та підвищення ефективності використання залучених

коштів для створення драйверів економічного зростання, а не фінансування споживчих видатків державного бюджету, як це відбувається сьогодні.

На наш погляд, одним із варіантів підвищення ефективності використання зовнішніх державних запозичень може бути впровадження програмно-цільового методу в політику управління зовнішнім державним боргом, який передбачатиме залучення коштів від міжнародних організацій виключно для фінансування конкретних державних програм.

Такий підхід підвищить ефективність державного фінансового контролюі суспільного контролю за використанням зовнішніх державних запозичень, дасть змогу спрямовувати кошти на конкретні цілірозвитку національної економіки, а головне– дасть можливість зовнішнім кредиторамоцінити потребу України в зовнішніх запозиченнях, ефективність їх використання і джерела погашення зовнішньої заборгованості. Програмно-цільовий метод політикиуправління зовнішнім державним боргоммає враховувати потреби державного бюджету та відповідати Стратегії економічного розвитку України [24].

Разом з тим, світовий досвід реалізації політики управління зовнішнім боргомсвідчить про її тісний взаємозв'язок з грошово-кредитною політикою не лише в контексті обслуговування зовнішнього боргу,а в частині узгодження цілей політик. Зокрема, центральні банки ЄвропейськогоСоюзу, Сполучених Штатів Америки, Канади, Великобританії, Японії намагаються використовувати нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики для створення драйверів економічного зростання і зменшення потреби держав у зовнішніх запозиченнях.

На практиці досвід центральнихбанків перелічених вище країн відображено в умовах світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. та кризи, зумовленої пандемією COVID-19, коли основою відновлення економіки було не збільшення зовнішнього державного боргу, а збільшення ліквідності ринку за рахунок встановлення нульових або від'ємних процентних ставок центральних банків та надання необмежених обсягів ліквідності комерційним банкамна довгострокових

засадах, а також реалізація механізмів прямого викупу цінних паперів приватних компаній.

В умовах кризи, спричиненої пандемією COVID-19, центральні банки провіднихкраїн світу повернулися то тих методів грошово-кредитної політики, які були застосовані в період фінансово-економічної кризи2008–2009 рр. Зокрема, Комітет відкритогоринку ФРС США протягом березня 2020 р.знизив цільовий діапазон ставки федеральних фондів на 1,5 п. п., повернувши його доісторичного мінімуму 0–0,25%, зменшивнормативи обов'язкового резервування до0%, а також дав старт новому циклу купівліказначейських облігацій та іпотечних цінних паперів. Як наслідок, баланс ФРС протягомберезня-травня зріс з 4,1 до 7,1 трлн дол.і попри деяку волатильність залишився на цьому рівні до кінця жовтня [26].

За аналогією до ФРС США Європейський центральний банк (ЄЦБ) з метою відновлення економіки від пандемії COVID-19 та зниження вартості залучення і обслуговування державного боргу знизив відсоткову ставку за довгостроковими операціями рефінансування до рівня ставки за депозитами овернайт, тобто до "мінус" 0,5%. Водночас, для банків, які активно кредитують реальний сектор економіки, ставка за цільовим довгостроковим рефінансуванням може бути знижена до "мінус" 1%. Також ЄЦБ розпочав серію з семи додаткових операцій довгострокового рефінансування начас пандемії (pandemic emergency longerterm refinancing operations, PELTROs) заставкою мінус 0,25%.

Таку політику центральних банків розвинутих країн підтримує й МВФ, який ужовтневому випуску Звіту про глобальнуфінансову стабільність радить, у разі погіршення ситуації в економіці, вдаватисядо подальшого пом'якшення монетарноїполітики (включно з використанням "нетрадиційних" методів) з метою стимулюваннякредитної активності.

Таким чином, центральні банки та уряди розвинутих країн світу, реалізуючи макроекономічну політику, намагаються створити драйвери економічного відновленняі зростання, не вдаючись до залучення надмірного обсягу зовнішнього державного

боргу. Однак, якщо ж все ж зовнішній боргзбільшується, то для його погашення вже сформовано джерела у вигляді зростання доходів бюджету в результаті кредитного і фінансового стимулювання споживання та виробництва [26].

Щодо України, то навряд чи можна вважати великим досягненням Національного банку збереження стабільної роботи банківської системи за рахунок шестирічної політики кредитного стиснення через встановлення високих відсоткових ставок і високих вимог для позичальників комерційних банків, що нівелює драйвери економічного зростання, знижуючи надходження до державного бюджету та збільшуючи його дефіцит.

Таким чином, в сучасних умовах політика управління зовнішнім державним боргом України має передбачати узгодженість цілей фіскально-бюджетної і грошово-кредитної політики відповідно до необхідності зниження боргової залежності держави та здешевлення обслуговування її зовнішнього державного боргу.

Враховуючи негативний вплив пандемії COVID-19 та низку внутрішніх дисбалансів макроекономічного і адміністративного характеру, сьогодні можливостей Державного бюджету України не достатньо для стимулювання швидкого відновлення економічного зростання, що зумовлює необхідність побудови ефективної політики управління зовнішнім боргом, спрямованої на конверсію зовнішніх запозичень в капітальні інвестиції [26].

При цьому важливим аспектом є грошово-кредитна підтримка як економічного зростання, так іборгової стійкості через прямий викуп внутрішнього державного боргу, що, безумовно, зменшить навантаження на державний бюджет та дасть змогу своєчасно обслуговувати зовнішній борг.

Окрім цього, не зважаючи на не зовсім прийнятні для національних інтересів вимоги Міжнародного валютного фонду, в найближчій перспективі необхідно відновити співпрацю з міжнародними фінансовими організаціями, але на принципах програмно-цільового методу політики управління зовнішнім боргом України. Відновлення співпраці з МВФ та отримання наступних

трьох траншів кредиту за програмою Sandby дасть змогу профінансувати дефіцит бюджету і компенсувати відтік валютних коштів нерезидентів з ринку ОВДП, а отже,знизити девальваційний тиск на національну валюту.

Важливим елементом політики управління зовнішнім державним боргом в умовах пандемії COVID-19 є своєчасне використання можливостей покращення сальдопо точного рахунку платіжного балансу іведення переговорів щодо реструктуризації зовнішньої заборгованості. Для таких переговорів сьогодні є всі підстави, однак необхідно змінити політику щодо напрямків використання коштів фонду COVID-19, адже в іншому випадку довіра з боку міжнародних кредиторів буде підірвана.

3.3. Можливості адаптації зарубіжного досвіду управління зовнішнім боргом до умов України

Останніми роками реструктуризація зовнішньої заборгованості різних країн пов’язана з регулюванням змінних потоків руху позикового капіталу. Необхідність врегулювання міжнародних боргових відносин посилюєтьсяна фоні структурних економічних перетворень як в країнах-кредиторах, такі в країнах-боржниках. Зазначимо, що реструктуризації підлягає далеко не весь обсяг зовнішніх боргів. Кредитні відносини з міжнародними фінансовими інституціями – Міжнародним валютним фондом, Світовим банком та іншими структурами мають жорстку фінансову перспективу з чітко фіксованими обсягами і термінами повернення коштів.

Некоректними є питання можливості реструктуризації внутрішніх облігаційних випусків, що належать нерезидентам, оскільки суверенні держави не сприймають спроби кредиторів втручатися у процедури обслуговування внутрішнього боргу, номінованого в національній валюті. Ступінь відкритості економіки вважається одним з критеріїв господарської ефективності. Проте з міркувань національної економічної

безпеки необхідно нейтралізувати негативні наслідки інтеграції в систему світогосподарських зв'язків [36].

Світовий досвід має різні варіанти реструктуризації заборгованості, якаутворюється залежно від договірних домовленостей між кредиторами іпозичальниками капіталу. Серед них вирізняються: списання боргу, викупборгу, сек'юритизація боргу (securities – цінні папери); різні свопи (swap –обмін, угода): борг/борг, борг/акції, борг/ресурси.

Практика списання боргів застосовується переважно у випадках, колипозичальники мають "критичні" або близькі до них рівні кредитних ризиків. Списання боргу перед кредиторами – членами Лондонського клубувперше було застосовано в 1990 році щодо Мексики, Коста-Ріки та Венесуели.

У першій половині 1990-х років відбулося списання від 30 до 50 % комерційних боргів Болгарії, Румунії, Угорщини, Польщі, Єгипту, обумовлене нелише економічними, а й політичними міркуваннями. До того ж, за окремими оцінками, обсяг заборгованості цих країн оцінювався понад 600 % відносно річного експорту, тобто більше, ніж вдвічі перевищував критичний рівень. При списанні боргів країна-боржник ризикує бути відлученою від міжнародного ринку капіталів, тоді можливість поновлення кредитування залишається незначною.

Можливість викупу боргів безпосередньо позичальником виникає у випадках, коли останній володіє достатніми золотовалютними резервамичи позитивним сальдо платіжного балансу зі стійким експортним трендом,а борги торгуються з дисконтом. Дисконтна знижка при викупі "здешевлених" боргів має спільні риси з тактикою їх часткового списання. Проте викуп як операція реструктуризації обмежується з огляду на існування морального ризику, коли найбільший виграш отримують "безнадійні" боржники (борги яких продаються зі значним дисконтом). Кредитори не погоджуються за таких обставин на пасивну роль відсторонених спостерігачів[36].

Здебільшого відбувається частковий, а не повний викуп боргу, але лише у тому разі, якщо при цьому зростає ймовірність подальшої сплати його залишків. При

дозвільній позиції кредиторів дія принципу “зверхності кредиторів” залишається визначальною, і їх втрати перекриваються поліпшеннямперспектив повернення боргу.

Останнім часом дедалі частіше застосовують таку форму фінансової політики, як сек’юритизація боргу – обмін “старих” боргів на нові облігації різної величини зіставної еквівалентності, які спеціально для цієї схеми емітуються позичальником. Фактично ця схема означає фондове фінансування у формі облігаційних кредитів, які можна вільно продавати на вторинному ринку (на противагу традиційним, здебільшого знерухомленим позикам, які зберігаються кредиторами до настання терміну погашення).

Сек’юритизацію реалізують також на погодженій добровільній основі, якщо реструктуризовані зобов’язання взаємно визнаються пріоритетними відносно попередніх. При цьому можливий дисконт за новими зобов’язаннями має бути меншим, ніж до проведення реструктуризації, інакше рівень ліквідності боргів залишиться незмінним.

Іншою поширеною формою реструктуризації боргових зобов’язань, але здебільшого з ініціативи кредиторів, є обмін (своп) боргу на акції корпоративного сектора чи інші ліквідні активи, у тому числі й на природні копалини. Прихильники такої форми реструктуризації стверджують, що, окрім зниження боргу, цей шлях сприяє залученню необхідних ресурсів у реальний сектор економіки.

У практичній діяльності все не так просто, і нерезидентська присутність в акціонерному капіталі може мати істотні негативні наслідки. Наприклад, польські банки на 70 %, а угорські – на 80 % належать іноземцям, що обмежує самостійність національної фінансової політики у банківській сфері. Орієнтація на продаж контрольних пакетів акцій стратегічним інвесторам, як правило, зарубіжним у процесі грошової приватизації теж має неоднозначну перспективу[36].

Відомо, що фінансові потоки у сфері паливно-енергетичного комплексу України значною мірою контролюються російською стороною. На співучасть у капіталі інших конкурентоспроможних галузей і підприємств, претендують

американські, європейські, ізраїльські. Але стає зрозуміло, що вирішення боргових проблем об'єктивно потребує активізації застосування корпоративних інструментів, оскільки фінансові ринки в динаміці взаємодоповнюються як кредитною, так і інвестиційною складовою.

Апріорі одного "найзручнішого" способу реструктуризації заборгованості не існує. Необхідність урахування національних умов при виборі конкретних варіантів є визначальною. Але свопи і сек'юритизація є прийнятнішими при укладанні справді партнерських угод, ніж списання боргу [36].

За підтримки Міжнародних фінансових організацій реструктуризація зовнішньої заборгованості відбувається в рамках Лондонського чи Паризького клубів кредиторів, які є не офіційними міжнародними організаціями,а швидше неформальними утвореннями без чітко визначеного юридичного статусу. У Лондонському клубі реструктуризують борги перед комерційними фінансовими установами, а в Паризькому – перед іноземними державами-кредиторами.

Протягом останнього десятиріччя близько 30 країн реструктуризували свої комерційні борги на загальну суму 250 млрд дол. США. За винятком варіанта списання, який застосовується лише один раз, усі інші форми реструктуризації можуть використовуватися необмежено.

Паризький клуб структурно являє собою об'єднання представників найбільших держав-кредиторів під головуванням одного з керівників казначейства чи іншого фінансового відомства Франції. Нараховується до 20 держав-членів клубу і більшість з них – країни ОЕСР. Для учасників не передбачено фіксоване членство, і клуб функціонує не як постійно діючий орган, а як ситуативний форум для вирішення конкретних боргових проблем окремих держав-дебіторів. Кожне засідання клубу присвячується лише одному боржнику. Міждержавний рівень спілкування сторін на засіданнях Паризького клубу обумовлює застосування механізму реалізації індивідуальних суверенних інтересів і є політизованішим порівняно із засіданнями Лондонського клубу.

Перші офіційні переговори з кредиторами Паризького клубу в 1956 р. провів уряд Аргентини стосовно досягнення консенсусу в питаннях перегляду графіка платежів за гарантованими кредитами. Наприкінці 1990-х років близько 100 країн погодили програми реструктуризації своїх боргів на суму більш як 350 млрд дол. США [42, с. 74].

Стратегічна орієнтація Паризького клубу ґрунтується на двох принципах:

а) наданні необхідної зовнішньої фінансової допомоги у позиковій формі(або ж пільгове погашення "старих" боргів);

б) сприянні проведенню внутрішніхреформ і структурній перебудові економіки держав – реципієнтівкоштів.

У переговорах можуть брати участь будь-які держави, що мають претензії щодо володіння зобов'язаннями боржника. Наприклад, росія і Бразилія є членами Паризького клубу, оскільки кредитують інші держави, хоча й самі споживають позикові ресурси в значних обсягах. Здебільшого кредитні потоки у світовому вимірі спрямовуються з розвинених ринків на ті, що розвиваються. Тому активна позиція країн ОЕСР у клубі є об'єктивно обумовленою з погляду прем'єрства голосів у фінансовій партитурі. Постійними учасниками в переговорному процесі виступають МВФ, Світовий банк, ЮНКТАД і, звичайно, держава-боржник (представники останньої, зрозуміло, перебувають у залежному стані прохачів).

Проблема реструктуризації зовнішнього державного боргу для нашої країни набуває все більш чітких обрисів. Після драматичного падіння ВВП внаслідок воєнних дій розмір державного боргу на кінець 2022 року може сягнути 85% ВВП.

Масштаби матеріальних збитків від війни становлять кілька сотень мільярдів доларів, а завдання післявоєнного відновлення економіки і надання імпульсів для розвитку – не сумісні з повним обслуговуванням накопичених боргів.

У структурі зовнішнього державного боргу України домінують компоненти зобов'язань за євро-облігаційними позиками і перед міжнародними фінансовими організаціями (МФО),[42, с. 74].

Із загальної суми зовнішнього боргу — 58,4 млрд дол. США на кінець квітня 2022 р. — на заборгованість за цінними паперами на зовнішньому ринку припадало 41,3% (24,2 млрд), а перед міжнародними фінансовими організаціями (МФО) – 50,6% (29,6 млрд).

У той же час заборгованість перед офіційними двосторонніми кредиторами становила лише 3,2% зовнішнього боргу (1,9 млрд), а перед іноземними банками – 4,6% (2,7 млрд дол. США).

Післявоєнна реструктуризація зовнішнього боргу України із прощенням суттєвої його частини, очевидно, має спиратися на активну політичну підтримку наших міжнародних партнерів (США, Великобританії, ЄС та ін.) і проведення значної дипломатичної роботи. Перші кроки у цьому напрямку вже робить Конгрес США.

Законопроєкт H. R. 7081 від 15 березня 2022 р. "Ukraine Comprehensive Debt Payment Relief Act of 2022" уповноважує Уряд США шукати варіанти звільнення України від двосторонніх, багатосторонніх та комерційних боргів.

Парламентарі дають вказівку представникам США у МФО, зокрема у МВФ та Світовому банку, використовувати вплив та авторитет Сполучених Штатів для просування ідеї призупинення виплат за зовнішніми боргами України. Конгрес наказує урядовцям допомогти забезпечити комплексне погашення українського боргу [52].

На думку експертів, у разі остаточного ухвалення законопроєкту Сенатом США стануть головним посередником між Україною та її кредиторами в питаннях погашення та рефінансування старих боргів.

Однак просування цього законопроєкту в нинішній редакції не вирішує всі боргові проблеми України, оскільки зупинка боргових платежів у військовий час – не еквівалентна прощенню частини боргу, що впливатиме на профіль боргових виплат України впродовж кількох десятиріч.

Для звільнення української держави від тягаря надмірних боргів і переспрямування ресурсів на відбудову економіки та підвищення продуктивного

потенціалу переговори щодо реструктуризації мали б фокусуватися на питаннях списання суттєвої частини зовнішнього боргу [52].

При пошуку шляхів реструктуризації зовнішнього боргу України слід виходити з того, що найбільш вагомим його компонентом є заборгованість перед МФО. Їм Україна заборгувала 29,6 млрд дол. США, в тому числі 14,3 млрд Міжнародному валютному фонду, 7,3 млрд Міжнародному банку реконструкції та розвитку, 5,3 млрд ЄС і 1,7 млрд дол. Європейському інвестиційному банку.

У міжнародній практиці стандартні підходи до реструктуризації боргу не передбачають списання чи перенесення термінів сплати за кредитами багатостороннім кредиторам (МФО), [42, с. 74].

Але дієва та всеохоплююча програма зменшення боргового навантаження України повинна передбачати відхід від стандартних практик і списання більшої частини боргу перед МФО. Корисним є досвід впровадження Ініціативи щодо бідних країн, переобтяжених боргом (HIPC-Initiative) та Багатосторонньої ініціативи з полегшення тягаря заборгованості (MDR-Initiative).

HIPC-Initiative була започаткована у 1996 р. МВФ і Світовим банком як спеціальна програма полегшення боргового навантаження [52].

На відміну від попередніх програм, всі кредитори повинні були брати участь у вирішенні боргових проблем, а до складу боргів, що підпадали під дію коригуючих механізмів, включалася і заборгованість перед МФО.

Згідно з ініціативою HIPC, ступінь зниження поточної дисконтованої вартості боргу міг досягати 80%, а згодом — і 90%.

37 країн світу пройшли процедури зниження боргового навантаження за правилами ініціатив HIPC та MDRI. Величина списання боргу для них перевищила 100 млрд дол. Такі витрати зазвичай покриваються МВФ і Світовим банком за рахунок власних ресурсів, а також покладаються на уряди-кредитори.

Згідно із стандартними вимогами, країна може претендувати на включення до програми HIPC або MDRI, якщо вона задовольняє таким умовам:

а) є країною з низьким рівнем доходів;

б) є позичальником Міжнародної Асоціації Розвитку і не отримує кредитів МБРР [53, с. 28].

Україна не задовольняє вказаних критеріїв, а тому й не має можливості скористатися стандартною процедурою.

Україна, з огляду на руйнування і жертви, понесені внаслідок війни, та з урахуванням викликів післявоєнного відновлення економіки повинна отримати такі ж можливості й пільги, як і 37 країн групи HIPC-MDRI. А механізми полегшення боргового навантаження чи списання боргів повинні поширюватися на зобов'язання української держави перед МФО.

У такому випадку при списанні 70-80% цієї заборгованості України сумарний зовнішній борг держави зменшиться на суму 20-24 млрд дол. США.

Нижче наведено приклади пільгової реструктуризації (списання) зовнішнього боргу окремих країн із включенням політичних чинників.

Зовнішній борг Іраку після падіння режиму Хусейна навесні 2003 року становив 125 млрд дол. США, включаючи 37,2 млрд дол. – Паризькому клубу кредиторів і 67,4 млрд дол. – двостороннім кредиторам, які не входять до клубу.

Міжнародне співтовариство визнало, що масивний борговий тягар за необхідності відновлення Іраку гальмуватиме економічний і соціальний прогрес, а тому існує потреба в його суттєвому полегшенні [42, с. 74].

Уряди США, Франції та Німеччини виступили із спільною політичною заявою щодо необхідності полегшення боргу Іраку заради крокування Іраку шляхом демократії та стійкого розвитку.

У вересні 2003 року міністри фінансів країн G-7 закликали уряди членів Паризького клубу вжити всіх зусиль для завершення реструктуризації боргу Іраку до кінця 2004 р.

Паризький клуб кредиторів прийняв рішення щодо полегшення боргу на 80% і закликав інших комерційних та офіційних кредиторів провести списання боргу на

умовах, які є не менш сприятливими для Іраку, ніж погоджені Паризьким клубом [53, с. 28].

21 листопада Паризький клуб кредиторів офіційно оголосив про списання 80% боргів цьому клубу на суму 31 млрд дол. Списання проходило в три етапи:

I. Негайне списання 30% суми боргу станом на 1 січня 2005 р., що дозволило анулювати 11,6 млрд дол. боргових зобов'язань Паризькому клубу.

II. Скорочення основної суми боргу на 30% з відтермінуванням сплати решти на 23 роки, включаючи пільговий період з погашення боргу 6 років. Дана операція опосередковувала зменшення запасу боргу ще на 11,6 млрд дол. США, підвищуючи відсоток списання до 60%.

III. Після 3-х років впровадження стандартної програми МВФ і завершення перегляду програми Радою керуючих МВФ Паризький клуб провів ще одне списання основної суми боргу на 20% від його початкового обсягу.

Таким чином загальний запас боргу було зменшено на 7,8 млрд дол. відносно його початкової суми в 38,9 млрд дол. США [53, с. 31].

У січні 2010 року було схвалено рішення про полегшення боргу Афганістану на суму 1,6 млрд дол. США як країні враженій війною, що має значні потреби у фінансуванні для відбудови країни. Рішення було прийнято Світовим банком, МВФ і державами-кредиторами.

Загальна сума полегшення боргу складалася з 1,3 млрд дол. США списання номінальної суми боргових платежів у рамках глобальної програми Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative, 38 млн дол. у рамках програми Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) та 260 млн дол. списання боргу Паризькому клубу кредиторів.

У 1991 р. за політичної підтримки США та їх західних союзників Єгипту списали 20,2 млрд дол. зовнішнього боргу. Це була своєрідна оплата Єгипту за його участь в антиіракській коаліції під час війни в Перській затоці (Уряд Єгипту направив свої війська для посилення коаліції, а також поніс значні фінансові втрати у ході цієї війни).

Паризький клуб погодився зменшити борг Єгипту на 50% упродовж трьох років за умови досягнення Єгиптом прогресу на шляху реформ, погоджених з МВФ.

Поступки з боку кредиторів зменшували щорічні платежі Єгипту в рахунок погашення і обслуговування боргу на 1 млрд дол. США. За угодою з Паризьким клубом кредиторів 15% боргу Єгипту підлягало негайному списанню, 15% — списанню через 18 місяців і 20% — в кінці 3-річного терміну.

Перехід до демократії Польща розпочала, маючи гігантський розмір державного боргу, щорічні платежі в рахунок погашення і обслуговування якого становили 10,3 млрд дол. або 1/6 ВВП[53, с. 31].

Для забезпечення успішного переходу від соціалізму до ринкових відносин та інтеграції з західним світом лідери США та країн Західної Європи прийняли політичне рішення про списання половини зовнішнього боргу Польщі.

Угоди про зниження боргу та відтермінування його сплати було укладено в 1991 р. з Паризьким клубом і в 1994 р. з Лондонським клубом кредиторів.

Паризький клуб кредиторів погодився списати половину від 33 млрд дол. загальної суми боргу. Таке рішення було продиктовано бажанням кредиторів вдихнути життя в слабку економіку Польщі, що проходила процес радикальних трансформацій[53, с. 32].

Прощення 50% вартості боргу проходило в два етапи: 1) 30% списувалося відразу після укладення Польщею угоди з МВФ; 2) 20% боргу підлягало списанню після успішного завершення програми МВФ.

Борг Польського Уряду перед банками – членами Лондонського клубу кредиторів перевищував 14 млрд дол. США, майже половину з якого також було списано.

Відповідну угоду було укладено у вересні 1994 р., якою передбачалося списання 6,5 млрд дол. заборгованості Лондонському клубу кредиторів з можливістю викупу 2,4 млрд дол. боргу з дисконтом 59% до номіналу. Решта зобов’язань підлягала обміну на брейді-облігації.

Іншим компонентом зовнішнього боргу України, що має бути включено до всеосяжної програми реструктуризації, є заборгованість за облігаційними позиками. Основоположним принципом реструктуризації цього виду боргу має бути застосування знижок (haircuts) до номінальної суми боргу або поточної дисконтованої вартості боргових виплат[53, с. 33].

Проведення діалогу з інвесторами потребує дипломатичної підтримки урядів-партнерів та МФО. При цьому Уряд України має акцентувати увагу на тому, що з огляду на надмірний рівень боргового навантаження та гостроту економічних проблем України, гарантувати кредиторам хоча б часткове задоволення їх вимог може тільки застосування знижок до номіналу облігацій або зменшення поточної дисконтованої вартості боргових платежів.

У світовій практиці поширеним є підхід, коли розмір дисконту (haircut) до номіналу при обміні старих боргових зобов'язань на нові відповідає дисконту до первинної ціни облігації за угодами вторинного ринку. В Україні з початку війни 2022 року розміри дисконтів на вторинному ринку доходили до 80%.

У міжнародній практиці реструктуризації боргів приватним кредиторам після 1998 р. розмір дисконту до номіналу боргу, що підпадав під реструктуризацію, досягав 50% на Сейшелах, 56,3% в Молдові, 59,3% у Сербії і Чорногорії, 68,6% в Еквадорі та 81,5% в Іраку.

Найбільш суттєві знижки у термінах поточної дисконтованої вартості боргових платежів було застосовано в: Кот-д'Івуар – 55,2%; Сейшелах – 56,2%; Молдові – 56,3%; Еквадорі – 67,7%; Сербії та Чорногорії – 70,9%; Аргентині – 76,8%; Іраку – 89,4%.

У 1989 р. на глобальному рівні було прийнято "План Брейді" — програму реструктуризації боргу неплатоспроможних країн приватним кредиторам. Кредиторам пропонувалося прийняти погоджений рівень зниження боргового навантаження в обмін на отримання ліквідних і більш надійних фінансових інструментів – брейді-облігацій[56, с. 130].

Ці облігації мали термін погашення до 30 років і гарантувалися безкупонними казначейськими облігаціями США.

Брейді-облігації мали кілька видів, одним з яких були дисконтні облігації. Реструктуризація боргу через емісію дисконтних облігацій надавала можливість знизити боргове навантаження через зменшення номінальної суми боргу, як правило, на 30-50%.

У 1990-1999 роках планом Брейді скористалися Аргентина, Бразилія, Болгарія, Коста-Ріка, Домініка, Еквадор, Кот д'Івуар, Йорданія, Мексика, Нігерія, Панама, Перу, Філіппіни, Польща, Росія, Уругвай, Венесуела, В'єтнам.

За аналогом до плану Брейді Україна повинна отримати можливість реструктурувати свою заборгованість за облігаціями зовнішньої позики, здійснивши їх обмін на нові цінні папери з дисконтом у 50-60% до номіналу первинних облігацій.

Такий підхід дозволить Уряду зменшити суму заборгованості за облігаціями зовнішньої позики на 12-14 млрд дол. США.

Отже, для України реструктуризація зовнішнього державного боргу на умовах зменшення боргового навантаження є запорукою успішного післявоєнного відновлення економіки.

Саме вона дозволить звільнити бюджет від непродуктивних витрат і спрямовувати кошти міжнародної економічної допомоги на відновлення інфраструктури, соціальної сфери та впровадження програм розвитку економіки.

А головними складовими програми реструктуризації зовнішнього боргу мають стати списання частини заборгованості України перед МФО за прикладом ініціативи HIPC-MDRI та обмін облігацій зовнішньої позики на нові цінні папери з дисконтом 50-60% до номіналу[56, с. 131].

Використовуючи міжнародний досвід та відстоюючи власні національні інтереси, Україна має залучати механізми активного управління зовнішнім боргом: проводити обмін (своп) боргових зобов'язань держави на акціїпідприємств, що

перебувають у державній власності, ініціювати погашенняборгів товарними поставками, викуп державних облігацій на вторинномуринку за грошові кошти.

Важливою проблемою державного боргу України є високий рівень валютного ризику, що обумовлено значною питомою вагою зовнішнього боргу в загальній заборгованості держави. Залежно від ситуації на внутрішньому і міжнародному фінансових ринках слід використовувати можливості виваженого трансформування зовнішнього боргу у внутрішній, що вимагає від уряду та НБУ вжиття ефективних заходів щодо радикального удосконалення внутрішнього фінансового ринку. Це можливо лише за належної ліквідності державних цінних паперів та високого рівня їх капіталізації [56, с. 131].

Міністерство фінансів України та Національний банк України мають узгоджувати зусилля у проведенні боргової та монетарної політики. Така координація може поширюватися на всі етапи розроблення та реалізації цієї політики паралельно з удосконаленням інфраструктури ринку, розвитком вторинного ринку державних цінних паперів, інформаційним забезпеченням і головне – прозорістю дій обох зазначених установ на фінансовому ринку.

Висновки до розділу 3

У третьому розділі ми дослідили шляхи оптимізації механізмів реструктуризаціїзовнішнього боргу України. В рамках дослідження було розглянуто чинники та суб’єкти формування і механізми управління сукупноюзовнішньоюзаборгованістю України; використання сучасних механізмів реструктуризації зовнішнього боргу, якскладової управління вітчизняним зовнішнім боргом; дослідили можливості адаптації зарубіжного досвіду управління зовнішнім боргом доумов України.

На даному етапі Україна має великий об’єм зовнішньої заборгованості на фоні економічної кризи та збільшення дефіциту бюджету з геометричною прогресією, уряд

України намагається мінімізувати кількість кредитів отриманих від міжнародних фінансових організацій і переключитись на внутрішній ринок, але для того щоб покращити внутрішній стан економіки, все ще існує необхідність у залученні кредитів від МВФ. З цієї позиції, пріоритетним завданням управління зовнішнім державним боргом України є підвищення кредитних рейтингів, що дасть змогу залучати більш дешеві позики й тим самим зменшити вартість обслуговування боргу.

Важливим елементом політики управління зовнішнім державним боргом є своєчасне використання можливостей покращення сальдо поточного рахунку платіжного балансу і ведення переговорів щодо реструктуризації зовнішньої заборгованості.

У найближчому майбутньому буде доцільним розглянути механізм реструктуризації для України для ефективної уравління державним зовнішньому боргу. Для цього можливо застосувати зарубіжний досвід різних країн про які було згадано у розділі, а особливо звернути увагу на сусідні країни, які схожі на нашу за розвитком національної економіки та менталітетом.

ВИСНОВКИ

Очевидним є і той факт, що позичкові коштиварто інвестувати у економічний розвиток та на реалізацію проектів на які виділено позичкові кошти, а неспрямовувати на покриття дефіциту державного бюджету та погашенняпозик. Особливо часто це відбувається у країнах з перехідною економікою та у країнах, що розвиваються, у розвинутих країнах економік більш стійка, що дозволяє ефективно управляти зовнішнім боргом та маневрувати аби борговий тягар не був непосильний для виплати. Судячи із зарубіжного досвіду, найефективнішим методом є вкладення позиченихкоштівв інвестиційну діяльність, в результаті чого дохідність буде вище за відсоткові ставки залученнякоштів. Таким чином, фінансові потоки маютьспрямовуватись у високоліквідні галузі та на розвиток промисловості.

Корисними є надбання зарубіжного досвіду.Боргові офіси Ірландії, Великобританії, Франціїта інших країн використовують тимчасово вільнігрошові кошти на казначейських рахунках для проведення активних операцій з управління державнимборгом. Наприклад, у Нідерландах щоденний баланспо залишках та рахунках казначейства узгоджується із Національним банком, при чому, надлишоккоштів спрямовується на грошовий ринок, а дефіцит покривається за рахунок здійснення позичокна грошовому ринку.

В рамках нашого дослідження було розглянуто інструменти управління зовнішнього боргу та проаналізовано використання реструктуризації в різних країнах світу як механізм управління зовнішньою заборгованістю в кризових періодах національної економіки. Досвід реструктуризації зовнішнього боргу таких країн, як Аргентина, Греція, Польща, Ірак, тощо, можна брати за основу для нашої держави.

Важливою проблемою державного боргу України є високий рівень валютного ризику, що обумовлено значною питомою вагою зовнішнього боргу в загальній заборгованості держави. Залежно від ситуації на внутрішньому і міжнародному

фінансових ринках слід використовувати можливості виваженого трансформування зовнішнього боргу у внутрішній, що вимагає від уряду та НБУ вжиття ефективних заходів щодо радикального удосконалення внутрішнього фінансового ринку. Це можливо лише за належної ліквідності держав них цінних паперів та високого рівня їх капіталізації.

Для України продаж тимчасововільних коштів, на рахунках головних розпорядників Держказначейства на ринку міжбанківськихкредитів дозволив би посилити мультиплікативнийефект від коштів, які акумульовано фіскальнимизасобами. Такий метод організації фінансових потоків у бюджеті держави, може стати дієвим способомнейтралізації боргових ризиків, а також виступатив якості важелем зменшення потреби залученняпозик, що в свою чергу дасть змогу підвищити кредитний потенціал економіки нашої держави.

Враховуючи вищесказане, для досягненняприйнятного рівня боргового навантаженняУкраїні варто вжити таких заходів:

– підтримувати допустимий рівень дефіцитубюджету, це дасть змогу зменшити потребуу залучені позикового капіталу;

– використовувати більшою мірою внутрішніпозики, з метою розвитку внутрішньогоринку позичкового капіталу, це сприятимезалученню більш дешевих кредитів і якнаслідок знизить борговий тиск на економіку;

– зменшити обсяг зовнішніх кредитів, з метоюстабілізації фінансової системи державита запобігання відтоку національноївалюти;

– диверсифікувати валютну структуру боргу,залучати кредити у валюті зі стабільнимкурсом, з метою зниження ризиків коливань курсу національної валюти та зменшення вразливості державних фінансіввід валютних шоків.

Окрім вище зазначених заходів, слід приділитиувагу раціональному використанню позичковихкоштів. Наразі, державні позики в Україні маютьякості «споживчих кредитів», адже вони використовуються для забезпечення споживчих потреб.Такий напрям використання позикового капіталу є неефективним, адже

позичковий капіталдоцільно спрямовувати на здійснення інвестицій у розвиток промисловості та високоліквіднігалузі.

У рамках великого дефіциту державного бюджету України та його стрімкого зросту Україна може використати метод реструктуризації зовнішніх зобов'язань та використати досвід інших держав. Але на нашу думку потрібно приділити увагу досвіду країн з перехідною економікою та схожим соціально-культурним розвитком держави.

Як висновок, у нашому досліджені було виконано усі завдання, які були поставлені перед написанням даної роботи, досліджено усі теоретичні аспекти зовнішнього боргу, механізми його ефективного управління, реструктуризацію як один з методів та проаналізовано зарубіжний досвід, його ефективність та можливість використання у вітчизняній економіці.

СПИСОК БІБЛІОГРАФІЧНИХ ПОСИЛАНЬ ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Наказ Міністерства економіки України від 02.03.2007 року № 60 «Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=98200&cat_id=32

2. Постанова Кабінету міністрів України «Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання» № 912 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.kmu.gov.ua/con trol/uk/cardnpd?docid=248623211.

3. Постанова КМУ №127 від 12.02.2020р. [Електроний ресурс] https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-utvorennya-agentstvm120220a-z-upravlinnyaderzhavnim-borgom-ukrayini

4. Про внесення зміни до статті 4 Закону України "Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом» [Закон України від 12.04.2016 № 1081-VIII] [Електронний ресурс] // 39 Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1081-19

5. Програми МВФ за період 2014 - 2020 рр.: Скільки грошей і на яких умовах отримала Україна [Електроний ресурс] https://zik.ua/blogs/prohramy_mvf_za_period_2014_2020_rr_skilky_hroshei_i_na_iakykh_umovakh_otrymala_ukraina_967820

6. Про запровадження тимчасового зупинення здійснення платежів з погашення та обслуговування державного боргу і гарантованого державою боргу [Розпорядження Кабінету міністрів України від 18 грудня 2015 року № 1312-р] [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1312-2015-%D1%80

7. Про інформацію Кабінету Міністрів України про структуру і динаміку державного боргу України [Постанова Верховної Ради України від 10.11.1998 № 246-XIV] [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/246-14

8. Про пріоритетні напрями використання іноземних кредитів [Постанова Кабінету Міністрів України від 3 квітня 1995 р. № 234 [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/234-95-%D0%BF

9. Про схвалення Концепції державної боргової політики на 2001 – 2004 роки [Постанова Кабінету Міністрів України № 1483 від 28.09.2000 р.] [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1483-2000-%D0%BF

10. Проект Закону України «Про державний борг та гарантований державою борг» № 8637 від 07.06.2011. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?id=&pf3516=8637&skl=7

11. Проект закону України «Про державний борг України»: № 1229 від 20.05.2005 р. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?id=&pf3516=1229&skl=5 40

12. Баранецька О.В. Проблеми забезпечення боргової безпеки України /О.Д. Ладюк, О.В. Баранецька // Ефективна економіка. – 2017. – № 7 [Електронний ресурс] Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5698

13. Бланшард, Олів'є (2019), «Державний борг та низькі процентні ставки», Виступ Президента Американської Економічної Асоціації (AEA) під час щорічної зустрічі AEA.

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

15. Варналій З., Савілова О. (2018) Роль управління державним боргом у фінансовій стабільності україни, ВІСНИК Київського національного університету імені Тараса Шевченка, ЕКОНОМІКА. 2018; 6(201): 11-19

16. Допомога, відновлення та стійка відбудова. Надання допомоги Україні у задоволенні невідкладних та середньострокових економічних потреб [Електронний ресурс]. - Режим доступу: https://documents1.worldbank.org/curated/en/099547405052230400/pdf/IDU063b2f81900861047a70b5540e3e950f93a8c.pdf

17. 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.

18. Лубкей Н.П. Зарубіжний досвід ефективного управління зовнішнім державним боргом [Ел. ресурс] / Н. П. Лубкей, Н. В. Попко // Проблеми та перспективи розвитку фінансової системи України : збірн. наук. праць. – У 2-х част. – Ч. 2. – Тернопіль : Вектор, 2014. – С. 116-121. - Режим доступу: http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/14572

19. Лубкей Н.П. Суверенна боргова криза: передумови виникнення, наслідки та ш ляхи виходу / Н. Лубкей, М. Карапетян / / Глобальні та національні проблеми економіки/ Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського. - 2015. - № 8. - С. 1032 -1037. - с. 1033

20. Лук'яненко І.Г., Фарина О.І. Макрофінансова стабільнсть: моделі та методи оцінки. –К. : НаУКМА, 2018. -188 с.

21. Лютий, І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. – К. : Центр учбової літератури, 2018. – 352 с.

22. Марина А.С., Сервачук М.О. УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ https://doi.org/10.32843/bses.53-27

23. Маханець Л.Л. Зовнішній борг і політичний ризик / Л.Л. Маханець // Фінанси України. – 2020. – No 2. – С. 64–67.

24. Методичний коментар до статистики зовнішнього боргу України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: www.bank.gov.ua/Balance/Debt/index.htm.

25. Наближення вітчизняної системи управління борговими ризиками до стандартів ЄС – Режим доступу: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2019-7207/Наближення%20вітчизняної%20системи%20управління%20борговими%20ризиками%20до%20стандартів%20єс.pdf

26. Можливості адаптації міжнародного досвіду управління державним боргом в Україні [Електронний ресурс] / Л.П. Лондар // К.: НІСД, 2017. – 30 с. – Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/upravl_borge3b9d.pdf

27. Молчанова А. Ю. Державний борг України: механізм управління та обслуговування / А. Ю. Молчанова // Актуальні проблеми економіки та управління в умовах системної кризи. – Львів: МАУП, 2016. – С. 40–42.

28. Напрями вдосконалення державного регулювання економічної безпеки України / Полозова Т.В, Майстро Р.Г – 2019 // Класичний приватний університет

29. Острі, Джонатан Д., Атіш Р. Гош та Рафаель Еспіноза (2015), "Коли слід зменшити державний борг", Записка для обговорення співробітників МВФ № 15/10

30. Офіційний сайт Державної казначейської служби України. Статистичні дані [Електронний ресурс]. — Режим доступу до сайту: http://treasury.gov.ua/main/uk/index

31. Офіційний сайт Державної служби статистики України. Статистичні дані [Електронний ресурс]. — Режим доступу до сайту: http://www.ukrstat.gov.ua/

32. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. Статистичні дані [Електронний ресурс]. — Режим доступу до сайту: http://www.minfin.gov.ua/

33. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://www.bank.gov.ua

34. Офіційний сайт Світового банку в Україні [Електронний ресурс]. - Режим доступу: https://www.worldbank.org/uk/country/ukraine

35. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду Електронний ресурс]. - Режим доступу: https://www.imf.org/en/About

36. Оцінка стану державного боргу та ключові напрями підвищення рівня боргової безпеки України [Електронний ресурс] / Л.П. Лондар // К.: НІСД, 2017. – 13 с. – Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/derzhavniy_borgcc2fd.pdf

37. Програма управління державним боргом на 2021 рік. Наказ Міністерства фінансів України 29 січня 2021 року No 47 — Режим доступу: https://mof.gov.ua/storage/files/ПРОГРАМА%20удб%202021.pdf

38. Рамка сталого боргу для країн з низьким рівнем доходу. Спільна інформація про Світовий банк та МВФ. - квітень 2015. URL: Режим доступу: https://www.imf.org/external/ np / exr / факти / jdsf.htm.

39. Рейнхарт, С. М., Reinhart, V., & Rogoff, K. (2015). Справа з боргами. Журнал міжнародної економіки, 96 (S1), S43–55.

40. Рибалка С. Борги України: потрібне списання [Ел. ресурс] / С. Рибалка // Економічна правда. – 2017. - Режим доступу: https://www.epravda.com.ua/columns/2017/04/4/623454.

41. Ризики дефолту України стають критичними [Електронний ресурс] / Український інститут майбутнього. – 2017. - Режим доступу

42. Сіденко В., Юрчишин В., Маркевич К. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. / Аналітична доповідь. – Київ: Заповіт, 2018. – 74 с.

43. Сокирко О.С.Аналіз сучасного стану державного боргу України / О.С.Сокирко. — Східна Європа: Еко- номіка, Бізнес та Управління. — Випуск 6 (11) 2017 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http:// ir.nusta.edu.ua/jspui/handle/123456789/2488

44. Статистика зовнішнього сектору. Зовнішній борг України [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. - Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4

45. Статистичне оцінювання рівня боргового навантаження національної економіки / І. А. Дернова // Молодий вчений. - 2016. - № 2. - С. 37-40. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2016_2_12

46. Терещенко В.Л. Державний борг України: сутність, соціально- економічні наслідки, перспективи оптимізації / В.Л. Терещенко // Економіка і регіон. – 2021. – No 4. – С. 59–62.

47. Терещенко В.Л. Проблема управління державним боргом України // Формування ринкових відносин в Україні - 2018. Режим доступу: http://globalnational.in.ua/archive/10-2016/180.pdf

48. Федорович, І. М. Моделювання динаміки державного боргу та факторів впливу на неї [Текст] / Ірина Михайлівна Федорович // Економічний аналіз : зб. наук. праць – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2018. – Том 16. – No 1. – С. 257-267.

49. Фінанси: підручник / І.О.Лютий, С.Я. Боринець, З.С. Варналій та ін.; за ред. І.О. Лютого — К.: Ліра-К, 2017. — 720 с.

50. Флейчук М. Вплив зовнішніх запозичень на соціально-економічний розвиток посттрансформаційних країн / М. Флейчук, Р. Андрусів // Економіка України. – 2012 – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2012_1_3 36. Фінанси: підручник / І.О.Лютий, С.Я. Боринець, З.С. Варналій та ін.; за ред. І.О. Лютого — К.: Ліра-К, 2017. — 720 с.

51. Фурдичко Л. Є., Піхоцька О. М. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. DOI: 10.32702/2306-6806.2018.11.

52. Фурманець К. Л. Формування зовнішнього державного боргу України та фінансовий механізм його регулювання в умовах глобалізації / К. Л. Фурманець [Електронний ресурс]. – Вісник Вінницького політехнічного інституту. - №1. – 2019. - Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/natural/vvpi/2013_1/13_1_ekonomika_4.pdf

53. Черняк О.І. Криза платіжного балансу: фактори, індикатори та способи попередження/ О.І. Черняк О.І., В.Р. Хом'як // Економіка і прогнозування, 2019. № 4. С.27-37.

54. Школьник, І., І Койло, В. (2018). Зв'язок між зовнішнім боргом та економічним зростанням: емпіричні дані України та інших економік, що розвиваються. Управління інвестиціями та фінансові інновації, 15 (1), 387–400.

55. Шумська С.С. Система індикаторів попередження кризи: міжнародний досвід та проблеми вибору для України. Фінанси України, 2018. № 6. С.38-49.

56. Юркевич О.М. Кредитні рейтиги як інструмент оцінки кредитного ризику // Збірник наукових праць КНЕУ «Фінанси облік і аудит». –2019. – Випуск 13. – С. 130–135.

57. Яред, П (2019), "Зростаючий державний борг: причини та рішення десятиліть - давня тенденція", Journal of Economic Perspectives 33 (2): pp. 115-140.

58. Ярош К.М. Аналіз індикаторів боргової безпеки України / Ярош К.М. // Економічний аналіз: зб. Наук. Праць. – Тернопіль, 013. – Том 13. – С.207-213. Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecan_2013_13_31

59. Debrun X., Ostry J. D., Willems T. (2019) The 3 principles behind sound and sustainable national debt policy. WEF. https://www.weforum.org/agenda/2019/12/the-art-of-assessing-public-debtsustainability-relevance-simplicity-transparency/

60. Debrun X., Ostry J. D., Willems T. and Wyplosz Ch. PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY t: https://www.researchgate.net/publication/335943450

61. Hadzi-Vaskov M. and Ricci L. A. (2019) The Nonlinear Relationship Between Public Debt and Sovereign Credit Ratings. IMF Working Paper WP/19/162

62. International Monetary Fund. 2016. Fiscal Monitor. Available online: www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/ 02/pdf/fm1602.pdf

63. IMF/WB staff report on Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Statistical Update [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121214.pdf

64. Statistical materials on state of the state debt, Official site of the Central Intelligence Agency, available at: https://www.cia.gov/library/publications/resources/ the-world-factbook/fields/2186.html#al

65. National debt of important industrial and emerging countries in 2020 in relation to gross domestic product https://www.statista.com/statistics/264647/national-debtof-selected-countries-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/

66. Credit Rating of Ukraine. URL: https://mof.gov.ua/en/kreditnij-rejtingpotochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini

67. Derivatives And Public Debt Management. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj99cftqenwAhVik4sKHQAnBxMQFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FDerivatives%2Band%2BPublic%2BDebt%2BManagement.pdf&usg=AOvVaw1MWCD-JOUm7AymgGO2DbM_

68. IMF Country Report No. 20/197 https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-forStand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501 44. The Countries with the Largest National Debt burdenshttps://www.statista.com/chart/22479/countries-with-highest-share-debt-togdp/

69. National debt of important industrial and emerging countries in 2020 in relation to gross domestic product https://www.statista.com/statistics/264647/national-debtof-selected-countries-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/

70. Credit Rating of Ukraine. URL: https://mof.gov.ua/en/kreditnij-rejtingpotochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini

71. Derivatives And Public Debt Management. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj99cftqenwAhVik4sKHQAnBxMQFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FDerivatives%2Band%2BPublic%2BDebt%2BManagement.pdf&usg=AOvVaw1MWCD-JOUm7AymgGO2DbM_

72. Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development. URL: https://www.oecd.org/fr/finances/dette-publique/39354012.p