

Іванна МОРОЗ

аспірант, Західноукраїнський національний університет, Тернопіль, Україна,

lwa.frost@gmail.com

ORCID ID: 0000-0002-9598-4158

УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ В УМОВАХ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИХ ТА ПАНДЕМІЧНИХ ШОКІВ

Вступ. В статті проаналізовано наслідки впливу пандемії COVID-19 на макроекономічну динаміку та стан зовнішнього державного боргу. Визначено головні причини зростання дефіциту Державного бюджету України та доведено необхідність підвищення ефективності політики управління зовнішнім державним боргом в контексті мінімізації бюджетного дефіциту.

Акцентовано увагу на ситуативності та розбалансованості політики управління зовнішнім державним боргом України. Обґрунтовано, що відсутність чітких стратегічних цілей економічного розвитку держави призвело до зростання вартості обслуговування зовнішнього державного боргу, підвищення вартості його залучення та зменшення строковості. Також доведено, що відсутність стратегії на фоні низького рівня узгодженості фіскально-бюджетної, боргової і грошово-кредитної політики є головними причинами неефективної конверсії зовнішнього державного боргу, адже основні суми зовнішніх державних запозичень спрямовуються не на фінансування розвитку економіки, а на фінансування споживчих видатків державного бюджету і на погашення старих боргів.

Мета – вивчити теоретичні засади та узагальнити практичні аспекти боргової політики держави в умовах пандемії COVID-19 для формування стратегії і тактики управління зовнішнім державним боргом України в контексті соціально-економічних викликів та пандемічних шоків.

Результати. На основі аналізу основних макроекономічних тенденцій в Україні та визначення проблем зовнішньої заборгованості запропоновано новітню парадигму політики управління зовнішнім державним боргом, суть якої полягає у підпорядкуванні боргової політики тактичним і стратегічним цілям розвитку національної економіки в умовах економічних та пандемічних загроз, реалізації програмних напрямів взаємоузгодженості фіскально-бюджетної, боргової та грошово-кредитної політики, а також в досягненні ефективної конверсії зовнішніх державних запозичень у стимулювання економічного розвитку. Запропоновано використання програмно-цільового методу політики управління зовнішнім державним боргом, який передбачає залучення коштів від міжнародних органі-

зації виключно для фінансування конкретних державних програм. Наголошено на необхідності підвищення ефективності конверсії зовнішніх державних позик для фінансування капітальних інвестицій з державного бюджету, що дасть змогу використати зовнішньоборговий потенціал для стимулювання економічного розвитку України.

Ключові слова: борг, зовнішній борг, державний бюджет, боргова політика, фінансування, зовнішні запозичення.

Рис.: 3, табл.: 1, бібл.: 19.

Иванна МОРОЗ

аспірант, Західноукраїнський національний університету, Тернополь, Україна

УПРАВЛЕНИЕ ВНЕШНИМ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ УКРАИНЫ В УСЛОВИЯХ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ И ПАНДЕМИЧЕСКИХ ШОКОВ

Введение. В статье проанализированы последствия воздействия пандемии COVID-19 на макроэкономическую динамику и состояние внешнего государственного долга. Определены основные причины роста дефицита Государственного бюджета Украины и доказана необходимость повышения эффективности политики управления внешним государственным долгом в контексте минимизации бюджетного дефицита.

Акцентируется внимание на ситуативности и разбалансированности политики управления внешним государственным долгом Украины. Обосновано, что отсутствие четких стратегических целей экономического развития государства привело к росту стоимости обслуживания внешнего государственного долга, повышению стоимости его привлечения и уменьшению срочности. Также доказано, что отсутствие стратегии вместе с низким уровнем согласованности фискально-бюджетной, долговой и денежно-кредитной политики являются главными причинами неэффективной конверсии внешнего государственного долга, ведь основные суммы внешних государственных заимствований направляются не на финансирование развития экономики, а на финансирование потребительских расходов государственного бюджета и на погашение старых долгов.

Цель – изучить теоретические и практические аспекты долговой политики в условиях пандемии COVID-19 с целью обоснования новой парадигмы политики управления внешним государственным долгом Украины.

Результаты. На основе анализа основных макроэкономических тенденций в Украине и определения проблем внешней задолженности предложено новую парадигму политики управления внешним государственным долгом, суть которой заключается в подчинении долговой политики тактическим и стратегическим целям развития национальной экономики в условиях экономических и пандемических угроз, реализации программных направлений согласованности фискально-бюджетной, долговой и денежно-кредитной политики, а также в достижении эффективной конверсии внешних государственных заимствований в стимулирование экономического развития. Предложено использование программно-целевого метода политики управления внешним государственным долгом, который предусматривает привлечение средств от международных организаций исключительно для финансирования конкретных государственных программ. Подчеркнута необходимость повышения эффективности конверсии внеш-

них государственных займов для финансирования капитальных инвестиций из государственного бюджета, что позволит использовать внешнедолговой потенциал для стимулирования экономического развития Украины.

Ключевые слова: долг, внешний долг, государственный бюджет, долговая политика, финансирование, внешние заимствования.

Ivanna MOROZ

graduate student, West Ukrainian National University, Ternopil, Ukraine, Iwa.frost@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-9598-4158

EXTERNAL GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT OF UKRAINE IN CONDITIONS OF SOCIAL AND ECONOMIC AND PANDEMIC SHOCKS

Introduction. *The consequences of the COVID-19 pandemic on macroeconomic dynamics and the state of external public debt are analysed. The main reasons for the growth of the State Budget deficit of Ukraine are identified and the need to increase the efficiency of the external public debt management policy in the context of minimizing the budget deficit is proved.*

Emphasis is placed on the situational and imbalance of Ukraine's external public debt management policy, which is due to the lack of the Economic Development Strategy of Ukraine and the Government's program of activities for 2020. It is substantiated that the lack of clear strategic goals of economic development of the state and adherence to such a strategy has led to an increase in the cost of servicing external public debt, increasing the cost of attracting it and reducing the maturity. It is also proved that the lack of strategy together with the low level of fiscal, debt and monetary policy coherence are the main reasons for inefficient conversion of external public debt, as the main amounts of external government borrowing are not used to finance economic development, but to finance state budget expenditures and to repay old debts.

The purpose of the article is to study the theoretical and practical aspects of debt policy in the context of the COVID-19 pandemic in order to justify a new paradigm of Ukraine's external public debt management policy.

Results. *Based on the analysis of major macroeconomic trends in Ukraine and identifying external debt problems, the latest paradigm of external public debt management policy is proposed, the essence of which is to subordinate debt policy to tactical and strategic goals of the national economy budget, debt and monetary policy, as well as in achieving effective conversion of external government borrowing to stimulate economic development. It is proposed to use a program-targeted method of external public debt management policy, which involves raising funds from international organizations exclusively to finance specific government programs.*

Perspectives. *It is necessary to increase the efficiency of conversion of external government loans to finance capital investments from the State budget, which will use the foreign debt potential to stimulate Ukraine's economic development.*

Keywords: debt, external debt, state budget, debt policy, financing, external borrowings.

JEL Classification: H630.

Постановка проблеми. Важко прогнозовані макроекономічні і політичні умови функціонування національної економіки, спровоковані наслідками пандемії COVID-19, вимагають перегляду традиційних методів управління зовнішнім державним боргом України та пошуку нової стратегії, базованої на всебічній мобілізації і взаємоузгодженні фіскально-бюджетної, боргової та грошово-кредитної політики, а також на використанні нетрадиційних інструментів активізації драйверів економічного зростання.

Зростання потреби в зовнішньому фінансуванні дефіциту Державного бюджету України не повинно стати самоціллю, реалізація якої вимагатиме використання надвисоких ставок дохідності державних облігацій та виконання вимог міжнародних кредиторів, котрі можуть завадити національним інтересам. Однак велика роль зовнішніх запозичень у збереженні бюджетної і фінансової стабільності України в цілому вимагає нових наукових розвідок в частині пошуку оптимальних рішень щодо відповіді на виклики і загрози пандемії COVID-19 для національної економіки, трансформації політики управління зовнішнім державним боргом в частині превентивного реагування на внутрішні і зовнішні шоки та залучення додаткового зовнішнього фінансування для подолання наслідків економічної кризи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематику управління зовнішнім державним боргом досліджували українські та іноземні вчені Т. Богдан [1], В. Лаврук [2], С. Обушний, Л. Дзядевич [3], В. Райнхарт, К. Райнхарт, К. Рогофф [4], О. Скрипка [5], Т. Хердон, М. Аш, Р. Поллін [6] та ін. Однак нові виклики для боргової політики, які зумовлені пандемією COVID-19, вимагають дослідження сучасних тенденцій та підходів до управління зовнішнім державним боргом, адже українська та світова наукова

думка ще не розглядала ті специфічні проблеми для публічних фінансів, з якими зіштовхнулася світова економіка у 2020 р.

Метою статті є вивчення теоретичних засад та узагальнення практичних аспектів боргової політики держави в умовах пандемії COVID-19 для формування стратегії і тактики управління зовнішнім державним боргом України в контексті соціально-економічних викликів та пандемічних шоків.

Виклад основного матеріалу дослідження. 2020 рік розпочався безпрецедентними і раніше небаченими шоками для економік переважної більшості країн світу, пов'язаними із реакцією на пандемію COVID-19. Особливо гостро негативні економічні наслідки виявляються в Україні, економіка якої ще не відновилася від економічної кризи, спричиненої війною з Російською Федерацією, анексією Криму та 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 становив 84,8%, зовнішній борг – 57%), а спрямованість макроекономічної політики на досягнення макрофінансової стабільності за рахунок боргових важелів, кредитного стиснення, лібералізації руху капіталу не змогла створити надійних фундаментальних основ для відновлення і сталого розвитку національної економіки.

Разом з тим, враховуючи прогнози МВФ щодо падіння розвитку глобальної економіки на рівні 4,9%, падіння реального ВВП розвинутих країн на 8%, а країн з ринками, що формуються, на 3% [7], вплив негативних зовнішніх шоків на економіку України посилюватиметься, формуючи нові виклики для макроекономічної політики, де визначальним 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. Зокрема, протягом II кварталу 2020 р. борг сектору загальнодержавного управління 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 програмою Stand-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 II кварталі 2020 р. зменшився на 54 млн дол. США в результаті курсових змін і на кінець II кварталу 2020 р. становив 6,9 млрд дол. США (4,5% від ВВП) [8].

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 III та IV кварталах 2020 р. та в 2021 р. з огляду на прогнози зростання ВВП України (табл. 1).

Дані табл. 1 свідчать, що обсяги виплат за зовнішнім державним боргом як в другому півріччі 2020 р., так і в 2021 р. перевищують обсяги зростання ВВП, що, відпо-

відно, 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. [9], 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. 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 [9].

Таким чином, загальний обсяг фінансової допомоги від МВФ та ЄС у 2020 р. для України становив 4 млрд дол. США (у

Таблиця 1

Прогноз зростання номінального ВВП України та обсяги виплати за зовнішнім державним боргом в другому півріччі 2020 р. та в 2021 р.*

Показники	Прогноз ВВП України				
	КМУ, 2020	МВФ, 2020	КМУ, 2021	НБУ, 2021	МВФ, 2021
Номінальний ВВП, млрд грн	3985,5	3850,0	4505,9	4300,0	4277,0
Зміна ВВП до попереднього року	-4,8%	-8,2%	4,6%	4,0%	1,1%
Виплати за зовнішнім державним боргом, млрд грн.	94,8 (II півріччя)	94,8 (II півріччя)	213,7	213,7	213,7
Виплати за зовнішнім державним боргом, у % до ВВП	2,4% (II півріччя)	2,5% (II півріччя)	4,7%	5,0%	5,0%

* Розраховано на основі даних КМУ, НБУ, МВФ.

випадку виконання урядом затверджених умов), що еквівалентно розміру виплат за зовнішнім боргом сектору загальнодержавного управління, а це, своєю чергою, не дасть 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 (рис. 1).

Проте через зниження доходів Державного бюджету України та необхідність збільшення видатків на подолання наслідків пандемії коронавірусу, Верховна Рада ухвалила Закон “Про внесення змін до Закону України “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 (за рахунок 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 за-

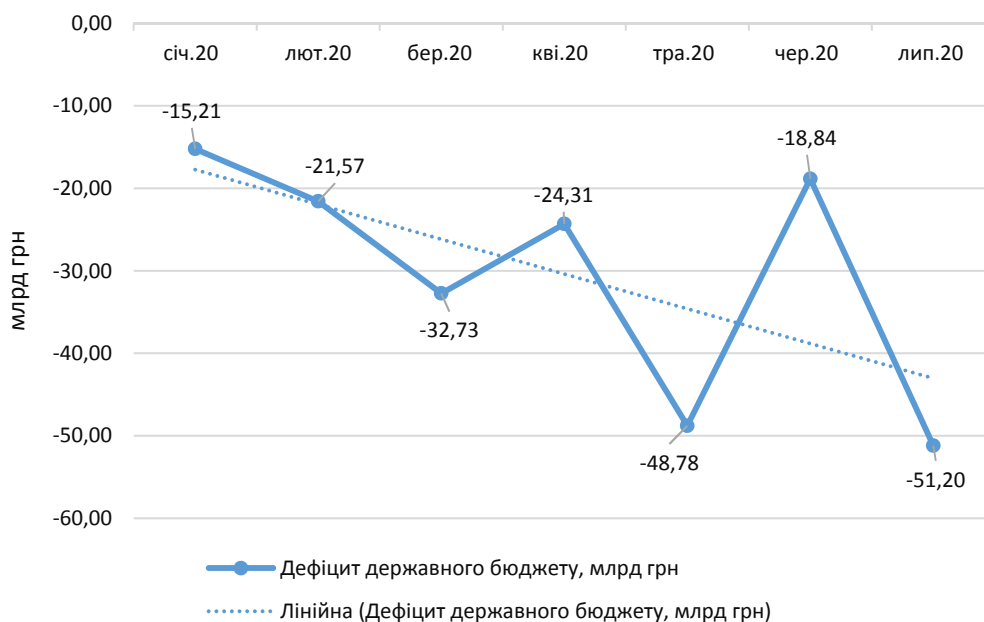


Рис. 1. Динаміка дефіциту Державного бюджету України у першому півріччі 2020 р.*

*Побудовано на основі [10].

позиченнями збільшився із 134,1 млрд грн до 265,1 млрд грн, а за внутрішніми – з 231,1 млрд грн до 377,6 млрд грн [11].

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 за умови отримання кредитів від міжнародних фінансових організацій.

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 (рис. 2).

Як свідчать дані рис. 2, 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 портфель ОВДП у власності нерезидентів збільшився з 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

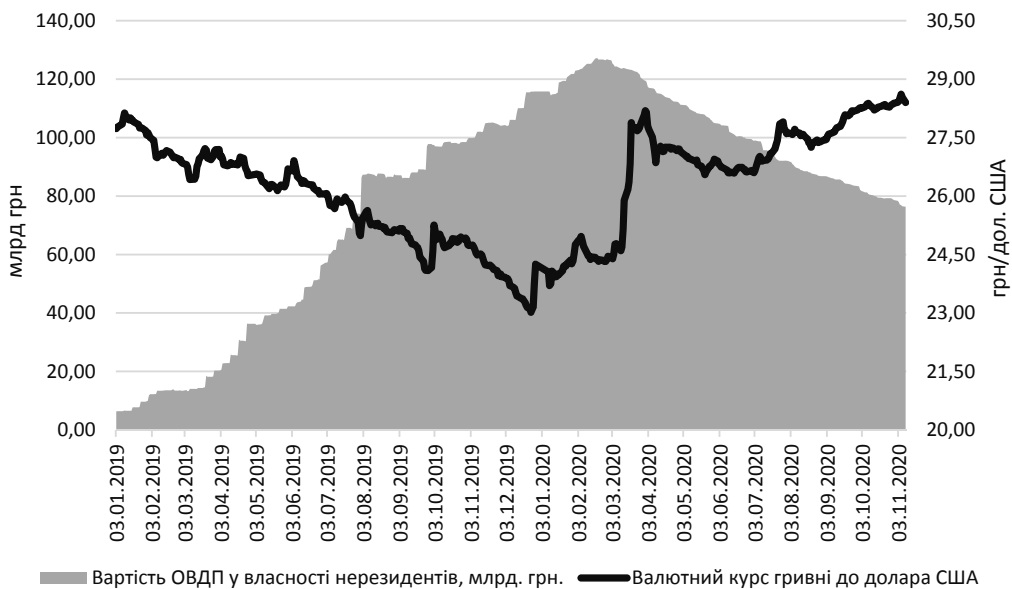


Рис. 2. Динаміка вартості ОВДП у власності нерезидентів та валютного курсу гривні у 2019–2020 рр.*

*Побудовано на основі [8].

50,14 млрд грн, або 1,77 млрд дол, що помітно відобразилося на динаміці валютного курсу гривні, призвівши до її девальвації за вказаний 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 на стабільність курсу національної валюти за умови 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. (рис. 3).

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

Разом з тим, в разі відсутності другого траншу МВФ інструменти залучення зо-

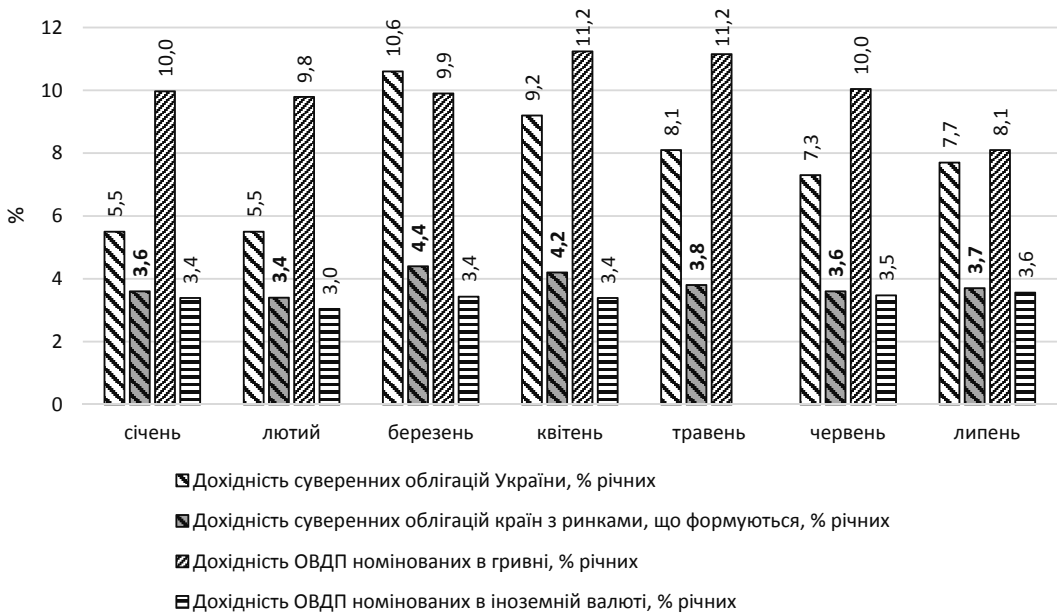


Рис. 3. Динаміка ставок дохідності державних облігацій України та країн з ринками, що формуються*

*Побудовано на основі [8; 12].

внішого державного боргу через ОВДП, номіновані в національній та іноземній валюті, залишатимуться актуальними джерелами фінансування дефіциту державного бюджету, однак для забезпечення їх ефективності необхідно якнайшвидше реалізувати 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, що матиме короткостроковий ефект, а в майбутньому призведе до збільшення виплат на його обслуговування.

Аналізуючи стан державного бюджету та інструменти фінансування його дефіциту, як ключового виклику макроекономічної політики, зауважимо, що надмірний рівень боргової залежності значно звуужує фіскально-бюджетні можливості для стимулювання відновлення національної економіки, на зразок розвинутих країн світу. Так, за оцінками МВФ, сумарний пакет фіскальних заходів щодо подолання наслідків пандемії COVID-19 у всіх країнах очікується на рівні 11 трлн дол. США. Близько $\frac{1}{2}$ цих заходів (5,4 трлн дол. США) – це видаткові програми і податкові послаблення або недоотримані доходи бюджету. Крім того, фіскальні стимули у формі надання державних гарантій, позик і вливання державою у статутні капітали компаній МВФ оцінює у сумі 5,6 трлн дол. США. Такі заходи допомагають підтримувати обігові кошти економічних суб'єктів і сприяють зменшенню кількості банкрутств. Країни групи “двадця-

ти” (G20) ще станом на середину червня 2020 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 [13; 14].

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 [13; 14].

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. Щодо зростання дефіциту бюджету 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 на більш вигідних умовах. Більше того, цільові державні програми щодо відновлення еко-

номічного 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. [15], 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 заходи не можна назвати стимулюючими, адже звільнення від сплати ЄСВ 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) [16] 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.

На основі викладеного вище можна зробити висновок про обмеженість фінансово-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 державним боргом задля ефективного протистояння зовнішнім і внутрішнім економічним та пандемічним шокам.

Загалом сутність політики управління зовнішнім державним боргом полягає у:

- підпорядкуванні політики управління зовнішнім боргом тактичним і стратегічним цілям розвитку національної економіки в умовах економічних і пандемічних загроз;
- реалізації програмних напрямів взаємозгодженості фіскально-бюджетної, боргової та грошово-кредитної політики;
- відновленні результативної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та країнами-донорами, зважаючи на пандемічні загрози та загрози ескалації гібридної війни з Російською Федерацією;
- досягненні ефективної конверсії зовнішніх державних запозичень у стимулювання економічного розвитку;
- використанні можливостей позитивних змін платіжного балансу, спричинених наслідками пандемії COVID-19, для зміцнення міжнародної ліквідності, підвищення суверенних рейтингів та активізації механізмів ринкових запозичень у зовнішнього світу.

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

Вищезазначене є переконливим доказом того, що основною причиною зовнішньоборгової 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.

Такий стан речей доводить, що політика управління зовнішнім державним боргом впливає із національної стратегії розвитку та результатів її реалізації, що є відображенням загальної кредитоспроможності країни

як 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 впливає з Національного плану США (оголошує на 4 роки президент) та Федеральних стратегічних документів Канади [17, с. 116-118], відповідно до яких затверджують плани доходів і видатків (строго за цільовими програмами) 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 для стимулювання розвитку економіки, особливо в кризових умовах, коли застосовують елементи м'якої бюджетної політики і фіскальної експансії.

Відтак, основними цілями політики управління зовнішнім боргом України мали б 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 контролю

і суспільного контролю за використанням зовнішніх державних запозичень, дасть змогу спрямовувати кошти на конкретні цілі розвитку національної економіки, а головне – дасть можливість зовнішнім кредиторам оцінити потребу України в зовнішніх запозиченнях, ефективність їх використання і джерела погашення зовнішньої заборгованості. Програмно-цільовий метод політики управління зовнішнім державним боргом має враховувати потреби державного бюджету та відповідати Стратегії економічно-го розвитку України.

Разом з тим, світовий досвід реалізації політики управління зовнішнім боргом свідчить 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 Європейського Союзу, 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 центральних банків 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 банкам на довгострокових засадах, а також реалізація механізмів прямого викупу цінних паперів приватних компаній.

В умовах кризи, спричиненої пандемією COVID-19, центральні банки провідних країн світу повернулися до тих методів грошово-кредитної політики, які були застосо-

вані в період фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. Зокрема, Комітет відкритого ринку ФРС США протягом березня 2020 р. знизив цільовий діапазон ставки федеральних фондів на 1,5 п. п., повернувши його до історичного мінімуму 0–0,25%, зменшив нормативи обов'язкового резервування до 0%, а також дав старт новому циклу купівлі казначейських облігацій та іпотечних цінних паперів. Як наслідок, баланс ФРС протягом березня-травня зріс з 4,1 до 7,1 трлн дол. і попри деяку волатильність залишився на цьому рівні до кінця жовтня [18].

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 на час пандемії (pandemic emergency longer-term refinancing operations, PELTROs) за ставкою мінус 0,25% [18].

Таку політику центральних банків розвинутих країн підтримує й МВФ, який у жовтневому випуску Звіту про глобальну фінансову стабільність радить, у разі погіршення ситуації в економіці, вдаватися до подальшого пом'якшення монетарної політики (включно з використанням “нетрадиційних” методів) з метою стимулювання кредитної активності [19].

Таким чином, центральні банки та уряди розвинутих країн світу, реалізуючи макроекономічну політику, намагаються створити драйвери економічного відновлення і зростання, не вдаючись до залучення

надмірного обсягу зовнішнього державного боргу. Однак, якщо ж все ж зовнішній борг збільшується, то для його погашення вже сформовано джерела у вигляді зростання доходів бюджету в результаті кредитного і фінансового стимулювання споживання та виробництва.

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

Окрім цього, незважаючи на не зовсім прийнятні для національних інтересів ви-

моги 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 сальдо поточного рахунку платіжного балансу і ведення переговорів щодо реструктуризації зовнішньої заборгованості. Ефективна переговорна позиція України має впливати із продовження гібридної війни з боку Російської Федерації та загроз пандемії COVID-19 для медичної галузі і життя населення в цілому. 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.

Висновки. Відповідно до викладеного вище, зазначимо, що для реалізації ефективної політики управління зовнішнім державним боргом в Україні необхідно забезпечити:

- фундаментальну трансформацію макроекономічної політики, яка має базуватися на чіткій Стратегії економічного розвитку з поетапним її виконанням;
- узгодженість цілей фіскально-бюджетної, грошово-кредитної та боргової політики, що дасть змогу нівелювати ситуативність і несистемність політики управління зовнішнім державним боргом;

– запровадження програмно-цільового методу залучення зовнішніх державних запозичень, що дасть змогу підвищити ефективність їх використання для створення драйверів економічного зростання.

Поява стабільності та передбачуваності в макроекономічній політиці України, результативність грошово-кредитної і фіскально-бюджетної політики в частині створення драйверів економічного зростання і стимулювання відновлення економіки дасть можливість створити умови для зростання суверенного рейтингу, а отже, для зниження дохідності державних облігацій та залучення неспекулятивного капіталу нерезидентів. Здешевлення обслуговування зовнішнього державного боргу та збільшення строковості зовнішніх позик, залучених на іноземних ринках приватного капіталу, має стати основною метою не лише політики управління зовнішнім боргом, а й розвитку України на найближчі кілька років.

Список використаних джерел

1. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75–92.
2. Лаврук В. В. Управління зовнішнім державним боргом: проблеми та перспективи. *Збірник наукових праць Подільського державного аграрно-технічного університету*. 2014. Вип. 22. С. 145–151.
3. Обушний С. М., Дзядевич Л. В. Управління зовнішнім державним боргом України. *European scientific journal of economic and financial innovation*. 2018. № 1. С. 21–30.
4. Reinhart C. M., Reinhart V. R., Rogoff K. S. *Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800*. *Journal of Economic Perspectives*. 2012. Vol. 26, No. 3. P. 69–86.
5. Скрипка О. Система управління зовнішнім державним боргом. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2017. № 1. С. 105–115.
6. Herndon T., Ash M., Pollin R. *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*. Working Paper. 2013. No. 322.
7. International Monetary Fund. *World Economic Outlook Update*, June 2020. URL : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>.
8. Офіційний сайт Національного банку України. URL : <https://bank.gov.ua/>.
9. Лист про наміри та Меморандум про економічну і фінансову політику, схвалений Радою директорів Міжнародного валютного фонду 09 червня 2020 року. URL : <https://www.kmu.gov.ua/news/mvf-opriyudniv-tekst-lista-pro-namirita-memorandumu-pro-ekonomichnu-i-finansovu-politiku-shchodo-novoyi-18-ti-misyachnoyi-programi-stand-dlya-ukrayini>.
10. Офіційний сайт Державної казначейської служби України. URL : <https://www.treasury.gov.ua/ua>.
11. Про внесення змін до Закону України “Про державний бюджет України на 2020 рік”. Закон України № 553-XI від 11.04.2020 року. URL : <https://www.rada.gov.ua>.
12. Cbonds: financial information. URL : <http://ua.cbonds.info/>
13. International Monetary Fund. *World Economic Outlook Update*, June 2020. URL : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>.
14. Оцінка зовнішньої фінансової вразливості України станом на 01.04.2020 р. Аналітична доповідь. URL : <https://growford.org.ua/publications/ocinka-zovnisnoi-zovnisnoi-finansovoi-vrazlivosti-ukraini--doslidzenna-tetani-bogdan/>.
15. Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо додаткової підтримки платників податків на період здійснення заходів, спрямованих на запобігання виникненню і поширенню коронавірусної хвороби (COVID-19). Закон України. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/591-20#Text>.

16. Фонд боротьби з гострою респіраторною хворобою COVID-19, спричиненою коронавірусом SARS-CoV-2, та її наслідками. URL : https://mof.gov.ua/uk/data_and_analytics-433.

17. Шмиголь Н. С. Повышение эффективности программного бюджетирования с учетом лучших зарубежных практик. Экономика. Налоги. Право. 2017. № 5. С. 114–125.

18. Брак відповідальності: стан грошової сфери в Україні у січні-вересні 2020 року. Аналітична доповідь. URL : <https://growford.org.ua/files/stan-groshovo%D1%97-sferi-v-ukra%D1%97n%D1%96-u-s%D1%96chn%D1%96-veresn%D1%96-2020-r-66.pdf>.

19. Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October 2020. URL : <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

References

1. Bohdan, T. P. (2018). Stratehichne upravlinnia derzhavnym borhom v umovakh nestiikoi borhovoї pozysii [Strategic management of public debt in an unstable debt position]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 4, 75–92 [in Ukrainian].

2. Lavruk, V. V. (2014). Upravlinnia zovnishnim derzhavnym borhom: problemy ta perspektyvy. [Finances of Ukraine External public debt management: problems and prospects. Collection of scientific works] *Zbirnyk naukovykh prats Podil'skoho derzhavnogo aharno-tekhnichnogo universytetu – Collection of scientific works of Podolsk State Agrarian and Technical University*, 2, 145–151 [in Ukrainian].

3. Obushnyi, S. M., Dziadevych, L. V. (2018). Upravlinnia zovnishnim derzhavnym borhom Ukrainy. *European scientific journal of economic and financial innovation*, 1, 21–30 [in Ukrainian].

4. Reinhart, C. M., Reinhart, V. R. & Rogoff, K. S. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, 3, 69–86. (Vol. 26).

5. Skrypka, O. (2017). Systema upravlinnia zovnishnim derzhavnym borhom. [External public

debt management system]. *Zovnishnia torhivlia: ekonomika, finansy, pravo – Foreign trade: economics, finance, law*, 1, 105–115 [in Ukrainian].

6. Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2013). Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. *Working Paper*, 322.

7. International Monetary Fund. *World Economic Outlook Update*, June 2020. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>.

8. Ofitsiyni sait Natsionalnoho banku Ukrainy [Official site of the National Bank of Ukraine]. (2020). Available at: <https://bank.gov.ua/>.

9. Lyst pro namiry ta Memorandum pro ekonomichnu i finansovu polityku, skhvalenyi Radoiu dyrektoriv Mizhnarodnoho valiutnoho fondu 09 chervnia 2020 roku [Letter of Intent and Memorandum of Economic and Financial Policy approved by the Board of Directors of the International Monetary Fund on June 9, 2020]. Available at: <https://www.kmu.gov.ua/news/mvf-oprilyudniv-tekst-lista-pro-namiri-ta-memorandumu-pro-ekonomichnu-i-finansovu-politiku-shchodo-novoyi-18-ti-misy-achnovoї-programi-stand-dlya-ukrayini>.

10. Ofitsiyni sait Derzhavnoi kaznacheiskoi sluzhby Ukrainy [Official site of the State Treasury Service of Ukraine]. (2020). Available at: <https://www.treasury.gov.ua/ua>.

11. Pro vnesennia zmin do Zakonu Ukrainy "Pro derzhavnyi biudzheth Ukrainy na 2020 rik". Zakon Ukrainy № 553-XI vid 11.04.2020 roku [On amendments to the Law of Ukraine "On the State Budget of Ukraine for 2020"]. (2020, April, 4). Available at: <https://www.rada.gov.ua/>.

12. Cbonds: financial information (2020). Available at: <http://ua.cbonds.info/>.

13. International Monetary Fund (June 2020.). *World Economic Outlook Update*. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>.

14. Otsinka zovnishnoi finansovoї vrazlyvosti Ukrainy stanom na 01.04.2020 r. [Assessment of Ukraine's external financial vulnerability as of April

1, 2020] *Analitychna dopovid – Analytical report*. Available at: <https://growford.org.ua/publications/ocinka-zovnisnoi-zovnisnoi-finansovoi-vrazlivosti-ukraini---doslidzenna-tetani-bogdan>.

15. *Pro vnesennia zmin do Podatkovoho kodeksu Ukrainy ta inshykh zakoniv Ukrainy shchodo dodatkovoi pidtrymky platnykiv podatkov na period zdiisnennia zakhodiv, spriamovanykh na zapobihannia vynykenniu i poshyrenniu koronavirusnoi khvoroby (COVID-19) [On Amendments to the Tax Code of Ukraine and Other Laws of Ukraine Concerning Additional Support to Taxpayers for the Period of Implementing Measures Aimed at Preventing the Occurrence and Spread of Coronavirus Disease (COVID-19)].* *Zakon Ukrainy*. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/591-20#Text>.

16. *Fond borotby z hostroiu respiratornoiu khvoroboiu COVID-19, sprychynenoiu koronavirksom SARS-CoV-2, ta yii naslidkamy (2020) [Acute Respiratory Disease Fund COVID-19 caused by SARS-CoV-2 coronavirus and its consequences]*. Available at: https://mof.gov.ua/uk/data_and_analytics-433.

17. *Shmigol, N. S. (2017). Povysheniye effektivnosti programmogo byudzhetrovaniya s uchetom luchshikh zarubezhnykh praktik [Improving the efficiency of program budgeting, taking into account the best foreign practices].* *Ekonomika. Nalogi. Pravo – Economy. Taxes. Right*, 5, 114–125 [in Russian].

18. *Brak vidpovidalnosti: stan hroshovoi sfery v Ukraini u sichni-veresni 2020 roku [A marriage of good fortune: a penniless sphere in Ukraine in the midst of 2020.]* *Analitychna dopovid*. Available at: <https://growford.org.ua/files/stan-groshovo%D1%97-sferi-v-ukra%D1%97n%D1%96-u-s%D1%96chn%D1%96-veresn%D1%96-2020-r-66.pdf>.

19. *Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. (October 2020)*. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

Стаття надійшла до редакції 08.12.2020.