

# ПІДПРИЄМНИЦЬКЕ ПРАВО ТА ЕКОНОМІЧНА БЕЗПЕКА БІЗНЕСУ

УДК 336.27

**Ю.Б. Мальковська**, студент,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

**В.І. Усик**, к.е.н., доцент  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет ім. Вадима Гетьмана»

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

and similar papers at [core.ac.uk](http://core.ac.uk)

provided by Institutional Repository of Vadym Hetman Kyiv

## NATIONAL DEBT MANAGEMENT AS A PRESONDITION OF MACROECONOMIC STABILITY

**Y. Malkovska**, student,  
Kyiv National Economic University  
named after Vadym Hetman

**V. Usyk**, PhD in Economics,  
Associate Professor, Kyiv National Economic  
University named after Vadym Hetman

**АНОТАЦІЯ.** Стаття присвячена оцінці процесу управління державним боргом з точки зору відомих макроекономічних теорій представників різних наукових шкіл. Здійснено аналіз макроекономічних тенденцій і залежностей, які породжені дисбалансами, викликаними недосконалим менеджментом у сфері здійснення управління боргом в Україні. Основна взаємозалежність, що досліджується, — це залежність між методами здійснення процесу управління борговими зобов'язаннями та забезпеченням економічного зростання економіки, подолання основних макроекономічних дисбалансів розвитку та пропозиції щодо оптимізації процесу управління боргом задля досягнення макроекономічної стабільності.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** державний борг, управління боргом, дефіцит бюджету, бюджетне сальдо, рівень боргу, економічне зростання.

**ABSTRACT:** The article is devoted to evaluation of national debt management from points of view of popular macroeconomic theories by representatives of different scientific schools. We analyzed macroeconomic

tendencies and dependences evoked by disbalances from imperfect debt management in Ukraine. The main interdependence, which is being investigated, is between methods of acting upon the process of debt obligation management and providing economy's growth, overcoming main macroeconomic growth disbalances and suggestions as for debt management process optimization in order to achieve macroeconomic stability. KEYWORDS: national debt, debt management, budget deficit, budget balance, debt level, economic growth.

**Вступ.** Проблемі управління боргом приділено багато уваги, оскільки нагромаджують невпинно борг не лише країни, що розвиваються, а й розвинуті країни із економіками-флагманами. Протягом розвитку та становлення науки макроекономіки було досягнуто висновків, що дефіцит бюджету в розумних пропорціях не впливає загрозово на стан національної економіки та не збільшує боргових зобов'язань. Але такі твердження можна зарахувати скоріше до числа виключень із загального правила: боргові зобов'язання різних видів (внутрішні чи зовнішні) як спосіб фінансування дефіциту бюджету застосовується завжди, а залучений борг зростає швидшими темпами, аніж здійснюється погашення попередніх зобов'язань, що викликає збільшення боргового навантаження на національну економіку. Причинно-наслідкові зв'язки демонструють, що таке боргове навантаження впливає на економічне зростання, грошовий обіг, рівень інфляції, обсяги інвестицій, стан платіжного балансу та ще на ряд макроекономічних показників.

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі розвитку України та нарощення обсягів боргових зобов'язань збільшуються проблеми у сфері оптимізації процесу управління, структуризації заходів із управління, конкретизація відповідальних інституцій і функціональних обов'язків, наданні характеристик причинно-наслідковим процесам. Наявність зазначених проблем позначається на стані національної економіки, а отже, метою є розробка рекомендацій для державного менеджменту щодо здійснення управління борговими зобов'язаннями в Україні.

**Виклад основного матеріалу.** На сучасному етапі державні боргові зобов'язання можна цілковито вважати природним явищем для будь-якої економіки на рівні із тезою про нерівність розподілу та перерозподілу доходів суб'єктів економіки як явище, що також цілком природне. Борг як такий виникає за наявної потреби фінансування дисбалансів економічної системи, наприклад, такий як незбалансований державний бюджет країни, тобто бюджетний дефіцит або незбалансований платіжний баланс, тобто

дефіцит рахунку поточних операцій, який не покривається автономним фінансуванням. Боргове фінансування є заходом, що заміщує потребу в емісійному фінансуванні, тобто вважається, що негативні наслідки від боргового фінансування значно легше скеровуються, аніж наслідки емісійного фінансування, що цілком підтверджує загальна практика фінансування й одним й іншим методом іншими країнами світу. Це пояснюється тим, що монетизація дефіциту бюджету збільшує грошову базу, а отже й грошову масу, яка не поглинається достатнім попитом на гроші, що провокує інфляцію, методи боротьби з якою або привносять шоккові коливання в економіку, або розтягуються на довготривалий період, що виснажує економіку. Накопичення боргу є не менш виснажливим, але як демонструє приклад США, за умов стабільного зростання економіки вплив боргового навантаження невілюється.

Аналітична форма вищезазначеного має вигляд такої рівності:

$$BS = T - G \quad (1)$$

Бюджетне сальдо як аналітичний показник не несе інформативної загрози, тому доцільніше використовувати показник рівня боргу, як співвідношення боргу до валового внутрішнього продукту, оскільки кінцевим джерелом погашення боргу є саме ВВП, а отже, це перший та основний макроекономічний показник, на який впливає збільшення або ж зменшення боргового тиску:

$$d = Dg / (Y * P) \quad (2)$$

Саме цей показник є індикатором стійкості фіскальної політики. При зростанні боргових навантажень на національну економіку зростає тиск на реальні відсоткові ставки, а отже, звертаючись до формули (1) зростає частка видатків на обслуговування боргу, що провокує ще більшу дестабілізацію бюджету. Такі платежі погашення зменшують гнучкість бюджетної політики, яка є складовою фіскальної політики та примушують концентруватись виключно на засобах і заходах отримання валютних коштів для здійснення виплат або зміни умов кредитування, що дозволило б полегшувати наростаючі темпи боргу. В Україні динамічні зміни відбувались у такому порядку (рис. 1).

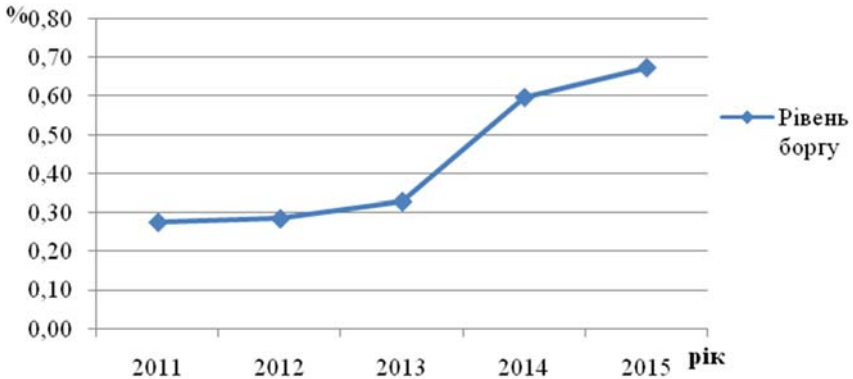


Рис. 1. Індикатор ефективності управління боргом<sup>1</sup>

Зазначений індикатор використовується за рекомендаціями Міжнародного валютного фонду, який до того ж визначає раціональні межі співвідношення боргу із ВВП, а саме, він стверджує, що основним принципом у оцінці ефективності бюджетної політики щодо управління державним боргом має бути принцип збереження платоспроможності країни. Доцільним вважається збільшення значення зазначеного індикатора нижчими темпами, аніж відбувається приріст реальної відсоткової ставки в економіці за мінусом темпів приросту реального зростання, тобто ВВП у цінах базового періоду. Простіше можна пояснити цей принцип так: щоб темпи приросту номінальної вартості боргу зростали повільніше за номінальні відсоткові ставки. Таким чином, аналізуючи індикатор в Україні можна стверджувати про недотримання принципу збереження платоспроможності останні два роки, а також збереження тенденції поступового наближення до подолання критичної межі у 55 % (яка визначена МВФ) протягом усього аналізованого періоду. Отже, вплив між боргом і ВВП пояснюється тим, що ВВП є базою повернення боргових зобов'язань, тобто, податковою базою, яка забезпечує більшу частку доходів і формують власне видатки, в тому числі на обслуговування та погашення боргу.

Як уже зазначалось, боргові залучення здійснюються за видами: зовнішні та внутрішні. Внутрішній борг (табл. 1) створюється через внутрішнє небанківське фінансування, тобто емісію ОВДП. Розміщення та обслуговування внутрішнього боргу не вимагає

<sup>1</sup> побудовано автором за даними [2].

здійснювати впливу на грошову базу в момент випуску додаткових боргових паперів і не провокує інфляцію. В Україні структура внутрішніх запозичень говорить про розгалужену базу ОВДП, які складають у середньому 99 % від усього обсягу внутрішніх запозичень. Після значного зростання заборгованості по ОВДП у 2014 році по відношенню до 2013 на 80 % до кінця жовтня 2016 року спостерігається спад у темпам зростання, таким чином, у по відношенню до 2015 року такий вид заборгованості збільшився на 8 %. Щодо заборгованостей перед банківськими та фінансовими установами, то протягом досліджуваного періоду спостерігається стійка тенденція до спаду обсягів на 5–4 % щороку. Щодо зовнішнього боргу (табл. 2), то він накопичується завдяки емісії довгострокових боргових паперів, які продаються не зовнішньому ринку нерезидентам. У момент додаткового розміщення такого характеру боргових паперів відбувається зростання курсу національної валюти, що підриває конкурентоспроможність продукції національного виробництва закордоном. Також, зовнішній борг є менш гнучким за способами внесення змін впродовж терміну обслуговування та погашення. Він створює потребу у стабільному залученні валютних надходжень до країни, тобто профіциту рахунку поточних операцій, яке в Україні не досягається. В Україні структура зовнішніх запозичень складається з ОЗДП на 52,3 % станом на 2016 рік, а також з запозичень від міжнародних фінансових організацій на 38,1 %. За аналізований період із 2013 до 2014 рр., обсяги запозичень по всіх категоріях зросли переважно у двічі. Деяких категорія така тенденція торкнулась і з 2014 на 2015 роки.

*Таблиця 1*

**СТРУКТУРА ВНУТРІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ, млрд грн<sup>2</sup>**

	2011	2012	2013	2014	2015	10.2016
Внутрішній борг	161,47	190,30	256,96	461,00	508,00	549,36
Заборгованість за цінними паперами на внут. ринку	158,29	187,26	254,05	458,23	505,36	546,82
Заборгованість перед фінансовими установами	3,17	3,04	2,91	2,78	2,65	2,55
НБУ	3,17	3,04	2,91	2,78	2,65	2,55

<sup>2</sup> побудовано автором за даними [2].

Таблиця 2

СТРУКТУРА ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ, млрд грн<sup>3</sup>

	2011	2012	2013	2014	2015	10.2016
Зовнішній борг	195,81	208,92	223,26	486,03	826,27	927,25
Заборгованість за позиками від між. фін. організацій	84,34	80,10	61,90	169,09	337,45	354,02
Заборгованість за позиками від органів упр. іноз. держав	10,72	9,10	7,28	16,37	32,71	44,69
Заборгованість за позиками від іноз. комерційних банків, іноз. фін. установ	15,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Заборгованість за випущеними ЦП на зовн.ринку	69,70	104,64	138,91	272,51	415,27	485,53
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	15,06	15,09	15,17	28,05	40,84	43,01

Такі висновки наводять на думку, що оптимізація управління боргом має відбуватись за рахунок зміни структури боргу шляхом зменшення частки зовнішніх запозичень на користь внутрішніх, але й одний вид боргу й інший у довгостроковому періоді створюють негативні наслідки, а отже у короткостроковому вони різняться незначно.

Сам процес управління боргом виступає умовним «штурвалом» скеровування наслідків такого природного явища, як борг згідно із напрямом розвитку країни. Управління як діяльність має відповідні функції, симбіоз який дозволяє будувати довгострокові стратегії розвитку економічної системи з точки зору мінімізації наслідків боргового навантаження. Проблема управління боргом полягає у збалансуванні співвідношення між інвестиціями, економічним зростанням та внутрішніми і зовнішніми запозиченнями, забезпеченні платоспроможності держави та пошуку реальних джерел фінансування.

Торкаючись питання цілей управління боргом, варто виділити такі: макроекономічні — заохочення ощадності; розвиток ринку

<sup>3</sup> побудовано автором за даними [2].

цінних паперів; поєднання боргової політики із цілями монетарної; забезпечення фінансування урядових програм; збалансування бюджету; мінімізація вартості обслуговування боргу; утримання безпечного рівня боргу.

Як правило, заходи уряду спрямовані на зменшення боргового тягаря для бюджету через проведення масштабних реструктуризаційних операцій, вдосконалення бюджетного процесу, розширення діапазону курсових коливань, що дає змогу зменшити потребу в зовнішньому фінансуванні для підтримання платіжного балансу та знизити відсоткові ставки з метою стимулювання інвестиційної активності. У довгостроковому періоді ж виникає замкнене коло «дефіцит-борг», яке не підлягає розірванню, бо навіть за умови профіциту бюджету сума боргу, якщо запозичення взяті на довгий термін, все ж таки буде тягарем сплати на тривалий термін.

У макроекономічній теорії виділяють основні концепції управління державним боргом у короткостроковому та довгостроковому періодах, які відрізняються за основними шляхами стабілізації [4, с. 9]:

- представники кейнсіанського напрямку вважали, що в процесі управління боргом, дефіцитне фінансування має використовуватись для стабілізації економіки протягом короткострокового періоду часу;
- вчені неокласичного напрямку вважали, що найбільша увага уряду в процесі управління державним боргом має приділятися виключно довгостроковим проблемам і наслідкам державного боргу та розподілу його тягаря між поколіннями;
- науковці рикардіанського напрямку вважали, що здійснення дефіцитного фінансування у короткостроковому періоді за своїм впливом на поведінку економічних суб'єктів є еквівалентним фінансуванню за рахунок надходження додаткових податкових доходів до державного бюджету.

Виходячи з даних концепцій, можна сформулювати довгострокові методи боргової стабілізації (табл. 3), які присвячені висвітленню основних механізмів стабілізаційних заходів державного менеджменту у сфері управління боргом.

Перший варіант можливий за умови відсутності економічного зростання та інфляції, за відсутності фінансування шляхом емісії та у такому випадку уряд має брати в позику і випускати нові боргові зобов'язання ( $\Delta Bg$ ). Якщо бюджет має надлишок, то уряд погашає певну частину своїх боргів або нагромаджує активи.

## МЕТОДИ БОРГОВОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ [1, с. 179]

Умови	Розрахунок рівня державного боргу
1. За відсутності економічного зростання та інфляції	$\Delta Bg = G - T + r * Bg$
2. За економічного зростання та відсутності інфляції	$\Delta(Bg/Y) = (G - T)/Y + (r * \Delta Y) * Bg/Y$
3. За економічного зростання та інфляції	$\Delta(Bg/Y) + \Delta Mo / (P * Y) - \\ = (G - T)/Y + (r * \Delta Y) * Bg/Y$

Інший варіант складається за умов економічного зростання та відсутності інфляції. Якщо валовий внутрішній продукт (ВВП) номінальний зростає стабільно, то відношення боргу до ВВП ( $\Delta$ ) залишається сталим за умови зростання самого боргу, а із часом наближається до нуля. Таким чином, за умовами цієї моделі із певним часом повинні відбуватись перегони між зростаючим ВВП і боргом або між трендовим зростанням економіки ( $\Delta \frac{Bg}{Y}$ ) і реальною відсотковою ставкою ( $r$ ). Коли темп економічного зростання перевищує реальну відсоткову ставку, то збалансований первинний бюджет відповідає спадному відношенню боргу до ВВП, а коли реальна відсоткова ставка перевищує темпи зростання, процес нагромадження боргу є вибуховим (навіть за збалансованості первинного бюджету борг все одно зростає), але первинний надлишок, потрібний для боргової стабілізації, значно менший, ніж той, що потрібен для стабілізації абсолютного рівня боргу.

Третій варіант пояснює, що за наведених умов дефіцит може фінансуватися випуском нових боргових зобов'язань або додатковою емісією готівкових знаків, тобто відбудеться зростання пропозиції грошей швидшим темпом, аніж економічне зростання. Стабілізація співвідношення боргу із ВВП за цих умов потребує навіть меншого первинного бюджетного надлишку. Описані вище варіанти боргової стабілізації повністю характеризують основну ідею управління боргом — кошти повинні використовуватись для фінансування зростання виробничих потужностей. При



цьому повинно збільшуватися виробництво товарів не лише для внутрішніх потреб, а й експорт продукції, конче необхідний для одержання іноземної валюти. Якщо цього не буде, то платежі з обслуговування боргу досягнуть неприпустимо високої частки експорту та вітчизняного виробництва. В результаті комерційні кредитори, побоюючись імовірних неплатежів, скорочуватимуть кредитування [1, с. 179].

Описаний вище механізм управління боргом з урахування питань економічного зростання є актуальним для будь-якої країни, оскільки основна стратегічна мета здійснення впливу на національну економіку є зростання економічної системи. В Україні питання довгострокового управління боргом за умови економічного зростання стоїть гостро, адже боргове навантаження зростає щороку, але визначаються лише середньострокові стратегії управління боргом, які переважно акцентують увагу на: задоволені потреб держави у фінансуванні за мінімізації вартості обслуговування запозичених ресурсів з урахуванням ризиків; утримання боргу на економічно безпечному рівні; забезпечення функціонування внутрішнього ринку цінних паперів і забезпечення доступу міжнародного капіталу.

Такі короткострокові та середньострокові орієнтири лише збільшують обсяги заборгованості «із сьогодні на завтра», що не дає можливості економіці нарощувати обсяги виробництва. Проблемою управління боргом є відсутність ґрунтовних заходів довгострокових стратегій, що дозволило б знизити боргове навантаження та оптимізувати структуру обслуговування боргів.

**Висновки.** Зважаючи на специфіку природного економічного явища — боргу — та методики здійснення управління боргом в Україні вважаємо за потрібне надати такі рекомендації:

- розробити дієві заходи із формування стійкого підґрунтя задля забезпечення балансу державного бюджету, що дозволило б зменшити негативні наслідки фінансування дефіциту бюджету. Особливим заходом має стати детінізація економіки України, що має у наслідку збільшити доходи бюджету та здійснити балансуєчу функцію. Вимагає реструктуризації державне споживання, включаючи перегляд достатніх і необхідних розмірів державного сектору України;

- запровадити заходи щодо поліпшення платоспроможності внутрішньої економіки та збільшення довіри населення до держави як до позичальника;

- створити довгострокову стратегію управління борговими зобов'язаннями, підтримуючи мету зменшення тіла боргу та реструк-

туризуючи його на користь залучення внутрішніх коштів, щоб вони працювали на внутрішньому ринку. Загальна орієнтація повинна бути спрямована на довгострокові боргові зобов'язання. Переформатування короткострокових позик у довгострокові дозволить розподілити боргове навантаження. У довгостроковій перспективі у разі грамотного управління така стратегія дозволить зменшувати обсяги як тіла боргу, так і вартості обслуговування;

- розмежувати права та обов'язки державних інституцій щодо здійснення управління боргом, поклавши в основу принцип недопущення суперечності між кінцевими або проміжними цілями та заходами реалізації.

### **Список літератури**

1. Макроекономічна політика: навч. посіб. для студентів [Електронний ресурс] / І.Й. Малий, А.Г. Савченко, В.С. Волощенко, Л.М. Ємельянченко та ін. — Режим доступу: [http://kneu.edu.ua/userfiles/Faculty\\_of\\_Economics\\_and\\_Administration/kmdu%20fetau/2014/12-4545.pdf](http://kneu.edu.ua/userfiles/Faculty_of_Economics_and_Administration/kmdu%20fetau/2014/12-4545.pdf)

2. Статистичні дані Міністерства фінансів України. — [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>

3. Сич Н.О. Світовий досвід як векторний орієнтир в управлінні зовнішнім державним боргом / Н.О. Сич // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. — 2013. — №37. — С. 350—358.

4. Юрій С.І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С.І. Юрій // Журнал Європейської економіки. — 2007. — Том 6. — № 1. — С. 6—27.

### **References**

1. Makroekonomichna polityka: navch. posib. dlya studentiv [Elektronnyj resurs] / I.J. Malyj, A.G. Savchenko, V.S. Voloshhenko, L.M. Yemel'yanchenko ta inshi. — Rezhym dostupu: [http://kneu.edu.ua/userfiles/Faculty\\_of\\_Economics\\_and\\_Administration/kmdu%20fetau/2014/12-4545.pdf](http://kneu.edu.ua/userfiles/Faculty_of_Economics_and_Administration/kmdu%20fetau/2014/12-4545.pdf) [in Ukrainian]

2. Staty'stychni dani Ministerstva finansiv Ukrainy. — [Elektronnyj resurs] / Oficijnyj sajт Ministerstva finansiv Ukrainy. — Rezhym dostupu: <http://www.minfin.gov.ua/> [in Ukrainian]

3. Sy'ch N.O. Svitovyj dosvid yak vektornyj oriyenty'r v upravlinnya zovnishnim derzhavny'm borgom / N.O. Sy'ch // Problemy ta perspektyvy rozvy'tku bankivs'koyi sy'stemy Ukrainy. — 2013. — #37. — S. 350—358. [in Ukrainian]

4. Yuriy S.I. Upravlinnya zrostanniam na osnovi borгу i Ukraїna / S.I. Yuriy // Zhurnal Yevropejs'koyi ekonomiky. — 2007. — tom 6 #1. — S. 6—27. [in Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 16.11.2016 р.