

РИЗИКИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ: КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ТА ПРАГМАТИЧНІ АСПЕКТИ

PUBLIC DEBT RISKS: CONCEPTUAL PRINCIPLES AND PRAGMATIC ASPECTS

У статті досліджуються теоретичні, методичні та прагматичні аспекти управління ризиками, які виникають в процесі реалізації боргової політики держави. акцентовано увагу на класифікації існуючих ризиків боргової політики та формах їх прояву. На основі аналізу даних щодо кількісних параметрів державного боргу України, розкрито особливості ризиків, що притаманні цій діяльності. Аргументовано на необхідності впровадження ряду важливих заходів, які б сприяли зниженню ризиків державного боргу в Україні, і в цілому - оптимізації боргової стратегії України на сучасному етапі.

The article deals with theoretical, methodological and pragmatic aspects of risk management, which arise in the process of state debt policy realization. The emphasis on the classification of existing risks of state's debt policy and the forms of their manifestation was made. Based on data analysis concerning quantitative parameters of the public debt of Ukraine, features of the risks inherent to this activity are disclosed. The necessity to implement a number of important measures that would reduce the risks of public debt in Ukraine, and, in general, optimize the debt strategy of Ukraine at the present stage are justified.

Ключові слова: ризик, ризик-менеджмент, фінансова політика держави, державний борг, боргова політика, боргова стратегія.

Key words: risk, risk-management, state financial policy, state debt, debt policy, debt strategy.

Постановка проблеми. Виявлення та оцінка ризиків державного боргу є важливою складовою вдосконалення управління державним боргом у контексті підвищення ефективності використання боргових фінансів. Світова тенденція зростаючої залежності державного боргу від макроекономічних ризиків та трансформація боргу у чинник ризику у посткризовому періоді вимагає ґрунтовних досліджень даної проблеми. Усебічний науково обґрунтований аналіз ризиків, стратегічне та оперативне управління

ними є нині одним із найважливіших завдань боргової політики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед українських дослідників питанням ризиків державного боргу займалися Т. Богдан, О. Колот, В. Лісовенко, Ю. Смоляр. Іноземна наукова література щодо ризиків державного боргу представлена публікаціями Світового банку, Міжнародного валютного фонду і Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Зокрема, ґрунтовною працею, яка узагальнює основи ризик-менеджменту в багатьох країнах,

Олександр Бец
к.е.н., доцент
кафедри фінансів
Віктор Федосов
д.е.н., професор,
Заслужений діяч
науки і техніки
України,
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»
**Андрій
Крисоватий**
д.е.н., професор,
ДВНЗ
«Тернопільський
національний
економічний
університет»
Oleksander Bets
PhD

Victor Fedosov
Dr. in Economy,
Professor
**Andriy
Krysovaty**
Dr. in Economy,
Professor

є книга під редакцією Х. Бломештайна «Досягнення в ризик-менеджменті державного боргу» [1, р.117]. Цінність складають також періодичні звіти та публікації боргових офісів (міністерств фінансів, казначейських органів або центральних банків) різних країн, що презентують свої досягнення в управлінні ризиками державного боргу. Категорія ризиків у сфері управління державним боргом тривалий час не розглядалася як об'єкт теоретичних досліджень попри визнання об'єктивності впливу розмаїття ризиків на усі фінансово-економічні процеси в державі [2, с.40]. Лише останнім часом внаслідок усвідомлення важливої ролі ризиків в борговій політиці та зростання їх негативного впливу на економіку, вчені все частіше зосереджують свою увагу на даній проблематиці.

Виклад основного матеріалу. Як наголошують фахівці Світового банку та Міжнародного валютного фонду, «навіть за наявності надійних макроекономічних рамок ризиковані методи управління боргом збільшують уразливість економіки до фінансово-економічних потрясінь» [3]. Тому у другій половині ХХ століття більшість розвинутих країн активізували зусилля, націлені на вдосконалення управління державним боргом шляхом розбудови системи боргового ризик-менеджменту як невід'ємної частини державного фінансового менеджменту.

Відповідно до Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, затвердженим наказом Міністерства фінансів України від 16.06.2010 № 461, ризик, пов'язаний із державним боргом, – це можливість настання події (обставини) імовірнісного характеру, що призведе до: збільшення витрат державного бюджету, пов'язаних із збільшенням сум погашення і обслуговування державного боргу, або зменшення можливостей фінансування державного бюджету за рахунок боргових джерел [4].

До ризиків державного боргу можна віднести ризики, пов'язані з неоптимальною структурою зобов'язань за ознакою процентної ставки, валюти деномінації зобов'язань і термінів погашення боргу (процентний, валют-

ний ризики і ризик рефінансування). Окрему групу складають ризики, пов'язані з можливістю здійснення витрат у зв'язку з наданням державою кредитів за рахунок коштів, залучених нею, або з наданням державних гарантій (кредитні ризики).

У дослідженні боргових ризиків значну цінність становить їх класифікація, що дає змогу більш детально їх дослідити та використовувати найбільш раціональні методи управління окремими ризиками. Види ризиків в управлінні державним боргом залежно від рівня виникнення класифікуються на:

- ризики макrorівня – такі, що опосередковано пов'язані зі сферою боргових запозичень держави, та впливають: 1) на умови нового державного запозичення; 2) на грошові потоки держави в цілому; 3) на темпи змін обсягів боргових зобов'язань і рівень боргового навантаження на економіку. Серед них – політичний, ризик монетарної політики, ризик економічного розвитку, стратегічний та загальноринковий;

- ризики мікрорівня – такі, що викликають коливання вартісних характеристик боргових зобов'язань. Серед них – ринковий (процентний, ціновий), ризик рефінансування, кредитний, ризик ліквідності, операційний, судовий [2, с.40].

Більшість ризиків макrorівня формують так звані ризики країни, оцінка яких є показником платоспроможності країни. Ризики мікрорівня супроводжують процес управління державним боргом у процесі як стратегічного планування, так і оперативної діяльності. Інтенсивність та масштаби впливу ризиків мікрорівня на боргову сферу значною мірою визначаються оптимальністю структури боргових зобов'язань держави в розрізі валют запозичення, ставок, джерел, термінів запозичення тощо.

У системі управління ризиками кількісна оцінка ризику є одним із найскладніших етапів. Світова практика свідчить, що оцінка ризику може проводитися із використанням одночасно кількох вимірів ризику боргового портфеля держави залежно від цілей аналізу, що мають на меті боргові менеджери, а саме: ризик бюджету

(Budget-at-Risk), оцінка ризику на основі показників ризику вартість (Value-at-Risk), витрати під ризиком Car (Cost-at-Risk). Поряд із традиційними підходами до оцінки ринкового ризику широке застосування має метод «стрес-тестування» (stress testing), якому після глобальної кризи надають особливе значення. Роль стрес-тестів як методичного інструментарію у борговому ризик-менеджменті повинна суттєво зрости. Фахівці МВФ зазначають, що традиційний аналіз витрат-ризиків, який до початку кризи широко використовувався для визначення «оптимальної» структури державного боргу, може виявитися неадекватним при врахуванні повного набору ризикових факторів [5]. Зокрема, більшість моделей цього аналізу абстрагуються від впливу макроекономічних чинників на рівень і структуру боргу та розглядають відсоткові ставки й обмінні курси як незалежні змінні. При використанні таких моделей втрачаються важливі взаємозв'язки між слабкими місцями (зонами вразливості) макроекономічної сфери і структурою державного боргу. Крім того, моделі, відкалібровані на основі історичних даних, не можуть передбачити екстремальні події, які виникатимуть у майбутньому. При розробці нових моделей і методик необхідно враховувати всі потенційно можливі джерела ризиків. Передусім варто включати шоки, які виникають унаслідок реверсу потоків капіталу чи ерозії бази інвесторів, а також фінансові шоки, спричинені переключенням неочевидних умовних зобов'язань уряду на державний бюджет [6, с.14].

У вітчизняній законодавчо-нормативній базі визначаються такі види ризиків державного боргу як бюджетний, відсотковий, ризик рефінансування, валютний, кредитний ризик, ризик ліквідності, рейтинговий, операційний [4]. Міністерство фінансів України на сьогоднішній день проводить розрахунки за окремими ризиками державного боргу на основі окремих показників, які ми використовуємо для оцінки ризиків державного боргу протягом 2006-2016 років. Слід зауважити, що оцінка ри-

зиків державного боргу здійснюється Міністерством фінансів України щодо прямого державного боргу.

Бюджетний ризик – ризик значного недовиконання дохідної частини державного бюджету порівняно з планом, що може призвести до збільшення державних запозичень та/або невиконання боргових зобов'язань з обслуговування державного боргу. Показниками для оцінки бюджетного ризику є:

1. Відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту і до доходів державного бюджету, динаміка такого відношення.

2. Відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу у відповідному бюджетному році до надходжень державного бюджету у цьому році.

3. Котирування дохідностей єврооблігацій України, їх спред до еталонних цінних паперів, котирування свопів кредитного дефолту за суверенними зобов'язаннями України.

4. Інші макроекономічні показники.

Міністерство фінансів України розраховує показник державного боргу до ВВП (без врахування гарантованого державою боргу) та показник відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до надходжень державного бюджету. Охарактеризуємо ці показники та дослідимо їх динаміку протягом 2006-2016 років. Слід зазначити, що показники відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту і до доходів державного бюджету є частками зобов'язань держави у сукупному доході суспільства – ВВП і у доходах державного бюджету, є індикаторами боргового навантаження на економіку і на бюджет відповідно.

У 2008-2014 роках нераціональна та кон'юнктурна політика державних запозичень сформувала ризики порушення макрофінансової стабільності в країні. Починаючи з 2008 року сума державного боргу та його відношення до ВВП зростає у зв'язку з розгортанням кризових явищ, і, відповідно, зростанням потреб держави у державних запозиченнях, а також у зв'язку з пригніченням економічної активності. На рис. 1 відображено динаміку по-

казника відношення державного боргу до ВВП (без врахування гарантованого державою боргу), який, сягнувши мінімального значення у 2007 році 9,9%, зріс до 28,1% у 2012 році та 30,5% у 2013 році. У 2014 році цей показник зріс до 31,9%, а 2015 році стрімко збільшився до 67,4% ВВП. Тенденції в борговій сфері впродовж 2015 року посилювались внаслідок ескалації політичних кризових явищ на тлі продовження воєнного конфлікту на сході країни, продовження економічної рецесії, накопичення проблем з функціонуванням фінансової системи в умовах зниження кредитних рейтингів України, підвищення соціального напруження в суспільстві [6].

Для зменшення боргового навантаження на економіку та бюджет країни у березні 2015 року Міністерство фінансів України розпочало процес реструктуризації зовнішнього державного боргу. Програма МВФ щодо реструктуризації зовнішнього державного боргу України спрямована на досягнення трьох цілей:

1 – економія на зовнішніх платежах по боргах держави і гарантованих державою і суб'єктів держсектора на суму близько 15,3 млрд доларів за період реалізації програми МВФ;

2 – забезпечення до 2020 року співвідношення державний борг/ВВП на рівні не вище 71% ВВП;

3 – підтримка загальних потреб у фінансуванні бюджету по боргових операціях в середньому на рівні 10% ВВП (максимум 12% ВВП на рік) у 2019-2025 рр.

Реструктуризація боргу була вкрай необхідною, передбачає не лише подовження боргу, а й зменшення ставки і його номінальної суми, щоб досягнути очікуваних результатів. Відповідно до досягнутих домовленостей з міжнародними кредиторами, Україні списано 3,8 млрд. дол. США, терміни погашення решти суми 15,5 млрд. дол. США - буде відтерміновано на чотири роки - з 2015-2023 на 2019-2027, однак підвищено ставку прибутковості нових єврооблігацій до 7,75% річних. Проведена реструктуризація та списання частини державного боргу дозволили зменшити боргові ризики,

скоротити боргове навантаження на економіку, що сприятиме поступовому відновленню позицій країни на міжнародному ринку капіталів та макрофінансовій стабілізації.

У 2016 році продовжилася тенденція нарощення державних запозичень. Показник відношення державного боргу до ВВП (без врахування гарантованого державою боргу) склав 74,4% ВВП. Дефіцит бюджету розширеного уряду був профінансований за рахунок збільшення чистих внутрішніх запозичень та скорочення залишку коштів на депозитах уряду. Уряд планує поступове зменшення фіскального дефіциту до 2,3% ВВП у 2019 році, однак це потребуватиме жорсткої фіскальної дисципліни. Квазіфіскальний дефіцит скоротився з 8,9% ВВП у 2014 році до 0,6% у 2016 році завдяки зменшенню витрат на підтримку НАК Нафтогаз, докапіталізацію банків і фінансування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Із 2008 року він не опускався нижче за 2% ВВП, а в періоди криз різко зростав, що призводило до значного збільшення державного боргу та, як наслідок, помноження ризиків державних фінансів. Крім того, НБУ часто був змушений викуповувати ОВДП, емісією яких фінансували квазіфіскальний дефіцит. Це обмежувало незалежність Національного банку та його можливість проводити ефективну монетарну політику, породжувало значні ризики для фінансового та валютного ринків [8]. Тобто державні запозичення і надалі використовуються, переважно, для задоволення поточних потреб фіску, що призводить до збільшення боргового навантаження та зростання боргових ризиків.

Достатньо поширеною є ідея про те, що значні обсяги державного боргу, зокрема, перевищення ним порогу у 90% вартості ВВП є серйозним гальмуючим фактором розвитку економіки. З огляду на це МВФ було окремо досліджено залежність між обсягом державного боргу і темпами зростання економіки. Результати дослідження дають підстави говорити про те, що високі значення державного боргу дійсно уповільнюють висхідні тенденції в економіці, але

для кожної країни є своя гранична межа і власні параметри. Загального для всіх країн значення державного боргу, після якого темпи економічного зростання стрімко падають, визначати не доцільно [9].

У матеріалах МВФ зазначається, що у світовій історії було кілька періодів, коли відбувалось стрімке зростання співвідношення держборг/ВВП багатьох країн. І хоча зворотна залежність між динаміками ВВП і державного боргу дійсно зустрічається дуже часто, не всі країни, державний борг яких значно збільшився протягом досліджуваного періоду, відчувають на собі уповільнення зростання ВВП. Для деяких країн, навпаки, показник виявляється вищим за свій середній рівень [9]. Таким чином, залежність між обсягом сукупного державного боргу і темпами зростання ВВП не можна вважати лінійною. Зв'язок показників державного боргу і динаміки ВВП для кожної економіки доцільно досліджувати окремо, враховуючи, що і в межах однієї системи ця залежність має можливість коливатися з часом.

Слід наголосити, що боргова стійкість оцінюється не тільки за допомогою показника державного боргу відносно ВВП і доходів бюджету, а також з урахуванням рівня розвитку внутрішнього фінансового ринку, частки зовнішнього боргу, загальної

економічної ситуації. У зв'язку з цим допустимий рівень боргу відносно ВВП і відносно доходів державного бюджету для розвинутих країн є вищим у порівнянні з країнами, які розвиваються.

Зростання державного боргу, відповідно, призводить до збільшення витрат на його обслуговування і погашення. Показник відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу у відповідному бюджетному році до надходжень державного бюджету у цьому році відображає частку надходжень бюджету, що вилучатимуться на виконання зобов'язань за державним боргом. На основі цього показника можна зробити висновки щодо величини відволікання коштів держави від фінансування її функцій у суспільстві на потреби державного боргу. у випадку високого значення даного показника бюджетні ризики можуть здаватися високими, але не у випадку, коли надходження від запозичень є близькими до виплат за боргом. У такому випадку державний борг не нарощується (сальдо бюджету є близьким до нуля), а власні надходження бюджету не витрачаються на потреби боргу. У випадку існування профіциту бюджету, за рахунок якого виконуються зобов'язання за державним боргом, – на якому б рівні не був даний показник, бюджетні ризики є відсутніми або мінімальними.

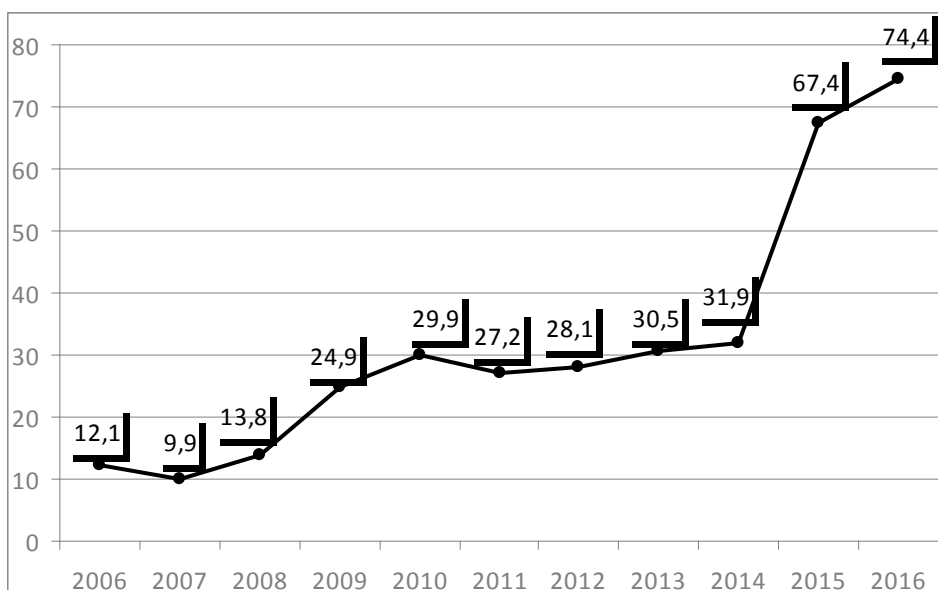


Рис. 1. Динаміка показника відношення державного боргу до ВВП у 2006-2016 роках, %

Також слід зазначити, що девальвація національної валюти дозволяє урядові розраховуватися за внутрішніми боргами, що дешевшають разом із зниженням курсом гривні, меншими обсягам валютних ресурсів, зокрема, отриманих від міжнародних фінансових організацій. У міжнародній практиці визнання державою неможливості обслуговування власних боргових зобов'язань негативно позначається на її можливостях виходити на міжнародні ринки запозичень, а також спричиняє значне погіршення ділових очікувань, в тому числі залучення потенційних зовнішніх інвесторів, зниження суверенних кредитних рейтингів та втрату ділової репутації. Така ситуація означає додаткове збільшення дефіциту іноземної валюти на внутрішньому ринку, та, як наслідок, девальвацію національної валюти. Оголошення дефолту за державними борговими зобов'язаннями може мати і певні позитивні наслідки, серед яких скорочення витрат на обслуговування боргу та поява стимулюючого фактору до проведення реформування економіки, в тому числі шокового. Варто зазначити, що позитивні наслідки від оголошення суверенного дефолту здатні проявлятися лише в довгостроковій перспективі. Технічний дефолт, тобто будь-яка реструктуризація боргових зобов'язань держави, здатен спричинити ті ж самі наслідки, проте, можливо, в меншому масштабі.

На рис. 2 відображена динаміка показника відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до надходжень державного бюджету протягом 2006-2014 років. Цей показник з мінімального значення у 2008 році 1,63% зріс до 7,69% у 2012 році, у 2013 році склав 8,58%, у 2014 році – 9,4%. У 2015 році показник відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до надходжень державного бюджету різко збільшився до 18,79%, у 2016 році – до 19,41% у зв'язку зі стрімким зростанням державного боргу.

Витрати на обслуговування зовнішнього боргу України почнуть зростати з середини 2017 року. Виплати основної суми та процентів за суверенним та квазі-суверенним боргом в наступні три роки становлять \$14 млрд, що майже дорівнює нинішнім валютним резервам НБУ. Платежі за зовнішнім боргом сягнуть максимуму у \$7,5 млрд у 2019 році. Золотовалютні резерви, накопичені в минулі роки, слід нарощувати далі, а не витрачати. Внутрішніх джерел залучення іноземної валюти буде достатньо, тому Україні необхідно залучати кошти на міжнародному ринку і зосередитись на недорогому фінансуванні, оскільки боргові показники вже досягли загрозливих розмірів. Доступ до зовнішнього фінансування залежить від співпраці України з МВФ.

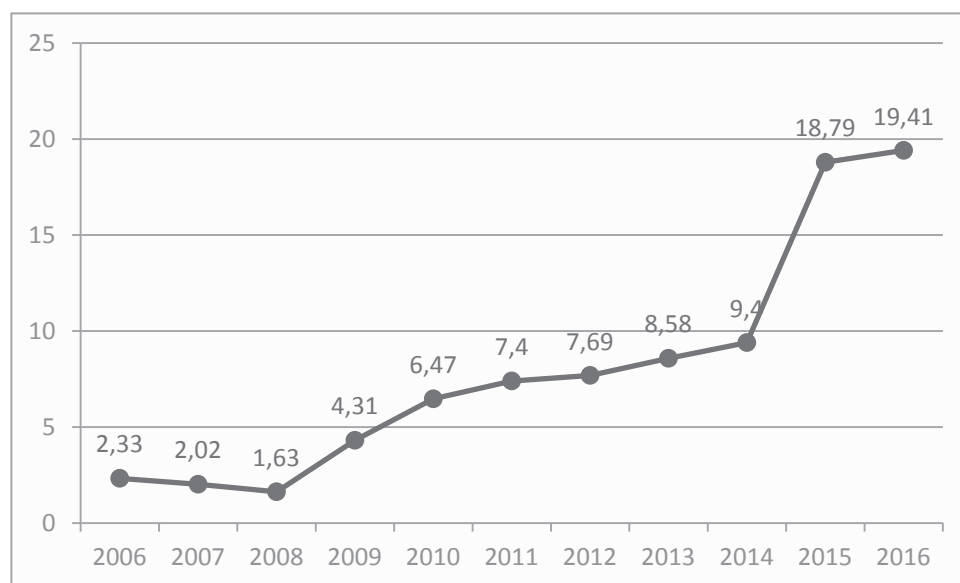


Рис. 2. Динаміка показника відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до надходжень державного бюджету в 2006-2016 роках, %

Оцінка показників бюджетного ризику дає змогу зробити висновки про негативну тенденцію різкого збільшення державного боргу та витрат на його обслуговування і погашення, що призводить до неефективного витрачання доходів бюджету та обмеження фінансування соціально-економічних видатків бюджету. Зменшення негативного впливу високого рівня державного боргу на економічні процеси реально лише за умови структурної перебудови в економіці, відновлення економічного зростання та проведення комплексних реформ у фіскальній сфері.

Відсотковий ризик – ризик зростання плаваючих відсоткових ставок, передбачених умовами діючих зобов'язань за державним боргом. Показники оцінки відсоткового ризику:

1. Питома вага державного боргу з плаваючими відсотковими ставками у загальній сумі державного боргу.

2. Структура державного боргу з плаваючими відсотковими ставками у розрізі видів цих ставок.

3. Ціна одного відсотка річних плаваючої відсоткової ставки (зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні плаваючої відсоткової ставки на один відсоток річних):

$$\Delta C_D(r_i^\pi) = D_i^\pi \cdot 0.01,$$

де $\Delta C_D(r_i^\pi)$ – зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні i -тої плаваючої ставки (r_i^π) на один відсоток річних, гр. од.;

D_i^π – сума державного боргу, до якої застосовується i -та плаваюча відсоткова ставка (r_i^π), гр. од.

4. Чутливість (еластичність) витрат на обслуговування державного боргу до змін у плаваючій відсотковій ставці:

$$E_{C_D/r_i^\pi} = \frac{\Delta C_D}{C_D} : \frac{\Delta r_i^\pi}{r_i^\pi},$$

E_{C_D/r_i^π} – чутливість (еластичність) витрат на обслуговування усїєї суми державного боргу до змін в i -тій плаваючій відсотковій ставці, %;

ΔC_D – зростання витрат на обслуговування усїєї суми державного боргу внаслідок зростання i -тої плаваючої ставки, гр. од.;

C_D – витрати на обслуговування усїєї суми державного боргу, гр. од.;

Δr_i^π – зростання i -тої плаваючої відсоткової ставки, % річних;

r_i^π – i -та плаваюча відсоткова ставка, % річних.

5. Зростання середньозваженої вартості обслуговування усього державного боргу при збільшенні плаваючої ставки на один відсоток річних:

$$\Delta \bar{r} = \frac{D_i^\pi \cdot 0.01}{D} \cdot 100\%,$$

де $\Delta \bar{r}$ – зростання середньозваженої вартості обслуговування усїєї суми державного боргу при зростанні i -тої плаваючої відсоткової ставки на один відсоток річних, % річних;

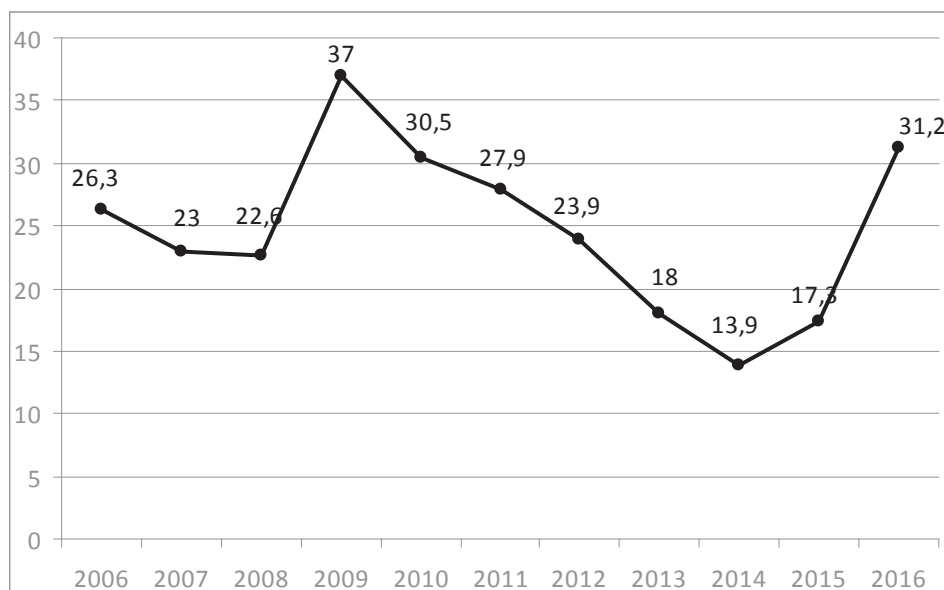


Рис. 3. Частка державного боргу з плаваючими ставками у загальній сумі державного боргу в 2006-2016 роках, %

D_i^{π} – основна сума державного боргу, до якого застосовується i -та плаваюча відсоткова ставка (r_i^{π}), гр. од.;

D – загальна сума державного боргу, гр. од.

6. Графік залежності витрат на обслуговування усієї суми державного боргу від рівня певної плаваючої відсоткової ставки станом на певну дату.

Міністерство фінансів України розраховує лише перший показник, який проаналізуємо протягом 2006-2016 років. Частка державного боргу з плаваючими ставками відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на обслуговування державного боргу в майбутньому, а, отже, і величину ризику збільшення таких витрат.

На рис. 3 відображено частку державного боргу з плаваючими ставками у загальній сумі державного боргу у %. Протягом 2006-2008 років спостерігалася позитивна тенденція зниження цієї частки до 22,6%, у 2009 році внаслідок кризових подій та необхідності залучення значних коштів стрімко збільшилася до 37%. Протягом 2010-2014 років уряду вдалося знизити частку державного боргу з плаваючими ставками у загальній сумі державного боргу до 13,9%. У 2015 році цей показник збільшився до 17,3%, а у 2016 році - до 31,2%.

Станом на 31.12.2016 року зобов'язання з фіксованою відсотковою ставкою склали 68,85% загальної суми державного боргу, 12,73% зобов'язань мали плаваючу відсоткову ставку, прив'язану до LIBOR; 18,42% – ставку, прив'язану до відсоткової ставки МВФ. Слід зазначити, що офіційні кредитори, як двосторонні, так і багатосторонні, надають позики за стандартними умовами із визначеним наперед видом відсоткових ставок. Можливості Уряду України впливати на рішення офіційних кредиторів щодо збільшення обсягів кредитування за фіксованими ставками є обмеженими. Тому зменшення вразливості державного боргу до дії відсоткових ризиків вимагає проведення зваженої політики залучення облігаційних позик на внутрішньому та зовнішньому ринках. Щодо запозичень на внутрішньому ринку, то в останні роки уряд

пропонував суб'єктам ринку лише облігації з фіксованими відсотковими ставками. Таким чином, Уряд мінімізував відсоткові ризики накопичених внутрішніх зобов'язань. Проте така політика не могла нівелювати дію відсоткових ризиків, пов'язаних із погіршенням кон'юнктури внутрішнього ринку позичкових капіталів і підвищенням загального рівня відсоткових ставок у економіці, що неминуче призводить до підвищення вартості залучення нових позик.

Для економії бюджетних коштів за рахунок зниження плаваючих ставок з одного боку оптимальним для держави може бути утримання певного співвідношення між боргом з плаваючими і фіксованими ставками. Відповідно до кожного конкретного періоду часу це співвідношення є індивідуальним, його слід визначати з урахуванням прогнозованих макроекономічних показників та передбачень про динаміку плаваючих і фіксованих ставок у майбутньому. У довгостроковій перспективі оптимальною є структура боргу, яка включає частку боргу 50 % з фіксованою ставкою і 50 % боргу з фіксованою [10]. У такому випадку зростанням плаваючих ставок стримуватиме збільшення витрат бюджету за рахунок фіксованих ставок, а зниження плаваючих ставок – сприятиме економії коштів бюджету. Необхідно також враховувати, що позитивною є тенденція зниження часток боргу з більш волатильними плаваючими ставками.

Валютний ризик – ризик знецінення національної валюти відносно іноземних валют, у яких номіновано зобов'язання за державним боргом. До показників оцінки валютного ризику відносяться:

1. Питома вага державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу.

2. Структура державного боргу в іноземній валюті у розрізі іноземних валют.

3. Зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю:

$$\Delta C_D (r_i^f) = D_i^f \cdot \Delta r_i^f \text{ або } \Delta C_D (r_i^f) = D_i^f \cdot 1,$$

де $\Delta C_D (r_i^f)$ – зростання витрат на погашення державного боргу при

зростанні валютного курсу i -тої валюти (r_i^f) на одиницю, гр. од.;

D_i^f – сума державного боргу в i -тій іноземній валюті, гр. од.;

Δr_i^f – зростання валютного курсу i -тої валюти на одиницю, гр. од.

4. Еластичність витрат на погашення державного боргу до змін у валютних курсах виражена таким чином:

$$E_{C_D/r_i^f} = \frac{\Delta C_D}{C_D} : \frac{\Delta r_i^f}{r_i^f},$$

де E_{C_D/r_i^f} – еластичність витрат на погашення усїєї суми державного боргу до змін валютного курсу i -тої валюти, %;

ΔC_D – зростання витрат на погашення усїєї суми державного боргу внаслідок девальвації національної валюти відносно i -тої валюти, гр. од.;

C_D – витрати на погашення усїєї суми державного боргу, гр. од.;

Δr_i^f – зростання валютного курсу i -тої валюти, нац. гр. од./іноз. гр. од.;

r_i^f – валютний курс i -тої валюти, нац. гр. од./іноз. гр. од.

5. Графік залежності витрат на погашення і обслуговування усїєї суми державного боргу від валютного курсу станом на певну дату.

Міністерство фінансів України розраховує лише перший показник, який дослідимо протягом 2006-2016 років. Валютний ризик відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на погашення і обслуговування державного боргу в майбутньому. Це призводить

до вразливості національної фінансової системи до зовнішніх шоків та залежності від поведінки іноземних інвесторів. Залучення іноземних кредитів не сприяє розбудові повноцінного внутрішнього фінансового ринку, оскільки в умовах недостатнього розвитку інституційного середовища іноземні ресурси не можуть бути використані зі значною ефективністю. Тим паче, якщо у короткостроковому періоді зменшуються витрати на обслуговування боргу (через нижчі відсоткові ставки за зовнішніми позиками у порівнянні з внутрішніми), то у довгостроковому періоді ці позитивні наслідки нівелюються внаслідок зростання вразливості економіки країни. Слід зазначити, висока частка боргу в іноземній валюті свідчить, на перший погляд, про високі валютні ризики. Однак, якщо державний борг з такою високою часткою зобов'язань в іноземній валюті є на низькому рівні відносно ВВП, то й валютні ризики не є значними. При цьому абсолютні показники будуть на низькому рівні, а показники чутливості будуть на високому рівні [11].

На рис. 4 показано динаміку питомої ваги державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу у 2006-2016 роках у %.

Частка державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу у 2006-2013 роках знижувалася, однак з 2014 року спостерігається стійка тенденція до збіль-

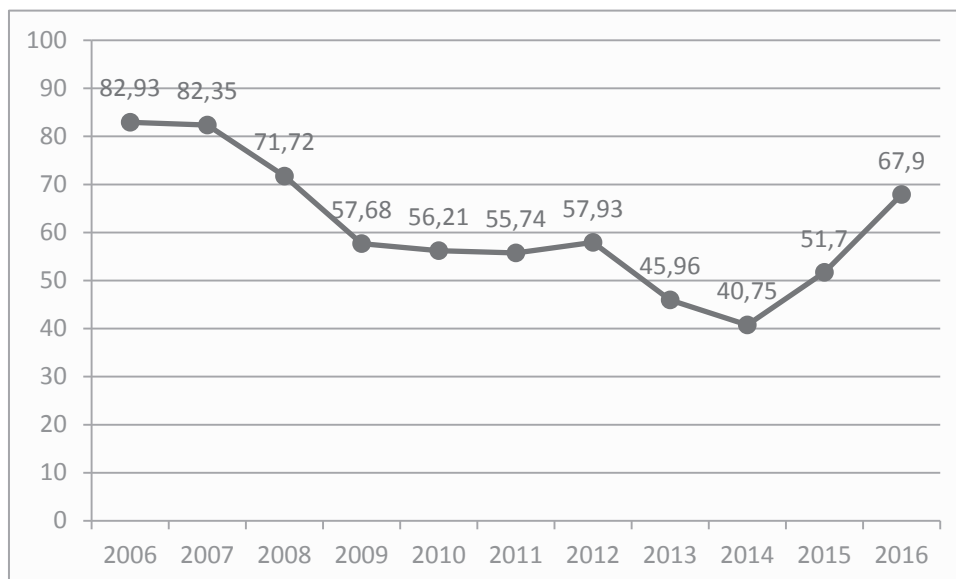


Рис. 4. Питома вага державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу у 2006-2016 роках, %

шення даного показника. Зростання заборгованості в іноземній валюті пов'язане з відновленням у 2014 році співпраці з МВФ у кредитній площині, отриманням кредитів від інших офіційних кредиторів. У квітні 2014 року була підписана угода «Стенд-бай» терміном на 2 роки на загальну суму 17 млрд. дол. США. Це найбільша кредитна програма для України, вона розбита на дев'ять траншів. Завдяки підписанню даної угоди країні фактично вдалося уникнути дефолту. Перший транш у сумі 3,19 млрд. дол. був використаний для стабілізації макроекономічної ситуації та фінансового стану країни. Усього за 2014 рік Україна отримала лише 4,6 млрд. доларів. Відновлення співпраці з МВФ стало позитивним сигналом як для іноземних інвесторів, так і для українського бізнес-середовища. Ця програма відкрила нові можливості для більш широкої фінансової підтримки міжнародних фінансових інституцій та іноземних держав. У 2015 році український уряд затвердив новий Меморандум про співпрацю із МВФ, який передбачає можливість отримання Україною 17,5 млрд. доларів впродовж наступних 4 років. Тобто програму stand-by припинено, а натомість запроваджена нова, яка передбачала механізм розширеного фінансування (EFF) і розрахована на 4 роки. Нова програма дозволяла Україні забезпечити розвиток економіки у критичних для країни обставинах. Головним ризиком для програми є подальший розвиток геополітичної ситуації довкола України, і саме через це програма була розрахована на песимістичних економічних прогнозах, які є свого роду «буфером» для того впливу, який може мати на економіку України конфлікт на сході. Розв'язання цього конфлікту посилить і прискорить перспективи макроекономічної стабілізації та зростання. Програма співпраці з МВФ передбачала виконання Україною низки умов, але всі вони так чи інакше стосуються впровадження реформ, метою яких є стабілізація української економіки та повернення її на шлях зростання. Меморандум про співпрацю з МВФ та-

кож передбачає і структурні реформи, серед яких антикорупційна реформа, реформа судочинства, дерегуляція та покращення бізнес-клімату, а також реформування державних підприємств, включно із «Нафтогазом».

Загалом протягом 2014-2016 років Україна отримала \$17 млрд. фінансування від офіційних кредиторів - МВФ, Світового банку, США, ЄС. Макроекономічна стабілізація значною мірою завдячує суттєвим обсягам фінансової допомоги від офіційних кредиторів. У березні 2017 року підписаний новий Меморандум щодо співпраці з Міжнародним валютним фондом, який є продовженням початої у 2015 році програми співпраці з МВФ. Новий Меморандум передбачає проведення подальших комплексних реформ, що дозволить покращити економічну ситуацію та стимулювати інвестиційні процеси. Однак здійснення валютних запозичень переважно від міжнародних фінансових організацій посилює залежність країни від іноземних.

Збільшення заборгованості в іноземній валюті також пов'язане з емісією єврооблігацій. Так, Україна в середині травня 2014 року розмістила гарантовані США єврооблігації на \$1 млрд. Прибутковість цінних паперів лише на 28 базисних пунктів перевищила прибутковість казначейських облігацій США і склала рекордно низькі для України 1,844% річних. Єврооблігації погашаються 30 квітня 2019 року. Організаторами випуску виступили інвестиційні банки JP Morgan і Morgan Stanley. Міністерство фінансів України здійснило випуск єврооблігацій України під гарантії США на \$1 млрд., ставка запозичень склала 1,847%. США надали Україні в 2015 році загалом \$2 млрд. додаткових гарантій. Ця сума врахована в чотирирічній програмі EFF з МВФ в частині \$7,5 млрд. міжнародної фінансової допомоги, яка доповнює кредит МВФ на \$17,5 млрд.

На внутрішньому ринку уряд з 2012 року розміщував облігації, номіновані у доларах США та євро. Так, у 2016 році було розміщено ОВДП, номінованих у доларах США на суму 3.0 млрд. дол. США. Запозичення в іноземній валюті на внутрішньому

ринку в останні роки призвели до збільшення підвищеної вразливості боргу до валютного ризику.

Структура державного боргу в розрізі валют погашення станом на 31.12.2016 року включала заборгованість у гривні – 32,1%, доларах США – 44,58%, канадських доларах – 0,42%, євро – 5,54%, СПЗ – 16,3%, японській єні – 0,77%. Значна частка заборгованості в одній валюті підвищує валютні ризики через коливання курсу валют на світовому ринку. Аналізуючи структуру боргу в іноземній валюті, необхідно співставляти валютну структуру зобов'язань з валютною структурою офіційних резервів центрального банку і з валютною структурою експорту. Вітчизняні зовнішні запозичення доцільно здійснювати переважно у доларах США, оскільки у валютній структурі розрахунків за операціями поточного рахунку платіжного балансу України переважають надходження у доларах США, і у структурі золотовалютних резервів НБУ найбільша частка активів номінована у доларах США.

Зростання питомої ваги державного боргу, номінованого в іноземній валюті, означає збільшення витрат уряду з обслуговування власних боргових зобов'язань, що також будуть номіновані в іноземній валюті. Для українських фінансових ринків це може відобразитися у ще більшому скороченні валютної пропозиції та подальшій девальвації гривні. Отже, залучення коштів на зовнішньому ринку є раціональним за умови невисокої дохідності, на середньострокові та довгострокові терміни та за умови ефективного використання запозичених ресурсів. Дотримання таких умов є реальним лише тоді, коли в країні є макроекономічна стабільність, що визначає її інвестиційну привабливість та досить високі кредитні рейтинги. За інших умов дохідність зовнішніх облігацій буде високою, що трансформується у значний борговий тягар для бюджету та економіки країни, призводить до зростання валютних, кредитних ризиків і ризику рефінансування боргу, що і відображає нинішні тренди боргової політики в Україні.

Ризик рефінансування – ризик зменшення ємності відповідних ринків, що унеможливорює запозичення в обсягах, достатніх для рефінансування боргу за прийнятною ціною. Показники оцінки ризику рефінансування:

1. Питома вага державного боргу, який має бути рефінансованим у певному періоді, у загальній сумі державного боргу.

2. Структура державного боргу в розрізі строків до погашення.

3. Середньозважений строк до погашення державного боргу.

4. Дюрація Маколея:

- для i -тої суми державного боргу:

$$DM_{D_i} = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} (t \cdot CF_t / (1+r_i)^2)}{\sum_{t=1}^{\infty} (CF_t / (1+r_i)^2)},$$

де CF_t – платіж відсотків або основної суми боргу за боргом D_i в час t ; r_i – ставка дисконтування (облікова ставка НБУ);

- для усієї суми державного боргу:

$$DM_{D_s} = \sum_{i=1}^n (DM_{D_i} \cdot p_{D_i}),$$

де p_{D_i} – частка i -тої суми державного боргу у загальній сумі державного боргу.

5. Ціна одного відсотка річних відсоткової ставки за боргом, який рефінансується, (зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні відсоткової ставки за боргом, який рефінансується, на один відсоток річних):

де $\Delta C_D(r_i^{refin})$ – зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні i -тої відсоткової ставки за боргом, який рефінансується (r_i^{refin}), на один відсоток річних, гр. од.;

D_j^{refin} – основна сума державного боргу з j -тим строком, який рефінансується в певному періоді, гр. од.

6. Чутливість (еластичність) витрат на обслуговування усієї суми державного боргу до зростання ставок за боргом, який рефінансується:

$$E_{C_D/r_i^{refin}} = \frac{\Delta C_D}{C_D} : \frac{\Delta r_i^{refin}}{r_i^{refin}} \cdot 100\%,$$

де $E_{C_D/r_i^{refin}}$ – еластичність витрат на обслуговування усієї суми державного боргу до змін в i -тій відсотковій ставці за боргом, який рефінансується, %;

ΔC_D – зростання витрат на обслуговування усїєї суми державного боргу внаслідок зростання i -тої ставки за боргом, який рефінансується, гр. од.;

C_D – витрати на обслуговування усїєї суми державного боргу, гр. од.;

Δr_i^{refin} – зростання i -тої відсоткової ставки за боргом, який рефінансується, % річних;

r_i^{refin} – i -та відсоткова ставка за боргом, який рефінансується, % річних.

7. Зростання середньозваженої вартості обслуговування усього державного боргу при зростанні певної ставки за боргом, який рефінансується, на один відсоток річних:

$$\Delta \bar{r} = \frac{D_i^{refin} \cdot 0,01}{D} \cdot 100\%,$$

де $\Delta \bar{r}$ – зростання середньозваженої вартості обслуговування державного боргу при зростанні відсоткової ставки за боргом, який рефінансується, на один відсоток річних, % річних;

D_i^{refin} – державний борг, який рефінансується, гр. од.;

D – загальна сума державного боргу, гр. од.

8. Графік погашення державного боргу.

Міністерством фінансів України розраховується показник середньозваженого строку до погашення державного боргу, який охарактеризуємо протягом 2006-2016 років. Цей показник є усередненим абстрактним

показником терміну погашення державного боргу, отриманого зважуванням термінів за кожним зобов'язанням на суму цих зобов'язань. Дозволяє зробити висновки щодо приблизного строку, на який припадає переважна частина платежів з погашення боргу. Позитивним є збільшення цього показника. Також аналізуючи цей показник, необхідно приймати до уваги валютну структуру державного боргу та його структуру в розрізі джерел утворення. Доцільно окремо здійснювати розрахунки середньозваженого строку до погашення внутрішнього і зовнішнього боргу, а також внутрішнього і зовнішнього в розрізі ринкового і неринкового [10]. Як і у випадку переважної більшості інших показників ризику - потрібно зважати на поточний і прогнозований рівні державного боргу відносно ВВП. Слід підкреслити, що високий середньозважений строк до погашення державного боргу може свідчити про низькі ризики рефінансування. Однак у випадку, якщо такий показник сформувався за рахунок переважної частки запозичень з довгим строком від міжнародних фінансових організацій, а борг за запозиченнями на ринках капіталу (особливо на внутрішньому ринку державних цінних паперів) має короткі терміни погашення – ризики рефінансування є значними.

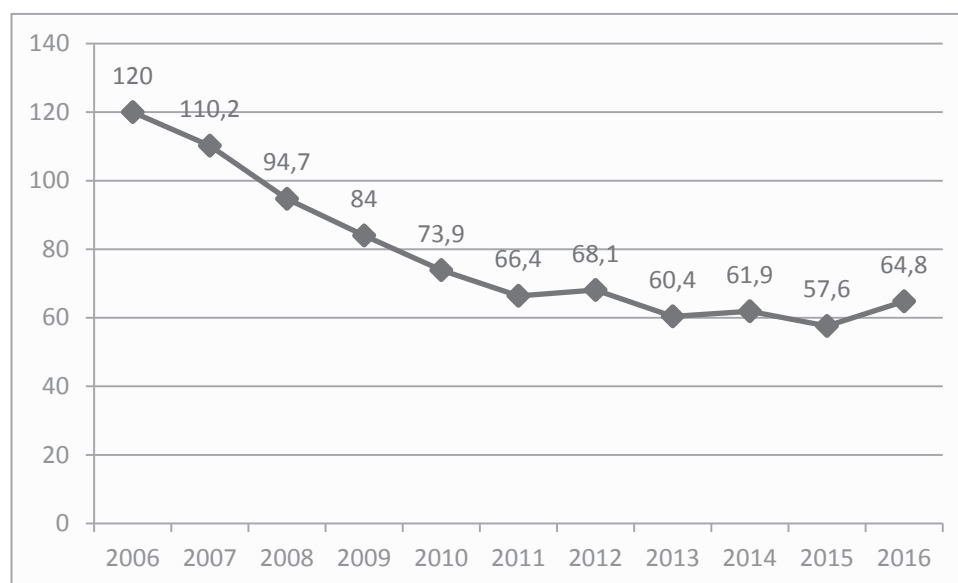


Рис. 5. Середньозважений строк до погашення державного боргу у 2006-2016 роках (місяці)

На рис. 5 показано середньозважений строк до погашення державного боргу у місяцях протягом 2006-2016 років.

Протягом вказаного періоду спостерігається негативний тренд зменшення строку до погашення державного боргу. Якщо у 2006 році середньозважений строк до погашення державного боргу складав 120,0 місяців, то у 2012 році – 68,1 місяців, у 2013 році – 60,4 місяців. У 2015 році цей показник склав 57,6 місяців, а у 2016 році – 64,8 місяці. Тобто за 10 років середньозважений строк до погашення державного боргу зменшився майже у рази.

Складна економічна ситуація, військовий конфлікт на сході країни визначають низькі кредитні рейтинги України, що не дозволяє запозичувати ресурси на зовнішніх ринках на вигідних умовах – на довгі терміни і під низькі відсотки. Нині Україна переважно отримує кошти від офіційних кредиторів та емітує єврооблігації під гарантії США. Лише покращення макроекономічної ситуації дозволить перейти до виваженої політики запозичень на зовнішніх ринках.

З 2008 року активність уряду на внутрішньому ринку стрімко зросла у зв'язку з необхідністю у ресурсах для фінансування потреб бюджету через кризу, а з 2010 року – через сповільнення економічного зростання та скороченням доходів бюджету. Структура внутрішніх боргових інструментів, за рахунок яких мобілізуються кошти до бюджету, визначалася поточними потребами уряду у відповідному періоді. Так, у 2009-2010 роках частка

короткострокових інструментів складала 66,2% і 56,7% через необхідність залучення коштів у зв'язку з світовою економічною кризою та розгортанням кризових явищ в Україні (див табл. 1). У 2011-2016 роках найбільшою є частка середньострокових інструментів. Зокрема, облігації, номіновані в гривнях, у 2014 році розміщувалися переважно на термін від 1 року до 2 років. Їхня питома вага становила 32,4% усіх залучень у національній валюті за рік. Також значною була частка залучень за ОВДП зі строком обігу від 4 до 5 років – 30,6%. У структурі залучення коштів за ОВДП, номінованими в доларах США, переважали державні облігації зі строком обігу до 1 року, а їхня питома вага становила 99,0% всіх доларових залучень. Усі залучення коштів до бюджету в євро відбувалися на строк від 1 року до 2 років. У 2016 році частка довгострокових інструментів склала 33,1%, а частка середньострокових зросла до 45,7%. Основну частку запозичень на внутрішньому ринку в 2016 році становили папери зі строком обігу понад один рік, що зменшувало навантаження на бюджет 2016 року, однак збільшило навантаження на бюджети наступних років [12]. Слід зазначити, що основними покупцями державних облігацій у 2014-2016 роках були НБУ та банки. Так, частка ОВДП в портфелі НБУ у 2014 році збільшилась на 171 млрд. грн., або зросла з 58,3 до 69,5% від ОВДП, які знаходяться в обігу. Фінансування дефіциту бюджету за рахунок запозичень та купівля державних облігацій

Таблиця 1

**Структура внутрішніх боргових інструментів фінансування дефіциту
Державного бюджету України, %***

	2006 рік	2008 рік	2010 рік	2011 рік	2012 рік	2013 рік	2014 рік	2015 рік	2016 рік
Довгострокові інструменти	2	-	3	5,9	13,3	26,0	31,8	18,2	33,1
Середньострокові інструменти	95	88,8	40,3	61,4	69,8	57,8	40,1	52,7	45,7
Короткострокові інструменти	3	12,2	56,7	33,66	24,4	16,2	28,1	29,1	21,2

* Складено за даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Доступний з www.bank.gov.ua та Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Доступний з www.minfin.gov.ua

Національним банком України на первинному ринку у значних обсягах у 2014-2016 рр. є, фактично, емісійним джерелом фінансування бюджету, що призводить до подальшого розгортання інфляційних процесів.

Причинами зменшення строку до погашення державного боргу є збільшення боргової активності уряду за умов недостатнього рівня розвитку фінансового ринку, низьких кредитних рейтингів країни, що призводить до скорочення термінів запозичень. Наслідком такої тенденції є обмеження можливостей уряду у рефінансуванні боргу.

Окремого розгляду потребує ризик умовних зобов'язань, який означає можливість виконання цих зобов'язань не безпосередніми позичальниками, а перекладення їх на бюджет держави. Серед основних видів такого ризику можна виокремити:

- ризик, пов'язаний із гарантованим державою боргом;
- ризик, пов'язаний із зобов'язаннями держави, що виникають за результатами проведення операцій із субкредитування;
- ризик, пов'язаний із запозиченнями місцевих органів влади, для забезпечення яких не надавалася державна гарантія, та їх зобов'язаннями за виданими ними гарантіями і поручительствами для забезпечення запозичень інших суб'єктів;
- ризик, пов'язаний із запозиченнями суб'єктів господарювання державного сектору, для забезпечення яких не надавалася державна гарантія, та їх зобов'язаннями за виданими ними гарантіями і поручительствами для забезпечення запозичень інших суб'єктів;
- ризик, пов'язаний із неврегульованою заборгованістю держави;
- ризик, пов'язаний із зобов'язаннями приватного фінансового і корпоративного секторів економіки.

Управління ризиками умовних зобов'язань передбачає проведення заходів, спрямованих на попередження умов, за яких настає необхідність виконання цих зобов'язань безпосередньо за рахунок коштів державного бюджету. Одним з основних елементів управління цими ризиками є надійна система обліку і моніторингу цих зобов'язань.

В Україні така система існує тільки стосовно гарантованого державою боргу та боргу, що виникає за результатами субкредитних операцій. Здійснюється також робота щодо обліку боргу суб'єктів господарювання державного сектору. Для оцінювання ризику умовних зобов'язань у вітчизняній практиці при наданні державних гарантій: укладаються договори між Міністерством фінансів України і суб'єктами, що здійснюють запозичення під державні гарантії, про відшкодування витрат державного бюджету на виконання гарантійних зобов'язань; проводиться постійний моніторинг і контроль за виконанням зобов'язань суб'єктами господарювання за запозиченнями, здійсненими під державні гарантії. На жаль, не проводиться облік і моніторинг неявних умовних зобов'язань, а також моніторинг фінансового стану позичальників на централізованому рівні. Для вдосконалення управління умовними борговими зобов'язаннями держави, на думку вітчизняних фахівців, необхідно: запровадити систему обліку і моніторингу всіх груп умовних зобов'язань; розробити чіткі й прозорі механізми надання державних гарантій та погодження запозичень місцевих органів влади і державних підприємств; запровадити практику оцінювання фінансового стану позичальників, їх платоспроможності, а також самоокупності проектів, які фінансуються в борг; проведення аудиту, публічне розкриття фінансової звітності позичальників тощо [13, с. 576].

Підсумовуючи, зазначимо, що державний борг сьогодні генерує чималі ризики для фіскальної стійкості країни. Проведене оцінювання окремих боргових ризиків протягом 2006–2016 років виявило значне погіршення показників бюджетного і валютного ризику, ризику рефінансування та процентного ризику. За таких умов на погашення державного боргу та виплату процентів спрямовується дедалі більша частка доходів державного бюджету та ВВП. Погіршення показників одного з видів ризиків призводить до негативного синергетичного ефекту щодо усіх інших боргових ризиків. Здійснення запозичень у значних

обсягах для задоволення поточних потреб фіскалу в умовах поступового відновлення економічної активності посилює загрози та ризики для макрофінансової стабільності в країні.

ВИСНОВКИ

Важливими завданнями боргової політики є пошук оптимального співвідношення між витратами на обслуговування боргу і ризиками, пов'язаними з державним боргом, оцінювання масштабів і джерел ризиків. Оптимізація структури боргового портфелю держави та запровадження ефективної системи ризик-менеджменту повинні бути невід'ємними складовими середньо- та довгострокової боргової стратегії України, спрямованих на забезпечення стійкості бюджетів та економічне зростання. З урахуванням уроків глобальної фінансово-економічної кризи на міжнародному рівні розроблені принципи управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, удосконалюються підходи до оцінки ризиків, які слід запровадити у вітчизняну практику управління державним боргом. Невід'ємним елементом системи управління ризиками у сфері державного боргу мають бути аналіз і моніторинг макроекономічних ризиків, які впливають на стан державних фінансів і боргову спроможність уряду. Основними факторами, які впливають на це співвідношення, є розмір державного боргу, «фіскальний простір» і можливості коригування доходів/видатків бюджету, гнучкість монетарної і валютної політики, ймовірність матеріалізації умовних зобов'язань і постійність чи нестабільність доступу до ринкових позик.

Для збереження макроекономічної стабільності та забезпечення поступового скорочення боргового навантаження, бюджетна політика має забезпечити зниження дефіциту (до рівня 2,3% ВВП у 2019 році) та подальшому запровадженні заходів фіскальної консолідації. Для цього необхідно забезпечити проведення глибоких структурних реформах і усуненні причин значних бюджетних ризиків. Зокрема, необхідно підвищити ефективність податкового адміністрування, розши-

ренні податкової бази, реформуванні системи пенсійного забезпечення, створенні фіскального простору для державних інвестицій, та покращення ефективності та результативності видатків у таких секторах, як охорона здоров'я освіта та соціальний захист. Без таких комплексних реформ, Україна і надалі буде заручником необхідності збільшувати ставки податків та скорочувати видатки, та збільшувати запозичення на внутрішньому ринку, що призведе до зростання боргових ризиків, загрожуватиме її борговій стабільності та обмежуватиме потенціал зростання.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Blommestein H. Advances in Risk Management of Government Debt // *Financial Market Trends*, No. 88, March 2005. – P. 115 – 132.
2. Колот О. А. Фінансові ризики, пов'язані з державним боргом / О. А. Колот // *Ринок цінних паперів України*. – 2003. – № 3-4. – С. 39 – 42.
3. Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal. – IMF Working Paper No. 61. - November 2007 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org. ST/ESA/2007/DWP/61>
4. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками» від 23 лютого 2011 р. N 131 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua>
5. Frankel J. South Africa: Macroeconomic Challenges after a Decade of Success / Frankel J., Smit B., Sturzenegger F. – Cambridge, MA: CID. – CID Working Paper. – September. – 2006. – №133.
6. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т.Богдан // *Вісник Національного банку України*. – 2012. - № 11. – С.10-17.
7. Лондар С.П. Оцінка стану державного боргу та ключові напрями підвищення рівня боргової безпеки

України [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/derzhavniy_borg-cc2fd.pdf

8. Звіт про фінансову стабільність. - НБУ. - 2016. - Випуск 2 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>

9. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal Monitor / IMF. - 2013. - April. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm#>

10. Керівництво з використання показників ризику і формування стратегії запозичень. Інтегральна оцінка ризику. Проект «Розвиток фінансового сектору», 2011 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://finrep.kiev.ua/>

11. Колот О. А. Фінансові ризики, пов'язані з державним боргом/О.А. Колот // Ринок цінних паперів України. - 2003. - № 3-4. - С.39-42.

12. Інфляційний звіт. - НБУ. - 2017. - Січень [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43401297>

13. Бюджетна система: Підручник / за наук. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. - К.: Центр учбов. літератури; Тернопіль: Екон. думка, 2012. - 871 с.

REFERENCES

1. Blommestein H. Advances in Risk Management of Government Debt // Financial Market Trends, No. 88, March 2005. - P. 115 - 132.

2. Kolot O. A. Finansovi ryzyky, pov'язani z derzhavnym borhom / O. A. Kolot // Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy. - 2003. - № 3-4. - S. 39 - 42.

3. Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal. - IMF Working Paper No. 61. - November 2007 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/ST/ESA/2007/DWP/61>.

4. Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy «Pro zatverdzhennia Polozhennia pro upravlinnia ryzykamy, pov'azanymy z nadanniam derzhavnykh harantii, ta rozpodil takykh ryzykiv mizh derzhavoiu, kredytoramy i pozu-

chalnykamy» vid 23 liutoho 2011 r. N 131 [Elektronnyi resurs]. - Rezhym dostupu: <http://www.kmu.gov.ua>.

5. Frankel J. South Africa: Macroeconomic Challenges after a Decade of Success / Frankel J., Smit B., Sturzenegger F. - Cambridge, MA: CID. - CID Working Paper. - September. - 2006. - №133.

6. Bohdan T. Suchasni pidkhody do upravlinnia ryzykamy derzhavnoho borhu / T.Bohdan // Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy. - 2012. - № 11. - S.10-17.

7. Londar S.P. Otsinka stanu derzhavnoho borhu ta kliuchovi napriamy pidvyshchennia rivnia borhovoї bezpeky Ukrainy [Elektronnyi resurs]. - Rezhym dostupu: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/derzhavniy_borg-cc2fd.pdf

8. Zvit pro finansovu stabilnist. - NBU. - 2016. - Vypusk 2 [Elektronnyi resurs]. - Rezhym dostupu: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

9. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal Monitor / IMF. - 2013. - April. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm#>.

10. Kerivnytstvo z vykorystannia pokaznykiv ryzyku i formuvannia stratehii zapozychen. Intehralna otsinka ryzyku. Proekt «Rozvytok finansovoho sektoru», 2011 [Elektronnyi resurs]. - Rezhym dostupu: <http://finrep.kiev.ua/>

11. Kolot O. A. Finansovi ryzyky, pov'язani z derzhavnym borhom / O. A. Kolot // Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy. - 2003. - № 3-4. - S.39-42.

12. Infliatsiinyi zvit. - NBU. - 2017. - Sichen [Elektronnyi resurs]. - Rezhym dostupu: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43401297>

13. Biudzhetna systema: Pidruchnyk / za nauk. red. V. M. Fedosova, S. I. Yuriiia. - K.: Tsentr uchbov. literatury; Ternopil: Ekon. dumka, 2012. - 871 s.