

Т. Г. Кубах,

*к. е. н., доцент кафедри фінансових технологій і підприємництва,
Сумський державний університет, м. Суми, Україна
ORCID ID: 0000-0003-3810-6380*

Л.Б. Рябушка,

*к. е. н., доцент кафедри фінансових технологій і підприємництва,
Сумський державний університет, м. Суми, Україна
ORCID ID: 0000-0001-8597-6819*

БОРГОВА БЕЗПЕКА УКРАЇНИ: ТЕОРЕТИЧНА ТА ПРАКТИЧНА СКЛАДОВА

T. Kubakh

*PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Technology and Entrepreneurship,
Sumy State University, Sumy, Ukraine*

L. Riabushka

*PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Technology and Entrepreneurship,
Sumy State University, Sumy, Ukraine*

DEBT SECURITY OF UKRAINE: THEORETICAL AND PRACTICAL WAREHOUSE

Актуальність статті є безперечною через необхідність підтримки стабільності вітчизняної економіки особливо в умовах повномасштабної війни та нарощення боргового тягаря Україною починаючи з 1992 року. Попередня оцінка боргової безпеки виявила ряд факторів які мали згубний вплив не тільки на вищезазначений показник, але на фінансову безпеку держави. До негативних чинників слід віднести: непрофесійність органів влади, корупція, відсутність відповідальності за нецільове використання запозичених ресурсів. Зважаючи на високий рівень значущості тематики, що вивчається, залишаються дискусійними питання сутності боргової безпеки, яке не виділено в законодавстві України, а також визначення рівня боргової безпеки через існування великої кількості підходів до його оцінки.

Метою наукового дослідження є з'ясування економічної сутності категорії боргова безпека через визначення структурних елементів, а також оцінка та прогнозування боргової безпеки України на основі інтегрального індикатора. Методологія та науковий підхід: використання методу аналізу, порівняння та узагальнення при дослідженні підходів до розкриття сутності боргової безпеки вітчизняними та іноземними науковцями, а також визначення основних критеріїв та завдань у існуючих підходах; метод аналізу та синтезу при оцінці інтегрального індикатора боргової безпеки та його субіндексів. Методи дедукції та індукції які дозволили проаналізувати боргову політику України за роки її незалежності. Для розуміння подальшого розвитку інтегрального індикатора боргової безпеки в роботі було використано метод економічного прогнозування, а саме екстраполяція, що дало можливість визначити різке падіння досліджуваного показника в наступні два періоди.

Практичне значення дослідження полягає в визначенні теоретичних та практичних передумов сучасного стану боргової безпеки, а також визначення розвитку в майбутньому.

Relevance of the article is irrefutable due to the necessity of maintaining the stability of the Ukrainian economy especially in the conditions of full-scale war and increase of Ukraine's debt burden starting from 1992. An early assessment of borgo security revealed a number of factors that had a detrimental effect not only on the above-mentioned indicator, but also on the financial security of the state. Negative factors include: lack of professionalism of authorities, corruption, lack of responsibility for improper use of resources. Despite the high level of importance of the topic being studied, the essence of borguage security is still debatable, which is not specified in the Ukrainian legislation, as well as the determination of the borguage security level through the existence of a large number of approaches to its assessment.

The purpose of the research is to clarify the economic essence of the category of debt security through the definition of structural elements, as well as assessment and forecasting of debt security of Ukraine on the basis of an integrated indicator. Methodology and scientific approach: the use of the method of analysis, comparison and generalization in the study of approaches to the disclosure of the essence of debt security by domestic and foreign scholars, as well as defining the main criteria and objectives in existing approaches; method of analysis and synthesis in the assessment of the integrated debt security indicator and its sub-indices. Methods of deduction and induction that allowed to analyze the debt policy of Ukraine during the years of its independence. To understand the further development of the integrated indicator of debt security, the method of economic forecasting was used, namely extrapolation, which made it possible to determine the sharp decline of the studied indicator in the next two periods.

The practical significance of the study is to determine the theoretical and practical prerequisites for the current state of debt security, as well as to determine future developments.

Ключові слова: боргова безпека; індикатори боргової безпеки; боргова політика; державний борг.

Key words: debt security; debt security indicators; debt policy; public debt.

Постановка проблеми. Пріоритетним завданням держави є інтенсивний економічний розвиток, оснований на інноваційних підходах та сучасних проектах, реалізація яких вимагає досить значних капіталовкладень. Враховуючи повільність реформ в Україні, брак ресурсів, кризові явища в економіці, війну без додаткового залучення капіталу з зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування, як державою так і суб'єктами господарювання, стає неможливим, не тільки впровадити сучасні технології на макро– та мікрорівнях, а й вирішити нагальні соціально-економічні проблеми. Як наслідок, політика «життя у борг» актуалізує питання боргової безпеки, без вирішення якого є загроза не тільки уповільнення економічного розвитку, а й втрата суверенітету держави.

Аналіз основних досліджень та публікацій. Проблематиці державного боргу та боргової безпеки приділена досить значна увага в працях вітчизняних та іноземних науковців серед яких: О. Барановський, Р. Барро, Т. Богдан, О. Горобець, О. Лашенко, А. Лернер, О. Мицак, О. Новосьолова, Дж. Кейнс, Г. Котіна, П. Кондро, Н. Кравчук, М. Кубай, М. Степура, І. Селіверстова, С. Шапошнікова, І. Чуй, С. Юрій. Проте відсутність трактування категорії «боргова безпека» в законодавчих актах України та недосягнення єдності у визначенні даного поняття серед науковців, впливає на необхідність дослідження понятійного апарату. Макроекономічна нестабільність, зміна чинників впливу внутрішнього та зовнішнього характеру обумовлюють необхідність дослідження питання боргової безпеки держави.

Метою статті є з'ясування економічної сутності категорії боргова безпека через визначення структурних елементів, а також оцінка та прогнозування боргової безпеки України на основі її інтегрального індикатора.

Виклад основного матеріалу. Брак фінансових ресурсів, нерациональне використання ресурсного та промислового потенціалу, корупція та неефективність державної політики, спричинили істотне збільшення розміру державного боргу за період з 1992 до 2020 роки. Накопичення внутрішньої та зовнішньої заборгованості та посилення його на державний бюджет, періодичність боргових криз, нестабільність на зовнішніх ринках капіталу залишає питання боргової безпеки держави, як одним з найбільш значущим для сучасної України. Безумовно, перш ніж розглядати практичні аспекти даної проблематики, потрібно звернути увагу на його теоретичну складову та дослідити існуючі підходи щодо трактування даної категорії.

У вітчизняній науці відсутня єдність в тлумаченні категорії «боргова безпека», але більшість дослідників розглядають дане поняття через рівень заборгованості з подальшим визначенням загроз і формуванням цілей.

Так О. Барановський визначав дану категорію як рівень внутрішньої та зовнішньої державної та гарантованої державою заборгованостей з урахуванням їх структури в часовому та валютному вимірі, вартості їх обслуговування, можливості реструктуризації та ефективності використання внутрішніх та зовнішніх запозичень і оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб і поступального економічного та соціального розвитку країни, що забезпечує захист інтересів усіх учасників боргових

відносин від внутрішніх та зовнішніх ризиків, викликів та загроз, а також не загрожує втратою суверенітету, руйнуванням вітчизняної фінансової системи, виникненням боргової кризи, оголошенням суверенного дефолту [1].

В свою чергу Т. Богдан [2, с. 9] під борговою безпекою розумів досягнення такого рівня державного та зовнішнього сукупного боргу, співвідношення між структурними складовими боргу, вартості обслуговування боргу та цільової спрямованості запозичених коштів, які забезпечують вирішення нагальних соціально-економічних потреб держави і не створюють загроз для стабільності вітчизняної фінансової системи та поступального розвитку економіки країни.

В роботі О. Горобець сформульовано визначення поняття «боргова безпека держави», згідно з котрим це складова фінансової безпеки держави, яка є певним рівнем державної внутрішньої чи зовнішньої заборгованості з урахуванням її обслуговування, ефективності використання запозичень та оптимального їх співвідношення, достатній для задоволення соціально-економічних потреб, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до загроз [3].

Колектив авторів, Г. Котіна, М. Степура, П. Кондро, дійшли до думки, що [4, с. 11] відповідний рівень боргової незалежності, стабільності та платоспроможності країни в умовах впливу на неї ризикових дестабілізуючих факторів державного боргу, іншими словами, рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості держави, за якого уряд здатний своєчасно та повністю виконувати взяті на себе боргові зобов'язання, забезпечувати стійкий економічний розвиток – боргова безпека держави.

Під борговою безпекою держави Н. Кравчук [5, с. 74–75] розуміє певний критичний рівень державної заборгованості, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх та зовнішніх загроз, забезпечити певний рівень відносної незалежності держави, зберігаючи економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми та відсотків, підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу. Елемент національних інтересів, який доцільно розглядати з точки зору комплексного підходу як підсистему у складній, багаторівневій системі фінансово-економічної безпеки держави.

Водночас М. Кубай [6, с. 40–41], що боргова безпека держави, це складова частина фінансової безпеки, як та в свою чергу є елементом національної безпеки, на основі якої повинна забезпечуватися стійкість до зовнішніх та внутрішніх загроз, а також стійке економічне зростання, захист економічних інтересів держави для задоволення потреб громадян, суспільства та держави загалом. Певний рівень державної заборгованості, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх та зовнішніх загроз та забезпечити економічну незалежність держави, підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу держави.

В свою чергу О. Новосьолова [7, с. 124] про дану категорію, говорить, як про Певний рівень державної заборгованості, співвідношення її складових, вартості обслуговування та обсягів погашення, який дає змогу уникнути виникнення дисбалансів у системі державних фінансів та забезпечити сталий економічний розвиток країни.

Також науковці І. Селіверстова, О. Лашенко, С. Шапошнікова пропонують розглядати боргову безпеку держави як складову частину фінансової безпеки держави, яка є певним рівнем державної внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального відношення між ними, достатнім для вирішення соціально-економічних потреб, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх і зовнішніх загроз, забезпечити відносну незалежність держави, зберігаючи економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми та відсотків без загрози втратити суверенітет, підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу [8].

І. Чуй, О. Мицак [9, с. 824] під борговою безпекою держави розуміють дотримання безпечного рівня державної заборгованості, на основі якого буде формуватися стійкість фінансової системи країни до внутрішніх та зовнішніх загроз, економічна незалежність держави з підтриманням належного рівня платоспроможності та кредитного рейтингу держави.

В свою чергу С. Юрій наводить дещо ширше визначення вищезазначеної категорії, а саме: боргова безпека держави – це певний рівень державної внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, який дає змогу зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх і зовнішніх загроз, забезпечити відносну незалежність держави, зберігаючи при цьому економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми і відсотків без загрози втратити суверенітет, одночасно підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу [10].

Відповідно до наказу Міністерства економічного розвитку України від 29.10.2013 № 1277 «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України», боргова безпека держави – це рівень внутрішньої і зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень й оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує суверенітету держави та її фінансовій системі [13].

Аналіз вітчизняної наукової літератури надає можливість виявити наявність низки відмінностей у визначенні сутності категорії «боргова безпека держави», водночас необхідно відзначити, що більшість науковців визначають це поняття як «рівень заборгованості». Деякі з авторів уточнюють ступінь заборгованості (критичний, безпечний), рівень охоплення (внутрішня, зовнішня, гарантована, державна), водночас у більшості підходів спостерігається єдність щодо основних завдань (таблиця 1). Серед яких основними виступають: стійкість фінансової системи, задоволення соціально-економічних потреб, економічний розвиток, незалежність держави.

Таблиця 1. Композиціонування підходів до поняття «боргова безпека держави»

Автор	Структурний елементи категорії	
	Ключові критерії	Основні завдання
О. Барановський	Рівень внутрішньої та зовнішньої державної та гарантованої державою заборгованостей з урахуванням їх структури в часовому та валютному вимірі, вартості їх обслуговування, можливості реструктуризації та ефективності використання.	Вирішення соціально-економічних потреб, економічний та соціальний розвиток країни. Уникнення: втрати суверенітету, руйнування фінансової системи, боргової кризи, дефолту.
Т. Богдан	Рівень державного та зовнішнього сукупного боргу, співвідношення між структурними складовими боргу, вартість обслуговування боргу, цільове спрямування.	Вирішення нагальних соціально-економічних потреб держави, стабільність вітчизняної фінансової системи, розвиток економіки.
О. Горобець	Рівень державної внутрішньої чи зовнішньої заборгованості.	Задоволення соціально-економічних потреб, стійкість фінансової системи країни.
Н. Кравчук	Рівень державної заборгованості.	Стійкість фінансової системи незалежності держави підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу.
Г. Котіна, М. Степура, П. Кондро	Рівень боргової незалежності, стабільності та платоспроможності країни.	Стійкий економічний розвиток.
М. Кубай	Рівень державної заборгованості, який дає змогу зберегти країни до внутрішніх та зовнішніх загроз та забезпечити	Стійкість фінансової системи економічну незалежність держави, підтримувати належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу держави.
А. Кулінська	Рівень державної заборгованості	Стійкість фінансової системи незалежності держави підтримувати належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу.
О. Новосолова	Рівень державної заборгованості, співвідношення її складових, вартість обслуговування та обсягів погашення.	Сталий економічний розвиток країни.
І. Селіверстова, О. Лашенко, С. Шапошнікова	Рівнем державної заборгованості	Стійкість фінансової системи незалежність держави можливість здійснювати виплати без втрати суверенітету. Підтримувати належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу.
І. Чуй, О. Мицак	Безпечний рівень державної заборгованості.	Стійкість фінансової системи економічна незалежність держави з підтриманням належного рівня платоспроможності та кредитного рейтингу держави.
Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України 2013 р.	Рівень заборгованості.	Вирішення соціально-економічних потреб, суверенітет держави та її фінансової системи.

Оцінка сучасних підходів, діє можливість визначити боргову безпеку держави, як складовий елемент економічної безпеки у структурі фінансової безпеки, яка характеризується таким рівнем сукупної заборгованості, який не є критичним для фінансової стійкості системи, економічного зростання та суверенітету держави. І безумовно дану категорію слід розглядати як підсистему та важливу складову національної безпеки та сучасної державної політики.

Отже, вважаємо, що об'єктом боргової безпеки держави є безпосередньо рівень державної заборгованості. Суб'єктом – органи, установи, структури, організації, які, відповідно до законодавства, повинні здійснювати функції щодо управління державним та гарантованим державою боргом, зокрема Кабінет міністрів України, Міністерство фінансів України, Державна казначейська служба України.

Водночас необхідно зробити акцент на роботі Верховної ради України, як основний законодавчий орган, на яку покладено відповідальність прийняття необхідних та своєчасних законів. Привертає увагу на себе той факт, що в новій редакції закону України «Про національну безпеку України» від 21.06.2018 не тільки відсутнє визначення поняття боргової безпеки держави, а й не зазначено, як в попередній редакції 2003 року закону «Про основи національної безпеки України», як одну з загроз саме цей вид. Високий рівень мілітаризації поточного законодавства безумовно відповідає викликам сьогодення, водночас питанням економічного характеру необхідно приділяти значну увагу, особливо в умовах глобальної конкуренції за ресурси. Враховуючи рівень боргового навантаження на державний бюджет України, загроза дефолту при існуючих темпах економічного розвитку та відсутності суттєвих структурних реформ, без додаткового зовнішнього фінансування, досить реальна.

Багатогранність категорії боргова безпека держави сприяє широкому колу методик оцінки, серед яких офіційні, що затверджені нормативно-правовими актами України, інших країн світу, міжнародних фінансових установ і організацій, та неофіційні, що пропонуються вітчизняними та іноземними вченими. Фактично всі підходи до оцінки рівня боргової безпеки держави побудовані на коефіцієнтному аналізі, результативна яких порівнюється з встановленими граничними значеннями, а також проводиться розрахунок інтегрального показника з урахуванням стимулюючого чи, дестимулюючого характеру впливу обраних коефіцієнтів.

Практична імплементація моніторингу боргової безпеки держави Україна розпочалась у 2007 році з затвердженням наказу Міністерства економіки України № 60 «Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України», яка у 2013 році втратила чинність. І вже в цьому році Міністерством економічного розвитку і торгівлі України наказом № 1277 було затверджено Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України.

Дані методики базуються на комплексному аналізі економічної безпеки через розрахунок інтегрального показника. Цінність їх полягає в можливості розрахунку окремої складової. Принципова різниця в цих методиках це підходи до нормалізації показників, а також визначення граничних значень. Причому в методіці 2007 року запропоновано два різні методи нормування індикаторів і як наслідок представлено різні порогові значення. Перший метод нормування є досить простим у порівнянні з другим, що безумовно привертає на себе більшу увагу дослідників та робить більш популярним серед практиків. Додатковою перевагою, цього методу є й його схожість за своїми параметрами з ключовими індикаторами визначеними фахівцями МВФ та ЄС. Що стосується другого підходу Методики 2007 року, то для нього характерне широке градювання, хоча верхній поріг відповідає значенням які визначені першою методикою, водночас нормування показників відбувається в інший спосіб.

Різноманітність поглядів, а також відсутність єдиного підходу до визначення параметрів та показників безпеки, що свідчило про невисокий рівень ефективності методів оцінки як боргової так і економічної безпеки держави, сприяло затвердженню в 2013 році нових Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України.

Аналіз відмінностей методичних рекомендацій оцінки економічної безпеки держави 2007 року та 2013 року, дає можливість констатувати зменшення показників боргової безпеки з 9 до 5 індикаторів таблиця 2. Необхідно відмітити поділ індикаторів на стимулятори та дестимулятори, а також зменшення їх характеристичних значень з 6 до 5 у 2013 році. Також додатковою логічною особливістю стала зміна значень вагових коефіцієнтів, хоча відношенню обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП та відношенню обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП традиційно залишили більше ваги.

Таблиця 2.
Індикатори боргової безпеки держави та їх порогові значення

Найменування індикатора, одиниця виміру		Вагові коефіцієнти	Характеристичні значення індикатора				
Дестимулятори			$X_{опт}^R$	$X_{здв}^R$	$X_{нездв}^R$	$X_{небезп}^R$	$X_{крит}^R$
1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	0,2195	20	30	40	50	60
2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	0,2214	40	45	55	60	70
3	Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	0,1830	4	5	7	9	11
4	Індекс ЕМВІ+Україна	0,1778	200	300	500	700	1000
Стимулятори			$X_{крит}^L$	$X_{небезп}^L$	$X_{нездв}^L$	$X_{здв}^L$	$X_{опт}^L$
5	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	0,1983	20	36	41	45	50

Оцінка даних за вихідними показниками боргової безпеки України, відповідно до Методичних рекомендацій 2013 року дозволяє стверджувати про критичний рівень більшості індикаторів за період з 2009 по 2020 роки (таблиця 3).

Таблиця 3. Значення показників боргової безпеки України 2009-2021 рр.

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відсотків	34,7	39,5	35,9	36,6	40,2	70,3	79,4	81,0	71,8	60,9	50,3	60,8	61,23
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, відсотків	88,2	85,1	76,4	76,4	78,1	95,8	131,0	121,7	103,9	87,7	79,2	80,8	35,76
Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики (далі - ОВДП) на первинному ринку, відсотків	12,2	12,5	9,2	12,9	13,1	13,4	13,1	9,2	10,5	17,8	16,9	10,2	10,16
Індекс ЕМВІ (Emerging Markets Bond Index) + Україна	1002	436	869	598	844	2226	2374,6	590,9	691,35	825,45	770,33	1011,9	1082,1
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, відсотків	25,6	29,5	25,2	18,2	14,4	6,0	11,2	13,7	16,1	18,2	20,8	23,2	19,34
Рівень боргової безпеки	25,91	36,7	33,42	26,52	24,26	3,57	2,4	15,23	19,66	16,99	41,82	39,48	38,76

Джерело: складено авторами за даними статистичних звітів НБУ, Міністерства Фінансів

Дані першого показника демонструють, що до 2014 року спостерігалось поступове зростання обсягів державного та гарантованого державного боргу, що було спричинено кризою 2008-2009 років, (таблиця 3). Різке погіршення стану світової економіки завдяки фінансовій кризі, яка набрала свої оберти у листопаді 2008 року, призвело до падіння експорту в результаті зменшення цін і попиту на продукцію важкої промисловості, нестача валютної виручки зі свого боку спричинила девальвацію гривні з 5 до 7,79 грн на кінець 2008 року, також спостерігалось зменшення вартості нерухомості на 25 % та замороження 80 % будівельних проектів, невиконання бюджету, соціальна напруга та безробіття. З метою стабілізації економіки та докапіталізації банків за 1 рік в цілому було залучено 33,3 млрд грн, відбувся стрімкий темп приросту державного боргу на 40% і загальна сума боргових зобов'язань склала 24,6 млрд дол. США. Отже, 2008 рік ознаменувався відновленням відносин із МВФ і як наслідок було укладено угоду на 16,4 млрд дол. США на поповнення золотовалютних резервів та підтримку державного бюджету. Факт випуску в 4 кварталі 2008 році ОВДП з дохідністю у 25–27% зі строком погашення 3 місяці досить чітко сигналізує про істотну нестачу коштів у бюджеті [4].

В свою чергу 2009 рік ознаменувався кризою практично всіх ланок економіки, падінням ВВП на 15,1 %, скорочення розміру прямих іноземних інвестицій на 27,4 %. Бюджетний дефіцит набув небезпечних параметрів, Пенсійний фонд України та НАК «Нафтогаз України» виконували свої зобов'язання з затриманням, експансивна податкова політика гальмувала економіку, як наслідок держава опинилась на межі дефолту. Але реструктуризація боргів НАК «Нафтогаз України», дала можливість захувати частину кредиту наданого МВФ до доходів бюджету, а також невиконання по частині статей сприяло стабілізації ситуації. За цей рік темп приросту заборгованості отримав максимальний показник за всі тридцять років незалежності України у 61,4 %, загальна сума заборгованості становила 39,7 млрд дол. США. Саме в цей період відбулося поглиблення асиметрії в джерелах фінансування бюджету, а також збільшилася частка емісійного капіталу у внутрішніх запозиченнях та питома вага гарантованих зобов'язань у структурі державного боргу. Факт володіння НБУ 70 % ОВДП свідчить про низький рівень привабливості цього інструменту для внутрішніх та зовнішніх інвесторів, незважаючи на те що рівень доходності було збільшено до 27–30 %. Негативним наслідком цього явища було «вимивання» інвестицій із реального сектору економіки. Цей період був досить неоднозначним з точки зору боргової політики держави. Економічна криза мала б сприяти економії та ефективному витрачання ресурсів, натомість спостерігається досить сумнівна за своєю необхідністю докапіталізація низки банків, власники яких умисно доводили свої фінансові установи до банкрутства (банк «Надра»). Також відсутність чітких пріоритетів при наданні дозволів на залучення позик під гарантії держави для державних органів та підприємств ставить під сумнів ефективність використання залучених ресурсів. Посткризовий період обумовив брак капіталу на світових майданчиках, що спричинило активізацію залучення ресурсу у вітчизняних інвесторів. Одночасно Україна набирає обертів щодо нарощення боргів, розмір яких із року в рік лише збільшувався за винятком 2014–2015 року, коли темп приросту мав від'ємне значення у 3,97 % та 6,56 % відповідно. Але падіння ВВП через політичну та економічну кризу, необхідність докапіталізації банків, ліквідації наслідків кризи, яка виникла внаслідок політичних трансформацій під час Революції гідності, придбанням у державну власність додаткової емісії НАК «Нафтогаз Україна», збільшенням видатків на оборону в результаті початку війни з Російською Федерацією, необхідністю поповнення золотовалютного резерву, збалансування платіжного балансу і безумовно необхідністю обслуговування державного боргу, всі ці фактори сприяли максимально критичному значенню показника «Відношення державного та гарантованого державного боргу до ВВП» у 2015-2016 рока. Додатковий тиск спричинила девальвація гривні з 8 грн (2013 рік) до 26,89 грн (2016 рік) за 1 долар, що фактично призвело до різкого збільшення коефіцієнта державного боргу до ВВП до свого максимуму в 81 % у 2016 році (таблиця 3).

Водночас варто відзначити, що для України характерне стрімке нарощування боргів, яке розпочалось саме з 2008 року, хоча безумовно політика «життя у борг» притаманна вітчизняній економіці протягом всього періоду існування сучасної незалежної держави (рисунок 1).

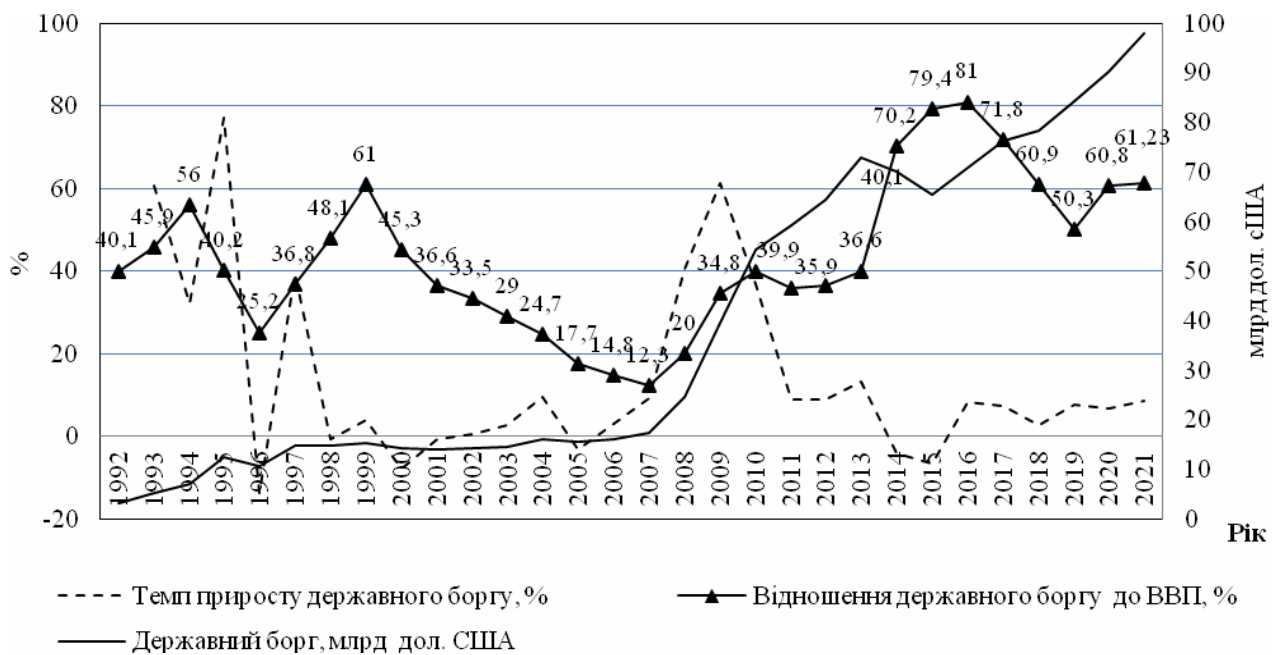


Рис. 1. Показники динаміки державного боргу, 1992-2021 роки

Джерело: складено авторами за даними статистичних звітів НБУ, Міністерства Фінансів

Новий виток у нарощенні боргів почався з 2014 року. Вже 2015 рік став досить критичним для України, яка мала сплатити за кредити 238,819 млрд гривень, одночасно «Укрзалізниця» відмовилася погашати єврооблігації за гарантією держави на 5 000 млн дол. США. Саме це сприяло візиту Міністра фінансів до США з вимогою про реструктуризацію 40 млрд дол. США. Погіршувало цей стан те, що фактично всі кошти які залучались як позиковий капітал направлялись на погашення та обслуговування боргу, що негативно позначилось на розвитку економіки та погіршувало фінансовий стан держави. Відповідно до домовленостей Україні було списано 10 % основного боргу, і було зменшено розмір гарантованого боргу на 20 %, а також було відтерміновано строки погашення єврооблігацій до 2019–2027 року. Звертає на себе увагу використання нового боргового інструменту, а саме інструменти відновлення вартості (value recovery instruments, VRI) з 20-ти річною строковістю. Відповідно до угоди, яку було підписано Україною, сума виплат за ними безпосередньо залежить від показника ВВП. При зростанні до 3 % на рік – виплати становлять 0 %; від 3 % до 4 % – 15% від перевищення 3 % ВВП, від 4 % зростання – 40% вартості від кожного відсотка зростання. VRI діятиме лише після того, як ВВП України сягне 125,4 млрд дол. США. У 2021–2025 рр. виплати за VRI будуть обмежені 1% ВВП, але щоб ці виплати відбулися приріст повинен бути в розмірі 6 %. Цей інструмент вступає в дію з 2021 року і використовується до 2040 року. За розрахунками МВФ, враховуючи волатильність економік розвиваючих країн, платежі по VRI будуть становити 0,3 % ВВП у 2021–2025 роках і 0,6 % ВВП у 2026–2040 роках. [5]. Особливо цікавим є 2017 рік в якому показник відношення державного боргу до ВВП знизився на 10%, а відношення валового зовнішнього боргу до ВВП знизилось практично на 20% і саме в цей період відбувається зменшення активності у співпраці уряду та МВФ.

Необхідно зауважити, абсолютно критичне значення показника обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП за період з 2009-2020 роки з максимальною позначкою у 2016 році. Безумовною стабілізацією відзначився 2018 рік, водночас повномасштабна війна яка розпочалась 2022 року, змушує Україну нарощувати заборгованість задля проведення бойових дій та вирішення соціальних питань, що в перспективі без можливості списання боргів матиме дестимулюючий вплив на економіку.

Особливу увагу слід приділити облігаційним з 2017 року характерна різка активізація зацікавленості інвесторів в українських облігаціях через зростання їх середньозваженої доходності, яка досягли свого максимуму у 2018 та 2019 роках. Кількість вдалих аукціонів по розміщенню ОВДП у 2017 році зросла до 81% у порівнянні з 2016 роком коли цей показник становив тільки 37%. Україна пропонує по своїм облігаціям одну з найвищих номінальних ставок у світі за однорічними облігаціями, як наслідок 14.01.2020 року, попит перевищував пропозицію практично у два рази, а в результаті розміщення до державного бюджету у 2009 році було залучено 18,84 млрд грн., то в 2020 році сума надходження до бюджету становила 382,3 млрд грн., а в обігу знаходиться близько 816 млн облігацій, в 2021 році до бюджету біло залучено 602,8 млрд грн що становило 86,2% від запланованої суми. За даними Міністерства Фінансів України за перші 40 днів війни до державного бюджету було залучено більше 29 млрд грн та близько 12 млн дол. США через всі аукціонів із продажу військових облігацій, причому кожна 6 гривня була вкладена українським інвестором.

Отже можемо констатувати, той факт, що починаючи з 2016 року уряд як пріоритетне джерело

фінансування державного бюджету використовує боргові цінні папери, натомість поступово зменшується використання коштів міжнародних фінансових організацій.

Дана тенденція стала можливою завдяки налагодженню більш тісного спілкування представників влади з первинними покупцями цінних паперів, що дало можливість затверджувати плани аукціонів і визначати дійсний попит. Також відбулось розширення кола іноземних інвесторів завдяки наданню іноземним банкам, які є учасниками внутрішнього ринку, можливість емітувати кредитні ноти (CLN) та глобальні депозитні ноти (GDN). Це дало можливість нерезидентам купувати державні цінні папери в національній валюті без прийняття на себе ризику неконвертованості валюти за ними та дало можливість здійснювати торгівлю даними цінними паперами за межами країни-емітента, тобто України.

Значним тумблером для розвитку ринку ОВДП стала співпраця Національного депозитарію України та Міжнародного центрального депозитарію цінних паперів Clearstream Banking Luxembourg (ICSD) з 2010 році, а розгалуженість системи кореспондентських відносин Clearstream дала доступ для вітчизняних професійних учасників захищений доступ до фінансових інструментів більш ніж 50 країн світу. Знаковою датою стало 27 травня 2019 року, коли ICSD «приєднав» український ринок цінних паперів до своєї мережі, що не тільки забезпечило нерезидентам прямий доступ до угод з вітчизняними цінними паперами, а й гарантувало їм відповідність операцій міжнародним стандартам та зменшення операційних витрат.

Даний процес дає можливість говорити про збільшення частки боргу в гривні, що безумовно є позитивним сигналом для боргової безпеки держави, але враховуючи нестабільність економічної ситуації в Україні, невирішеність реформ судової системи, війна з Російською Федерацією (РФ) та «полохливість» іноземного інвестора, різкий вплив капіталу сприяє різкому падінню курсу гривні, як наслідок інфляція та економічна турбулентність в Україні. Водночас слід відмітити, що нерезиденти можуть купувати гривневі ОВДП виключно на вторинному ринку, а первинними лідерами залишаються вітчизняні банки, які є основними інвесторами для держави. Що є не досить позитивним чинником для розвитку вітчизняної економіки через відволікання коштів на ринок цінних паперів та недостатній рівень фінансування суб'єктів господарювання реального сектора економіки.

Одним з основних питань в тематиці дослідження залишається ефективність використання залучених коштів через ОВДП, якщо вони не будуть направлені на погашення існуючих боргів або ж на програми з забезпечення зростання реального сектору економіки та його розвитку рівень боргової безпеки буде збільшуватись, як і всі попередні роки.

Станом на сьогодні на борговому сегменті фондового ринку домінуючим інструментом залишаються облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Це обумовлено потребами уряду у фінансуванні державних видатків і регулювання ліквідності монетарного ринку (існує прямий зв'язок між дефіцитом державного бюджету і розвитком ринку боргових інструментів). Роль інструментів державного боргу надзвичайно важлива: дохідність і терміни обігу ОВДП є економічним орієнтиром параметрів всього монетарного ринку.

Наступний показник який використовується при оцінці рівня боргової безпеки є Індекс ЕМВІ (Emerging Markets Bond Index), який представляє собою індекс облігацій ринків, що розвиваються, який розраховується банком СВ «J.P. Morgan Bank International» як середньозважений спред валютних облігацій ринків, що розвиваються та доходності облігацій Казначейства США. Індекс ЕМВІ + Україна характеризує різницю між доходністю єврооблігацій України та доходністю державних облігацій США, які у світі вважають самими надійними, з рівнем ризику близьким до нуля. Отже, чим вище кредитний серед, тим вище ризик дефолту по борговим цінним паперам, чим нижче тим більш вони надійніші. Суттєве зростання Індексу ЕМВІ + Україна з перетином критичної позначки у 1000 б.п. у 2014-2015 роках, свідчило про близькість дефолту країни та значні ризики для інвесторів. Необхідно відмітити поступове зниження даного показника за останні п'ять років, що можна охарактеризувати як позитивний сигнал для фінансової безпеки України, водночас не можна не відмітити його зростання до критичної позначки в останні два роки аналізує мого періоду (таблиця 3).

Єдиним показником-стимулятором який використовується в Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України 2013 року, є відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу. Цей індикатор показує, в якій мірі валовий зовнішній борг може бути профінансований за рахунок золотовалютних резервів. Оптимальним є позначка у 50%, а критичним є досягнення у 20%. У 2014 році цей показник перебував на критичній позначці у 6%, хоча після кризового 2008 року значення його значно покращилось, водночас його параметри мають бути під пильним контролем держави.

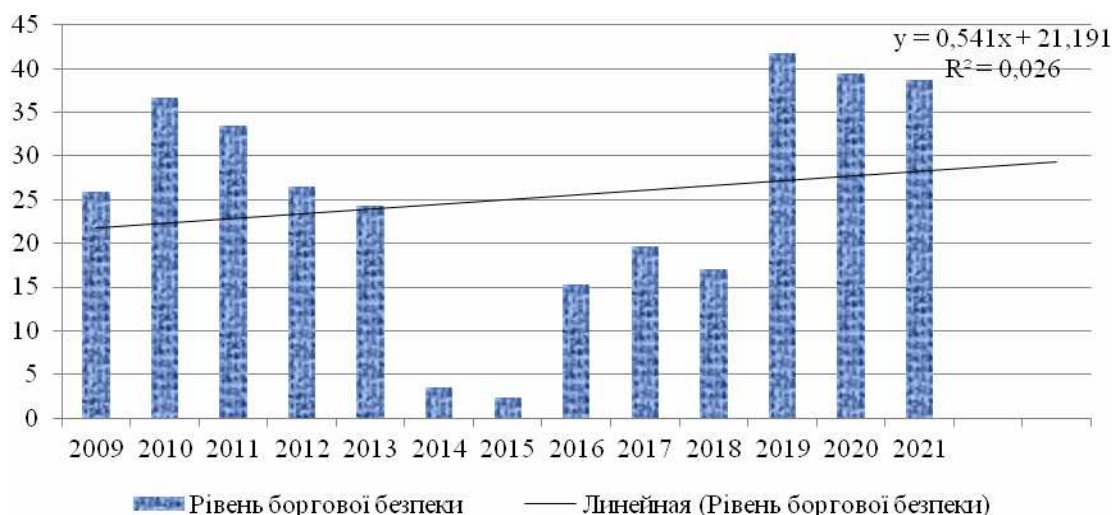


Рис. 2. Рівень боргової безпеки України за 2009-2023 роки

Джерело: розраховано авторами

Що стосується інтегрального індикатора боргової безпеки, то результат розрахунку підтвердив загальні тенденції, що дало змогу визначити найгірше його значення у 2015 році. Водночас лінія тренду дає можливість спрогнозувати суттєве падіння вищезазначеного показника у наступні два роки до рівня 28-29 пунктів (рисунок 2). Водночас низький рівень коефіцієнта детермінації не дає можливості зі стовідсотковою впевненістю стверджувати про отриманий результат, особливо враховуючи падіння економіки на 35%, зростання курсу валют до 40 грн за дол. США станом на кінець травня 2022 року та швидке нарощування боргів під час війни з РФ.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Зростання державного боргу є наслідком ризиків внутрішнього та зовнішнього характеру, серед яких підтримка державних та приватних корпорацій, розбалансування витратної та доходної частини бюджету, неефективна податкова політика яка не спроможна забезпечити економічне зростання, утримання тарифів на енергоносії, а також війни, епідемії. Водночас як свідчить досвід України та ряду інших держав, при ефективному використанні позикового капіталу, впровадженню механізму розподілення фінансових ресурсів який унеможливило корупційну складову, а також наявність професійних якостей менеджменту держави – економіка держави досить успішно реанімується. Тому питання контролю за ефективністю боргової політики за допомогою в тому числі моніторингу індикаторів є одним з пріоритетних економічних завдань сучасної України. Перспективами подальших досліджень є розробка методичних та практичних рекомендацій які дозволять не тільки підвищити якість оцінки боргової безпеки, а також більш точно проводити прогнозування з урахуванням впливу екзогенних та ендемогенних чинників.

Список літератури.

1. Барановський О. Дослідження теоретичних засад боргової безпеки держави. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2016. Вип. 1 (47). Т. 1. С. 327–337.
2. Богдан Т. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 4. С. 8–15.
3. Горобець О. Державний борг України та його вплив на розподіл валового внутрішнього продукту. *Актуальні проблеми економіки*. 2005. № 3. С. 17–23.
4. Котіна Г.М., Степура М.М., Кондро П.В., Боргова безпека України: оцінка, ризики та перспективи. *Схід*. 2017. № 3. С. 10-15. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/handle/2010/30993> (дата звернення: 10.11.2021)
5. Кравчук Н. Колізії боргової безпеки держави: Україна в системі світових індикаторів безпеки глобального економічного простору. *Наука молода*. 2005. № 3. С. 74–82.
6. Кубай М. Концептуальні засади дослідження боргової безпеки. *Вісник Львівської комерційної академії*. 2014. Вип. 46. С. 38–43.
7. Новосьолова О. Боргова безпека як визначальний фактор макроекономічної стабільності держави. *Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія «Економічні науки»*. 2014. Вип. 35. Ч. 1. С. 123–128.
8. Селіверстова І., Лащенко О., Шапошнікова С. Боргова безпека як елемент фінансової безпеки держави. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2010. № 3. URL: [http:// archive.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2010_3/Laschenko_310.htm](http://archive.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2010_3/Laschenko_310.htm).
9. Чуй І., Мицак О. Теоретичні підходи до визначення боргової безпеки. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 11. С. 822–827. URL: <http://global-national.in.ua/archive/11-2016/170.pdf>.
10. Юрій Е., Грицак А. Практика оцінювання рівня боргової безпеки держави. *Молодий вчений*. 2016. № 12.1. С. 1014–1017. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2016_12.

11. Implementation of the Stability and Growth Pact under pandemic times: BRIEFING European Parliament, J. Angerer Directorate-General for Internal Policies, 2021. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/659618/IPOL_BRI\(2020\)659618_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/659618/IPOL_BRI(2020)659618_EN.pdf) (дата звернення: 10.12.2021).
12. Статистика розміщення облігацій внутрішніх державних позик. Офіційний сайт Національного банку України [URL]: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table> (дата звернення: 10.11.2021).
13. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України: Наказ Міністерства економічного розвитку від 29 жовтня 2013 р. № 1277 / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: http://meold.kmu.gov.ua/minec/control/uk/publish/category/main?cat_id=38738.
14. Міністерство фінансів України: офіційний сайт. URL: <https://www.minfin.gov.ua>.
15. Національний банк України: офіційний сайт. URL: <https://www.bank.gov.ua>. Державна служба статистики України: офіційний сайт. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

References.

1. Baranovskyi, O. (2016), "Research on theoretical background of debt security of state", *Scientific Bulletin of Uzhhorod University. Series "Economics"*, vol. 1(47), pp. 327–337.
2. Bohdan, T. (2012), "Debt safety and its role in financial stability maintenance", *The Visnyk of the National Bank of Ukraine*, vol. 4, pp. 8–15.
3. Horobets, O. (2010), "National debt of Ukraine and its influence on distributing of gross domestic product", *Actual Problems of Economics*, vol. 3, pp. 17–19.
4. Kotina, G.M., Stepura, M.M. and Kondro, P.V. (2017), "Debt security of Ukraine: assessment, risks and prospects", *East*, vol. 3, pp. 10-15.
5. Kravchuk, N. (2005), "Government debt security collisions: Ukraine in the system of global indicators of security of the global economic space", *Nauka moloda*, vol. 3, pp. 74–82.
6. Kubai, M. (2014), "Conceptual Principles of Debt Security Research", *Herald of LUTE. Economic Sciences*, vol. 46, pp. 38–43.
7. Novosolova, O. (2014), "Debt Security as a Determining Factor of Macroeconomic Stability Of The State", *Cherkasy State Technological University: Proceedings of Scientific Works*, vol. 35, no. 1, pp. 123–128.
8. Seliverstova, I., Lashchenko, O. and Shaposhnikova S. (2010), "Debt security as an element of the financial security of the state". *Problems of Systemic Approach in The Economy*, vol 3, Available at: http://archive.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2010_3/Laschenko_310.htm (Accessed 10 May 2022).
9. Chui, I. and Mytsak, O. (2016), "Theoretical foundations for the research of state's debt security", *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky*, vol. 11, pp. 822–827, Available at: <http://global-national.in.ua/archive/11-2016/170.pdf> (Accessed 10 May 2022).
10. Yurii, E. and Hrytsak, A. (2016), "Practice of estimation of level of state's debt security", *Molodyi vchenyi*, vol. 12.1, pp. 1014–1017, Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2016_12 (Accessed 10 May 2022).
11. European Parliament (2021), "Implementation of the Stability and Growth Pact under pandemic times", [Online], available at: <https://www.europarl.europa.eu/committees/en/documents/search/> (Accessed 10 May 2022).
12. National Bank of Ukraine (2021), "Statistics on placement of domestic government bonds", available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table> (Accessed 10 May 2022).
13. Ministry of Economic Development (2013), Order "About the approval of methodical recommendations about calculation of level of economic security of Ukraine", Available at: <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-A&tag=MetodichniRekomendatsii> (Accessed 10 May 2022).
14. Ministry of Finance of Ukraine (2022), available at: <https://www.minfin.gov.uahttps://www.bank.gov.ua> (Accessed 10 May 2022).
15. State Statistics Service of Ukraine (2022), available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 10 May 2022).

Стаття надійшла до редакції 20.05.2022 р.