

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА
Факультет фінансів

Кафедра фінансів імені Віктора Федосова

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА	«Фінанси»
ГАЛУЗЬ ЗНАНЬ	07 «Управління та адміністрування»
СПЕЦІАЛЬНІСТЬ	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: заочна
очна (денна), заочна, дистанційна

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему **«Державний борг у контексті забезпечення боргової безпеки України»**

здобувача Пожиткової Поліни Андріївни
(ПІБ, підпис)

Науковий керівник: к. е. н., доцент Бенч Лілія Ярославівна
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

(підпис)

**Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією
з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри: _____
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

(підпис)

Київ 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ.....	5
1.1 Сутність державного боргу	5
1.2 Еволюція теорій державного боргу	9
1.3 Боргова безпека: сутність та показники для оцінювання	15
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВПЛИВУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ НА БОРГОВУ БЕЗПЕКУ	20
2.1 Аналіз динаміки та структури державного боргу України	20
2.2 Оцінка боргової безпеки України	30
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ.....	39
3.1 Проблеми боргової політики в Україні	39
3.2 Напрями вдосконалення боргової політики в контексті забезпечення боргової безпеки України.....	43
ВИСНОВКИ	52
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	55
ДОДАТКИ.....	64

ВСТУП

Актуальність теми. Відповідно до світового досвіду, на сьогодні неможливе існування і розвиток країни без боргів. В межах розумного вони можуть сприяти прискоренню економічного зростання, покращувати соціально-економічний стан в країні, проте за умов неконтрольованого нарощення державного боргу може бути досягнуто протилежних ефектів.

Сьогоднішні українські реалії зумовлюють неможливість залучення урядом достатніх фінансових ресурсів для покриття власних видатків шляхом застосування фіскальних механізмів, що приводить до застосування експансивної боргової політики. Тож, постає необхідність у вдосконалені способів визначення оптимального обсягу запозичень, загального управління державним боргом та контролю боргової безпеки, із метою функціонування в кризових умовах та подальшого рівномірного розвитку України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Свої роботи дослідженню державного боргу та боргової безпеки присвятили М. С. Антонов, О. І. Барановський, Т. П. Богдан, Л. Я. Бенч, В. В. Козюк, В. В. Лісовенко, С. Л. Лондар, Н. Р. Слав'юк, І. М. Федорович, Г. П. Філатова, В. М. Федосов, Н. В. Чуба та ін. Серед зарубіжних вчених проблематику державного боргу та покращення рівня боргової безпеки розкривали Р. Барро, К. Райнхарт, К. Рогофф, М. Кумар, Дж. Ву, Дебрун К., О. Бланшар, У. Паніцца.

Мета дослідження і завдання дослідження. Розкриття теоретичних та практичних аспектів впливу державного боргу країни на рівень її боргової безпеки, та, на підґрунті виявлених в ході аналізу тенденцій і взаємозв'язків, пошук шляхів поліпшення боргової політики України.

Для досягнення поставленої мети мають бути вирішенні такі завдання:

- розкрити сутність державного боргу;
- дослідити еволюцію теорій державного боргу;

- визначити суть боргової безпеки та показники для її оцінки;
- проаналізувати динаміку та структуру державного боргу України;
- оцінити стан боргової безпеки в Україні;
- визначити основні проблеми української боргової політики;
- окреслити напрями поліпшення боргової політики в контексті забезпечення боргової безпеки в Україні, із врахуванням макроекономічної нестабільності внаслідок бойових дій.

Об'єктом дослідження є державний борг та боргова безпека в Україні.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі впливу державного боргу на стан боргової безпеки в Україні.

Методи дослідження: абстрагування (для огляду теорій державного боргу та його формування в Україні), аналізу, синтезу, логічного узагальнення (для визначення понять «державний борг», «боргова безпека», причин виникнення і наслідків присутності державного боргу), узагальнення та порівняльний аналіз (для систематизації методик оцінки стану державного боргу та боргової безпеки), статистичний (для аналізу сучасного стану державного боргу та боргової безпеки в Україні), графічний та табличний (для наочного представлення матеріалу), моделювання (для побудови боргової кривої Лаффера).

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. Полягає в оцінці сучасних тенденцій державного боргу і впливу його обсягів на боргову безпеку в Україні, окресленні основних заходів утримання оптимального рівня боргової безпеки в кризових умовах та подальшого поліпшення боргової сфери.

Інформаційна база: аналітичні, статистичні та звітні матеріали Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Державної служби статистики, Державної казначейської служби, Міністерства фінансів України, Національного банку України, а також монографії, дисертації та наукові публікації вітчизняних і зарубіжних вчених щодо проблематики державного боргу та питань забезпечення боргової безпеки.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ

1.1 Сутність державного боргу

В основному запозиченні державою кошти йдуть на боротьбу із наслідками шоків (війни, депресії, кризи і т. п.), проведення антициклічної фіскальної політики та/або фінансування великих видатків, а саме інвестиційних проектів. Вдаватись до запозичення уряд буде і у випадку: наявності хронічного бюджетного дефіциту; вищого темпу зростання державних видатків ніж доходів; впливу політичних бізнес-циклів; дії автоматичних стабілізаторів тощо [1, с. 8]. При цьому варто відзначити, що обсяг державного боргу може зростати необґрунтовано внаслідок наявності перекладання боргового тягара між поколінням, неефективного використання позичок, політичних невдач. Та взагалі, щодо причин державного запозичення можна виділити основну особливість: як відзначає Річард М. Салсман [2, с. 8], найбільше владний апарат буде запозичувати, коли він не бажає або не може покрити свої витрати за рахунок оподаткування громадян.

Так, оглянувши визначення поняття «державний боргу» подані в табл. А.1 можна сказати, що здебільшого дослідники [1; 3; 4; 5], міжнародні організації [6; 7] та у законодавстві [8] його розглядають як загальну суму заборгованості держави на певну дату перед позичальниками: юридичними або фізичними особами, резидентами або нерезидентами, іншими державами, міжнародними організаціями й іншими суб'єктами міжнародного права. Варто звернути увагу на визначення Федорова В. А., який вказує на появу правових відносин пов'язаних із державним запозиченням, а також говорить про можливість виконання державою ролі позичальника, боржника або гаранта, та окрім того, зазначає, що заборгованість уряду дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів [4, с. 36, 48].

Не зважаючи на вищесказані можливості використання боргових ресурсів, не варто забувати, про негативний вплив державного боргу на економічний стан країни, фінансову безпеку і, у тому числі боргову безпеку. До негативних наслідків присутності державного боргу можна віднести: збільшення навантаження на державний бюджет, через зростання витрат на обслуговування та погашення боргу; зменшення темпу зростання доходів населення; вразливість вітчизняної фінансової системи та економіки від коливань світової кон'юнктури; «ефект витіснення» інвестицій і чистого експорту; зростання боргового тягаря, який в подальшому може бути перекладено на майбутні покоління; зростання валютних ризиків; потреба виконання вимог зовнішніх кредиторів (не завжди обґрунтованих), задля отримання позик [9, с. 33, 41-42].

У відомій роботі К. Рейнхарта та К. Рогоффа [10] було оглянуто питання впливу державного боргу на економіку та виявлено уповільнення темпів економічного зростання на кілька відсотків за умов перевищення відношення державного боргу до ВВП понад 90%, як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються. У останньої групи країн також відмічалось погіршення темпів економічного зростання при перевищенні рівня зовнішнього боргу понад 60 % ВВП, а при досягненні рівня понад 90% ВВП спостерігалось значне зростання інфляції.

Проте М Кумар та Дж. Ву [11, с. 21] говорять про деяку обмеженість даної праці [10], так як в ній не враховано інші чинники зростання та зворотний причинно-наслідковий зв'язок між боргом і зростанням. Вони вказують, що збільшення співвідношення борг/ВВП на 10% пов'язане із зменшенням приблизно на 0,2% на рік темпу зростання реального ВВП на душу населення. Також було виявлено деякі докази нелінійності: значний негативний вплив на подальше зростання простежується при високому, понад 90% ВВП, рівні боргу. Таку обернену залежність автори пояснюють зниженням інвестицій, і подальшим зниженням темпів нагромадження капіталу. Та, як і в [10] вони відзначають, що негативний вплив на зростання буде сильнішим в країнах, що розвиваються.

Тож, хоча проведено багато досліджень і точки зору розходяться, значна їх частина все ж вказує на наявність взаємозв'язку між темпами зростання ВВП та рівнем заборгованості держави, та виявляли певний рівень після перевищення якого держаний борг негативно впливав на економічне зростання. При чому даний поріг був відмінним в залежності від рівня розвитку тої чи іншої країни.

Для розуміння наслідків присутності державної заборгованості в українських реаліях доцільно коротко оглянути етапи її формування (табл. 1.1).

Таблиця 1.1 – Етапи формування державного боргу в Україні

Період	Характеристика
1991 - 1994 рр.	Невпорядковане нагромадження державного боргу шляхом: прямого кредитування НБУ, надання урядових гарантій вітчизняним підприємствам, врегулювання боргових взаємовідносин з Росією. Причинами слугували: дефіцит бюджету, необхідність формування стабілізаційного фонду національної валюти, незбалансованість торгівельного балансу.
1995 – 1996 рр.	Випуск ОВДП, заміщення ними прямих кредитів НБУ та подальше розширення їхньої ролі у покритті дефіциту бюджету. Відбулось врегулювання заборгованості за енергоносії. Підвищення частки зовнішньої заборгованості перед міжнародними організаціями. Загальний обсяг державного боргу зріс більше ніж в півтора рази.
1997 – 1-а пол. 1998 рр.	В 1997 р. МФУ вперше вийшло на міжнародний фінансовий ринок задля отримання фідучіарних позик. Загалом відмічається значне збільшення державної боргу внаслідок активного запозичення на внутрішньому і зовнішньому ринках капіталу.
2-а пол. 1998 – 2000 рр.	Мала місце системна боргова криза, внаслідок чого було проведено реструктуризацію ОВДП, зовнішніх комерційних зобов'язань та боргу Паризькому клубу кредиторів. Однак до значного зниження боргового навантаження дані заходи не призвели. Також є значні розриви платіжного балансу та низький рівень валютних резервів.
2001 – 2007 рр.	Проведення зваженої боргової політики замість антикризового управління державною заборгованістю. Із метою збільшення частки внутрішнього боргу, відбувався пошук нових форм та джерел запозичення. Також проводились заходи задля утримання помірного рівня дефіциту бюджету, активне залучення до джерел його покриття надходжень від приватизації.
2008 – 2009 рр.	Різне знецінення гривні під час фінансової кризи 2008-2009 рр. спричинило до значного зростання боргового тягаря, посилення зовнішнього боргового навантаження. Відбулась реструктуризація зовнішньої корпоративної заборгованості («Нафтогаз України», «Альфа-Банк Україна» тощо).
2010 – 2013 рр.	Невпорядковане нагромадження державного боргу на фоні помірного збільшення податкових надходжень. У вересні 2010 р. МФУ повернулось до практики розміщення єврооблігацій на міжнародному ринку капіталу, проте запозичення було використано на покриття поточних видатків бюджету. У 2013 р. відбувалось розміщення ОВДП номінованих в іноземній валюті. Нове запозичення супроводжується підвищенням боргового навантаження на бюджет внаслідок зростання виплат за державним боргом. У цей період було прийнято декілька середньострокових стратегій управління боргом (на 2011-2013 рр.; 2012-2014 рр.; 2013-2015 рр.).

Кінець таблиці 1.1

2014 – 2019 рр.	Внаслідок гібридної агресії Росії та анексії Криму, а також накопичених в минулому макроекономічних дисбалансів, має місце фінансова криза, що включає у себе боргову, валютну і банківську, та протікає на тлі глибокої економічної рецесії. У 2014 р. обсяг державної заборгованості зріс вдвічі: свою роль в цьому зіграла девальвація гривні. У 2014-2015 рр. відбулась реструктуризація зовнішнього боргу за єврооблігаціями. У 2017 р.: відновлено кредитування МВФ в рамках Програми розширеного фінансування; розміщено ОЗДП на міжнародних ринках капіталу; було проведено першу активну операцію з управління державним боргом. На кінець періоду спостерігається поліпшення відносних показників державного боргу.
2020 - 2021 рр.	Через економічно-епідеміологічну кризу необхідно було проводити стимулюючу фіскальну політику, тож уряд поновив активне накопичення боргів. Проте в цей період багато розвинених країн і країни з ринками, що формуються також збільшували обсяг заборгованості.
2022 – до сьогодні	Початок повномасштабного вторгнення. Різке збільшення обсягу заборгованості, перш за все, з метою фінансування оборонної сфери держави. Частина коштів надається у вигляді грантів, та все ж більша вага кредитування.

Джерело: розроблено автором на основі [12; 13]

На підставі інформації поданої в табл. 1.1, можна відмітити, що, протягом всього періоду незалежності, Україна часто стикалася із проблемами підтримання боргової безпеки. Одним із наслідків недотримання умов боргової безпеки є настання боргової кризи, яка, зазвичай, проявляється внаслідок перевищення економічно безпечного обсягу боргу та деформації його структури. Згідно думки експертів МВФ, підтвердженням факту настання боргової кризи, ізольовано чи у поєднанні, є: необхідність проведення реструктуризації або дефолт за державними зобов'язаннями; МВФ фінансує платіжний баланс країни або бюджету в обсязі понад 100% квоти; неочевидний дефолт за внутрішніми зобов'язаннями у формі гіперінфляції; стрімке зростання вартості державних позик [14].

Загалом у різноманітних дослідженнях та офіційних звітах наводиться великий перелік причин зростання боргового навантаження в Україні. Та, як доцільно відзначає Митрофанова А. С. [15], все це різноманіття можна об'єднати в три групи: об'єктивно-історичні, актуальні соціально-економічні та суб'єктивно-інституціональні причини.

Тож, державна заборгованість має як позитивний, так і негативний вплив на багато аспектів діяльності держави, в тому числі на її економічний розвиток. Задля

максимізації позитивних ефектів від використання запозичених ресурсів необхідно під час проведення боргової політики акцентувати увагу на діяльності із мінімізації боргових ризиків, та відповідно уникнення боргових криз. Для досягнення останнього потрібно зважати на умови і критерії боргової безпеки, також важливими є зважене управління державними фінансами, валютно-фінансовою сферою і грошово-кредитною системою [14].

1.2 Еволюція теорій державного боргу

Короткий огляд історичного контексту розвитку державного боргу та еволюції його теорій є необхідністю для розуміння його причин і наслідків. Та, скрізь епохи теорія державного боргу часто потерпала змін із приходом кожної нової економічної концепції. До сьогодні в наукових колах ведуться дискусії щодо причин державного запозичення, його наслідків на загальний розвиток країни, та зокрема економічну її сферу.

Річард М. Салсман розділяє дослідників державного боргу на оптимістів, песимістів та реалістів. Він відзначає, що реалісти, на відміну від оптимістів та песимістів, знаходять баланс між позитивними та негативними наслідками присутності державного боргу, пропонуючи найбільш переконливі теорії. Також він говорить, що економічні школи не є однорідними, так як у них можна знайти всі три категорії дослідників. Та все ж відслідковується переважання песимістів у класичній школі та серед представників теорії суспільного вибору (неоінституціоналізм), тоді як більше оптимістів відносяться до кейнсіанської школи, а реалістів – до класичної політекономії [2, с. 4-5].

Практика державного запозичення існує давно, та до XVII-XVIII ст. в Європі позики надавались безпосередньо правителям, як правило, папам, монархам, князям. Але така заборгованість скоріше належала особисто правителю,

а кошти брали головним чином для ведення війни, відбиття вторгнення або ж фінансування інфраструктурних проєктів. Та як влучно відзначає Річард М. Салсман, ці борги технічно не є «державними» так як вони не базуються на платоспроможності населення [2, с. 14].

Та все ж пануюча в той час концепція меркантилізму надавала перевагу політиці створення грошових запасів правителя та його держави, шляхом створення «сприятливого торгівельного балансу» (перевищення чистого експорту товарів над їх імпортом) із метою забезпечення чистого імпорту грошей (або монет). Монархи часто вдавались до даної практики, завдяки чому мали можливість не покладатись на хитку практику запозичення коштів у надзвичайних ситуаціях, а вже могли користуватись накопиченою заздалегідь, так званою, «військовою скарбницею» [2, с. 14].

Та по мірі того як боргові цінні папери стали публічно торгуватись, суверенні боржники визнали, що вони можуть, завдяки надійним зобов'язанням і продемонстрованій кредитоспроможності, легше та регулярніше позичати, що у свою чергу може бути надзвичайно вигідним у воєнний час, коли боргове фінансування було політично кращим, ніж підвищення податків. Іншими словами, відбувся відхід від практики накопичення «військової скарбниці» [2, с. 15].

Незважаючи на вище сказане, один із найвідоміших представників фізіократів, Ф. Кене говорить про непродуктивність позик. Відповідно до даного вчення, багатство може створюватись тільки в сільському господарстві, а через позики, за рахунок дисконту, зростають грошові накопичення фінансистів, утворюються так звані «всепожираючі борги» та як наслідок відбувається відвертання грошових ресурсів від землеробства [5, с. 105-108].

Активне розгортання державної боргової діяльності відбулось після 1650 р. в італійських республіках Генуя та Венеція, потім у Сполучених провінціях (Нідерланди), а невдовзі після цього (особливо після Славної революції 1688 р.) в Англії та Франції. Тут можна відмітити вплив підписання Вестфальського миру у 1648 р., і подальших революцій, на поділ світу на національні держави та появу

конституційно обмеженого представницького уряду, що в свою чергу обмежило повноваження королівської влади. Внаслідок цього покращились фіскальні механізми підвищення доходів, і способи контролю державних видатків, так як розпорядження державними фінансами більше не залежало від королівських едиктів чи примх. Також, до особливостей періоду XVIII-XIX ст. можна віднести тенденцію до зростання обсягів державного боргу переважно під час війни, та подальшого поступового його скорочення у мирний час. Проте, у XX ст. дефіцит витрат і високі показники державного боргу стали нормою, незважаючи на циклічність і війни, і піднімаються навіть у мирний час [2, с. 15-16].

Класики підкреслювали надзвичайну природу державних позик, викликаних переважно необхідністю швидкого фінансування військових видатків, та їх зв'язок із недостатністю податкових надходжень – звичайних державних доходів, і здебільшого ставились до нього негативно. На їх думку, державний борг порушує процес накопичення промислового капіталу і натомість сприяє фінансуванню непродуктивної праці [5, с. 117-118].

При цьому, один із основоположників класицизму, Д. Рікардо вивів «теорему еквівалентності», на підставі котрої формують вихідні положення теорій нейтрального впливу державного боргу на макроекономічні показники. Дослідник прийшов до висновку, що податкове і боргове фінансування державних видатків (у тому числі дефіциту) мають однаковий ефект, так як населення починає більше заощаджувати передбачаючи зростання податкового тягара внаслідок потреби у оплаті процентів, які породжує емісія державного боргу [16]. Та все ж Рікардо надає перевагу використанню фіскального механізму залучення коштів, навіть під час воїн [2, с. 79].

Натомість представник історичної школи Німеччини К. Дітцель, сформував оригінальну теорію державного боргу, в якій наголошував на перевагах використання позикових ресурсів. Він розглядав державний кредит як «невичерпний і незмінний фонд», який не потрібно погашати, та за рахунок якого нація може задовольняти свої потреби, а держава покращує господарський

розвиток. При чому, на відміну від класиків, він зазначає, що так як позики надаються із вільних надлишків капіталу, не відбувається відволікання продуктивного капіталу від господарства [5, с. 122-123].

Під впливом кризових явищ 20-30-х років XX ст. кейнсіанська течія ставить під сумнів багато постулатів економічного класицизму, у тому числі негативне відношення до державного запозичення. Дж. Кейнс був апологетом використання державного боргу, як джерела покриття зростаючих державних видатків та фінансування інвестицій. На його думку, шляхом підвищення видатків можна розширити зайнятість, виробництво та доходи, тим самим посилюючи «ефективний попит». Дефіцит державного бюджету він розглядає як інструмент регулювання економіки, та вказує на його роль у підвищенні сукупного попиту, через мультиплікаційне розширення якого в подальшому не буде проблем із обслуговуванням наслідку дефіцитного фінансування – державного боргу. Дослідник вважає, що зростання обсягу дефіциту бюджету, державного боргу та суми його обслуговування, обійдеться суспільству дешевше, ніж примноження рівня безробіття і відповідне обмеження сукупного попиту [3, с. 16-19].

Концепція «дефіцитного фінансування» розвивалась також і у неокейнсіанській парадигмі. Та, представники даного напрямку пішли далі та розробили теорію антициклічного державного втручання. Вони вважали, що на рух національного продукту впливають усі фази економічного циклу, а не тільки кризи [5, с. 133-134]. В даному випадку, дефіцитне фінансування допомагає, за рахунок підвищення видатків, компенсувати звуження сукупного попиту на стадії рецесії. В подальшому, під час економічного піднесення, утворений бюджетний надлишок можливо направити на зменшення обсягу державного боргу [3, с. 20].

Та все ж, Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. [17], Федоров В. А. [4, с. 31] та інші вітчизняні й зарубіжні дослідники вказують на ситуаційний характер даних теорій. Їх використання допомогло вирішити тогочасні проблеми, викликані різноманітними кризами та війнами, перш за все за рахунок дефіцитного фінансування та збільшення державного боргу.

Як відзначає Козюк В. В., поради даних економічних шкіл на практиці не завжди впливають на економіку, так як те передбачає теорія. Так, збільшення обсягу дефіцитного фінансування не сприяє радикальному підвищенню рівня сукупного попиту, натомість активне використання позикового капіталу для фінансування бюджетного дефіциту призводить до виникнення «ефекту витіснення» приватних інвестицій, про який у свій час говорили неокласики. Зниження капітальних активів, внаслідок даного ефекту, обумовлює перетворення державного боргу на тягар для майбутніх поколінь [3, с. 22-23]. Також, неокласики вірять у те, що саме приватний сектор може ефективніше розпорядитись ресурсами, а не держава [18].

Під впливом «великої інфляції» 70-х років XX ст., яка призвела до зростання цін із поєднанням господарського застою (так звана «стагфляція»), посилилась критика вчень кейнсіанства та неокейнсіанства, які не могли пояснити даний феномен [5, с. 151]. У цей час почали популяризуватись ідеї неокласиків, на які спиралась на погляди класиків. Так, Р. Барро фокусуючись на питанні впливу збільшення обсягу державного боргу на добробут домогосподарств, дійшов до схожих висновків із Д. Рікардо щодо економічної поведінки ринкових суб'єктів при зміні урядом джерела покриття своїх видатків із податкового на боргове. В подальшому в наукових колах дані теорії, завдяки подібності їх доводів, об'єднали і почали називати «теоремою еквівалентності Рікардо-Барро» [18].

Загалом неокласики є прихильниками «саморегулювання» економіки та закликали до обмеження втручання із боку держави, зменшення загального обсягу державних видатків і заборгованості. Також, вони приділяли увагу вивченню питання розподілу боргового тягара між поколіннями та впливу державного запозичення на економічну поведінку суб'єктів ринку [4, с. 33; 5, с. 152-154; 18].

Представник неоінституціоналізму, розробник теорії «теорії суспільного вибору», Дж. Б'юкенен говорить про особливу відмінну рису державного боргу від приватного, яка може зумовити не ефективність витрат запозичених ресурсів: один уряд може ухвалювати рішення про запозичення із метою покриття дефіциту

бюджету, а період погашення цих позик приходить під час правління іншого [16]. Він пропонує розглядати вплив державного боргу не на все суспільство, а на окремих індивідів. Науковець вказує на перекладання боргового тягара на прийдешні покоління, шляхом обов'язкового оподаткування індивідів з метою отримання можливості для подальшого погашення боргу та виплати відсотків за ним [18]. На думку, Дж. Б'юкенена, для покриття поточних державних видатків необхідно застосовувати тільки податки, однак для фінансування капітальних видатків можливе використання дефіцитного фінансування [3, с. 31].

Тож, можна зробити висновок, що здавна видатні економісти задавались питанням щодо необхідності державного боргу, як не фіскального джерела покриття значних державних витрат, та наслідків його присутності, напрямів використання, прийнятної обсягу. Погляди різноманітних економічних шкіл та окремих дослідників щодо цих питань різняться між собою, та можна відмітити, що відношення до позикової діяльності держави корелює із історичними подіями (війнами, кризами і т. п.) і відбиває тогочасні особливості макро- і мікроекономічного стану країн світу.

На сьогодні теорія державного боргу являє із себе певний синтез із думок попередників, а державна заборгованість є буденністю й необхідністю. Тому спеціалісти економічної справи стикаються із завданням щодо розробки способів постійної оцінки і контролю безпечності боргової діяльності уряду, в тому числі відслідковування впливу державних позик на загальний розвиток держави, зокрема її соціально-економічну стабільність.

Та все ж вітчизняні дослідники закликають бути обережними і зважено підходити до використання розробок західних колег щодо державного боргу в українських реаліях. Козюк В. В. [3, с. 35] та Кравчук Н. Я. [18] вказують на потребу врахування відмінностей перехідної економіки від вже сформованих, розвинених ринкових систем під час аналізу та розробки боргової стратегії в Україні.

1.3 Боргова безпека: сутність та показники для оцінювання

В п.п. 1.1 було сказано про наявність певного порогу після якого посилюється негативний вплив державного боргу. Знання цього показника для нашої країни може допомогти в розробці прийнятної системи забезпечення боргової безпеки. Та спочатку доцільно звернути увагу на трактування поняття «боргова безпека» серед науковців.

Загалом, як вказує Філатова Г. П. [19, с. 33], можна виділити декілька підходів до тлумачення поняття «боргова безпека». Це може бути структурний (оптимальне співвідношення між структурними складовими боргу та платежів за ними), системний (елемент системи вищого рівня), управлінський (в контексті управління боргом), функціональний (здатність дотримання певного рівня заборгованості) та змішаний підходи. Барановський О. І. [18] також виокремлює і рівневий підхід, за яким боргову безпеку тлумачать як певний рівень заборгованості, перевищення котрого призводить до необхідності запозичувати, щоб покрити попередні зобов'язання.

Розглядаючи визначення подані у табл. Б.1 можна охарактеризувати «боргову безпеку» як оптимальний рівень боргу та співвідношення між окремими частинами боргу (з врахуванням платежів на його обслуговування), що дозволить забезпечити стабільність фінансової системи країни, і не загрожує втратою її суверенітету.

У більш широкому розумінні у дане поняття включають ефективність використання боргових ресурсів, їх достатність та цілеспрямованість на вирішення першочергових соціально-економічних проблем. Доцільним з моєї точки зору є трактування поняття «боргова безпека», яке наводить Філатова Г. П., визначаючи її як складову частину системи фінансового-економічної безпеки [19, с. 29, 33-34].

Поряд із поняттям «боргова безпека» досить часто говорять про «боргову стабільність», а деякі дослідники, переважно зарубіжні, взагалі їх ототожнюють. Або ж говорять не про власне боргову безпеку держави, а про «безпечний рівень боргу» [20]. Та здебільшого в зарубіжних країнах, у тому числі міжнародні фінансові організації такі як МВФ, вживають термін «debt sustainability» як певне узагальнення двох дефініцій. Однак українські дослідники надають перевагу розділенню даних термінів, та вказують на їх взаємозалежність.

Філатова Г. П. [19, с. 32] вважає, що боргова стійкість залежить від боргової безпеки, так як саме на підставі значень індикаторів останньої здійснюють оцінку боргової стійкості. Натомість, Антонов М. С. [21, с. 36-37] навпаки, говорить про те, що боргова стійкість передусь поняттю боргової безпеки. Він аргументує, це тим, що тільки держави які здатні на забезпечення стійкого управління своїми борговими зобов'язаннями можуть відзначатись високим рівнем економічної, а відповідно і боргової безпеки.

Відсутній консенсус і в питанні обрання методології визначення боргової безпеки, та відповідно їх показників. Орієнтирами для розробки національних систем оцінки боргової безпеки залишаються розроблені міжнародними фінансово-кредитними установами та контрольними організаціями підходи (див. рис. В.1-В.3). Визначення рівня боргової безпеки в нашій державі здійснюється відповідно до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки, затверджених у 2013 р. [22] (табл. 1.2). На відміну від попередніх методичних рекомендацій 2007 р. [23]: було зменшено кількість індикаторів та відповідно змінено їх вагові коефіцієнти; індикатори розділено на стимулятори та дестимулятори; скорочено кількість характеристичних значень (табл. 1.3).

Загалом можна виділити такі етапи оцінки боргової безпеки:

- 1) оцінка рівня боргового навантаження, на підставі розміру боргу, платежів за ним, джерел виконання зобов'язань тощо;
- 2) розрахунок індикаторів та порівняння отриманих значень із еталонними, формування висновків щодо боргового стану країни;

3) розробка пропозицій щодо покращення боргової стратегії держави, направленої на оптимізацію рівня боргової безпеки [19, с. 63].

Таблиця 1.2 – Індикатори боргової безпеки розроблені Міністерством економіки України (2007)

Індикатор	Вагові коефіцієнти	Характеристичні значення					
		X _{н гр}	X _{н пор}	X _{н опт}	X _{в опт}	X _{в пор}	X _{в гр}
Державний борг / ВВП, %	0,168	5	10	15	40	60	70
Загальний зовнішній борг / ВВП, %	0,169	0	5	7	20	25	30
Рівень зовнішнього боргу на душу населення, дол. США	0,205	0	100	150	200	250	300
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг, %	0,037	10	20	30	50	70	90
Відсоткові платежі за зовнішнім боргом / експорт товарів і послуг, %	0,033	1	3	5	7	12	20
Платежі з обслуговування зовнішнього боргу / доходи державного бюджету, %	0,027	1	5	10	15	20	25
Внутрішній борг / ВВП, %	0,164	5	5	8	20	35	40
Платежі з обслуговування внутрішнього боргу / доходи державного бюджету, %	0,038	0	5	10	15	25	40
Заборгованість уряду за державними цінними паперами / ВВП, %	0,159	5	10	15	20	30	40

Джерело: розроблено автором на основі [23]

Спільною рисою багатьох методик оцінки рівня боргової безпеки можна назвати також використання показника співвідношення обсягу державного боргу до ВВП. Як вказує Дебрун К. [20], використання даного показника, а саме встановлення вимог до його стабільності протягом певного періоду часу, пояснюється тим, що номінальний державний борг, який може призвести до зростання майбутніх податків, повинен мати менший темп зростання, ніж найголовніший показник бази оподаткування країни (ВВП). Також, перевищення значення даного показника понад певне граничне значення можна тлумачити, як сигнал того, що сума державного боргу невдовзі досягне деякого ліміту, який буде розцінюватись як поріг платоспроможності (ефект «боргового навісу» (debt overhang)) [19, с. 108].

Таблиця 1.3 - Індикатори боргової безпеки розроблені Міністерством економіки розвитку і торгівлі України (2013)

Індикатор	Вагові коефіцієнти	Характеристичні значення індикатора				
Дестимулятори (тип В)		$X^R_{\text{опт}}$	$X^R_{\text{здв}}$	$X^R_{\text{нездв}}$	$X^R_{\text{небезп}}$	$X^R_{\text{крит}}$
Державний та гарантований державою борг / ВВП, %	0,2195	20	30	40	50	60
Валовий зовнішній борг / ВВП, %	0,2214	40	45	55	60	70
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	0,1830	4	5	7	9	11
Індекс EMBI + Україна	0,1778	200	300	500	700	1000
Стимулятори (тип С)		$X^L_{\text{крит}}$	$X^L_{\text{небезп}}$	$X^L_{\text{нездв}}$	$X^L_{\text{здв}}$	$X^L_{\text{опт}}$
Офіційні міжнародні резерви / валовий зовнішній борг, %	0,1983	20	36	41	45	50

Джерело: розроблено автором на основі [22]

Для визначення таких граничних значень, часто застосовують медіанні значення боргових індикаторів у періоди, які передували борговим кризам в країнах із схожими соціально-економічними умовами. Тут варто указати на те, що жоден такий показник не має універсального значення та не дасть змоги точно визначити той момент, починаючи з якого державний борг стає економічно неприйнятним [14]. Цю думку підтверджує і плюралізм підходів різних міжнародних організацій до визначення граничних значень індикаторів (табл. 1.4).

Таблиця 1.4 – Граничні значення індикаторів вразливості державного боргу в міжнародній практиці

Індикатор	Міжнародна група фінансового розвитку	Міжнародний валютний фонд
Обслуговування боргу / доходи	28-63%	25-35%
Поточна вартість боргу / доходи	88-127%	200-300%
Відсоткові платежі / доходи	4,6-6,8%	7-10%
Державний борг / ВВП	20-25%	25-30%
Державний борг / доходи	92-167%	90-150%

Джерело: розроблено автором на основі [9, с. 64; 21, с. 107-108]

У Бюджетному кодексі України [8] є подібне обмеження: згідно пункту 2 статті 18 граничний рівень державного боргу має складати 60% від ВВП. Схожий

поріг вказано і в Протоколі про процедуру щодо надмірного дефіциту, який додається до Маастрихтського договору 1992 р. У частині 1 статті 104с даного договору також рекомендується уникати надмірного державного дефіциту, а його обсяг має складати не більше 3% від ВВП [6, с. 16, 87].

Взагалі в міжнародній практиці, з метою управління борговою безпекою, можуть використовувати різні боргові та фінансово-бюджетні обмеження. Загалом їх можна поділити на процедурно-організаційні (стосуються якісних характеристик бюджетного процесу та взаємодії його учасників) та кількісні таргети (нормуються бюджетне сальдо, боргові запозичення або видаткова частина бюджету) [24].

При цьому, О. Бланшар [25, с. 67, 71, 88] висловлює скептичність до застосування кількісних правил, а якщо все ж їх застосовувати, то варто звернути увагу на розробку правила, яке змусить час від часу коригувати первинний бюджетний баланс з урахуванням витрат не на власне борг, а саме на його обслуговування. Також, він називає основним завданням пошук правил, які дозволять забезпечити стабільність боргу та при цьому оптимально використовувати фіскальну політику.

Тож, обсяг державного боргу має безпосередній вплив на економічний розвиток держави, її фінансову, і в тому числі боргову безпеку. Існує значне різноманіття способів для визначення рівня останньої. Та в умовах економічної нестабільності необхідно підібрати підхід, який дозволить, із урахуванням особливостей нашої держави, оцінити існуючі та потенційні загрози безпеці, виявити вплив показників стимулюючих і дестимулюючих факторів на її рівень, та в подальшому розробити оптимальну боргову стратегію.

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ВПЛИВУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ НА БОРГОВУ БЕЗПЕКУ

2.1 Аналіз динаміки та структури державного боргу України

Згідно із інформацією поданою в попередньому розділі, можемо зробити висновок щодо небезпеки зростання боргового навантаження, яке сприяє дестабілізацію економіки та гальмуванню загального розвитку держави. Виходячи із зазначеного, гостро постає питання визначення основних загроз пов'язаних із борговою діяльністю уряду доцільно розпочати із огляду динаміки державного боргу, його стану та структури. Також, це є послугує підґрунтям для подальшої оцінки боргової безпеки.

Зазначу, що для більшої наочності та дотримання принципу порівнянності у часі, будуть розглядатись та порівнюватись дані на кінець року, і аналіз буде здійснено за 2009-2022 рр. [26, с. 159-160]. Перелік коефіцієнтів, що буде застосовано у даному розділі, їх короткий опис та формули наведено у табл. Д.1.

Згідно інформації поданої на рис. 2.1 та 2.2, впродовж тривалого періоду простежується загальна тенденція до зростання загального обсягу державного боргу: за період із 2009 р. до 2022 р. він примножився на 3 755,97 млрд грн (71,70 млрд дол. США) або на 1 185,3%. На динаміку державного боргу впливає ефект «сніжної кулі» - ситуація коли платежі за боргом покриваються новим боргом, причому чим більший борг, тим сильнішим буде ефект [20].

Станом на 31.12.2022 р. загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу становив 4 072,85 млрд грн або 111,38 млрд дол. США, включно: зовнішній борг – 2 610,96 млрд грн або 71,40 млрд дол. США, що склало 64,1% від загального обсягу боргу; внутрішній борг – 1 461,89 млрд грн або 39,98 млрд дол. США, його частка становить 35,9% у загальній заборгованості.

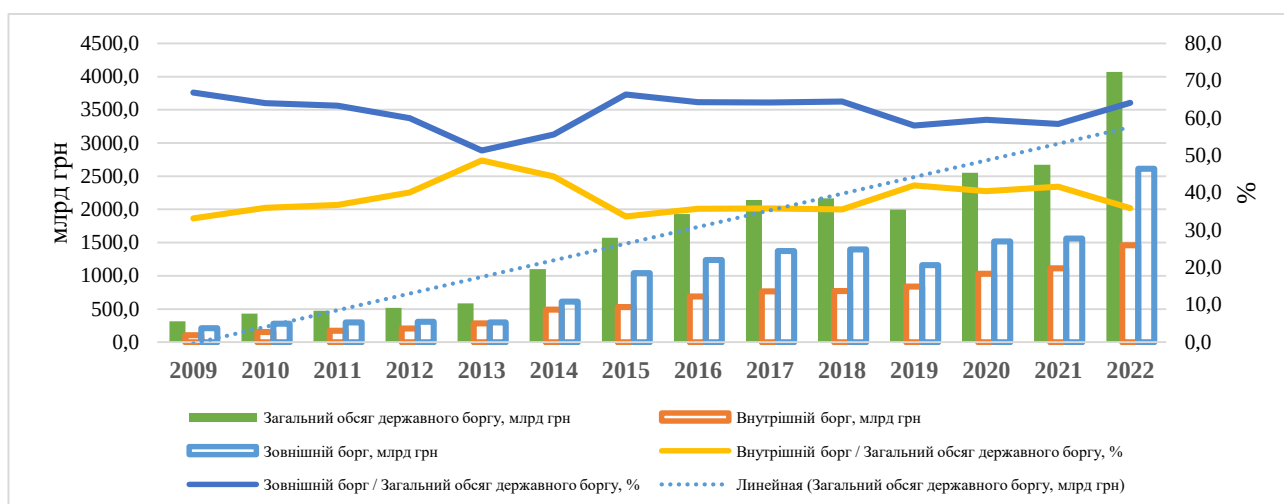


Рисунок 2.1 - Динаміка державного та гарантованого боргу в національній валюті за 2009-2022 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35]

Згідно Закону України «Про Державний бюджет України на 2023 рік» передбачено граничний обсяг державної заборгованості в сумі 6 422 млрд грн, орієнтовно 78,7% обсягу якого буде становити зовнішній борг, а 21,3% - внутрішній [36].

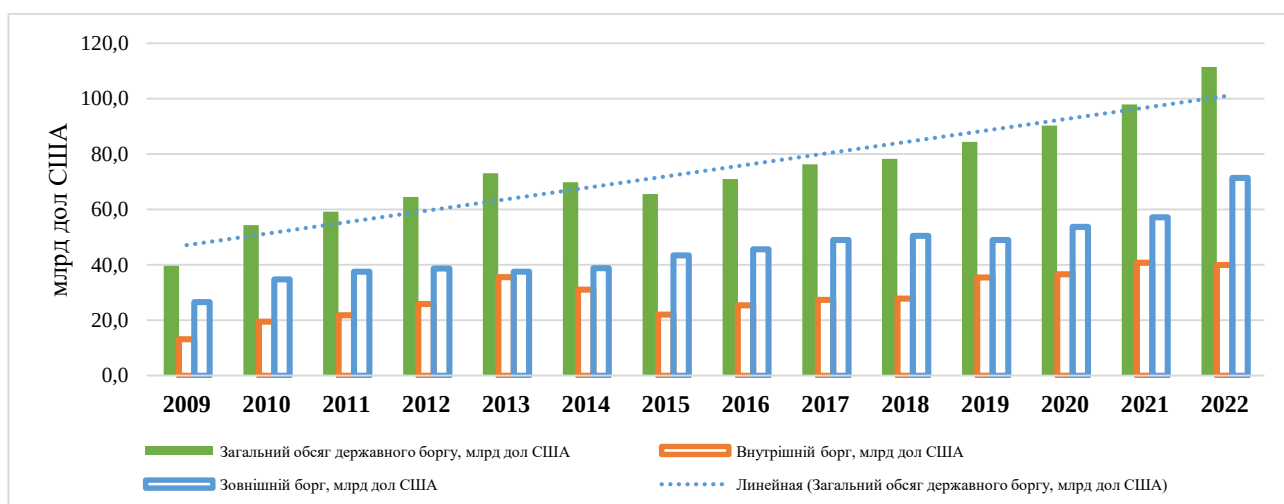


Рисунок 2.2 - Динаміка державного та гарантованого боргу в доларах США за 2009-2022 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35]

Згідно даних табл. 2.1, за 2009-2022 рр. зовнішній борг держави у національній валюті збільшився у 12,3 рази, що характеризується середньорічним зростанням його обсягу на 184,55 млрд грн щороку. Внутрішній державний борг України за досліджуваний період продемонстрував зростання у 13,9 рази (середньорічне зростання склало 104,37 млрд грн).

Також варто звернути увагу на вплив девальвації гривні на динаміку державного боргу. Порівнюючи рис. 2.1 та 2.2 можна побачити, що після 2014-2015 рр. (пік девальвації), загальний обсяг заборгованості у гривні різко зріс, хоча у доларовому еквіваленті зростання є більш поступовим.

Варто також звернути увагу на ще одну особливість українського державного боргу, а саме переважання частки зовнішнього боргу над внутрішнім, яке підтверджується розрахованими значеннями коефіцієнта координації (рис. 2.3).

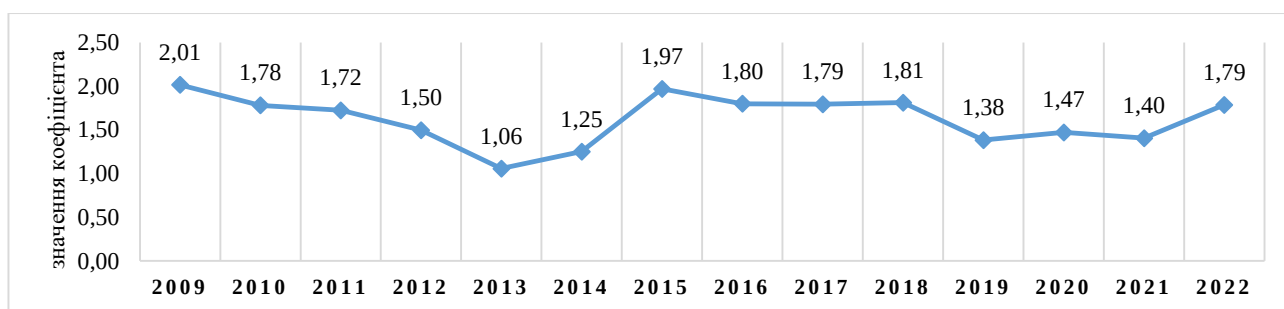


Рисунок 2.3 – Коефіцієнт координації за 2009-2022 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35]

Відповідно до даних на рис. 2.3, у 2022 р. збільшився розрив між обсягом внутрішнього та зовнішнього боргу: на одиницю внутрішнього боргу припадає 1,79 одиниць зовнішнього. У 2015 р., згідно коефіцієнту координації, розмір зовнішньої заборгованості переважав обсяг внутрішньої майже у 2 рази. Подібне спостерігається і у 2009 р., коли відбулось значне знецінення гривні. Та, взагалі, протягом усього досліджуваного періоду відслідковується переважання зовнішньої заборгованості у складі державного боргу (рис. 2.1). Хоча, варто відмітити спад частки зовнішньої заборгованості у 2010-2014 рр., а також після 2016 р., який пояснюється поступовим переорієнтуванням на внутрішні запозичення [37].

На підставі здійсненого вище огляду динаміки державного боргу можна відзначити високий рівень кореляції між борговою та валютною складовими. Це необхідно враховувати в процесі визначення шляхів поліпшення боргової безпеки України. Тож, з метою оцінки валютного ризику доцільно проаналізувати структуру державного і гарантованого боргу в розрізі валют запозичення (рис. 2.4).

Згідно поданих на рис. 2.4 даних видно, що протягом досліджуваного періоду значна частина державної заборгованості, а саме від 57,9% до 79,4%, має бути погашена в іноземній валюті (див. табл. К.3). Та варто відзначити позитивну тенденцію до зростання протягом 2009-2012 рр., 2016 р., 2019 р. та 2021 р. частки державного та гарантованого боргу у національній валюті.

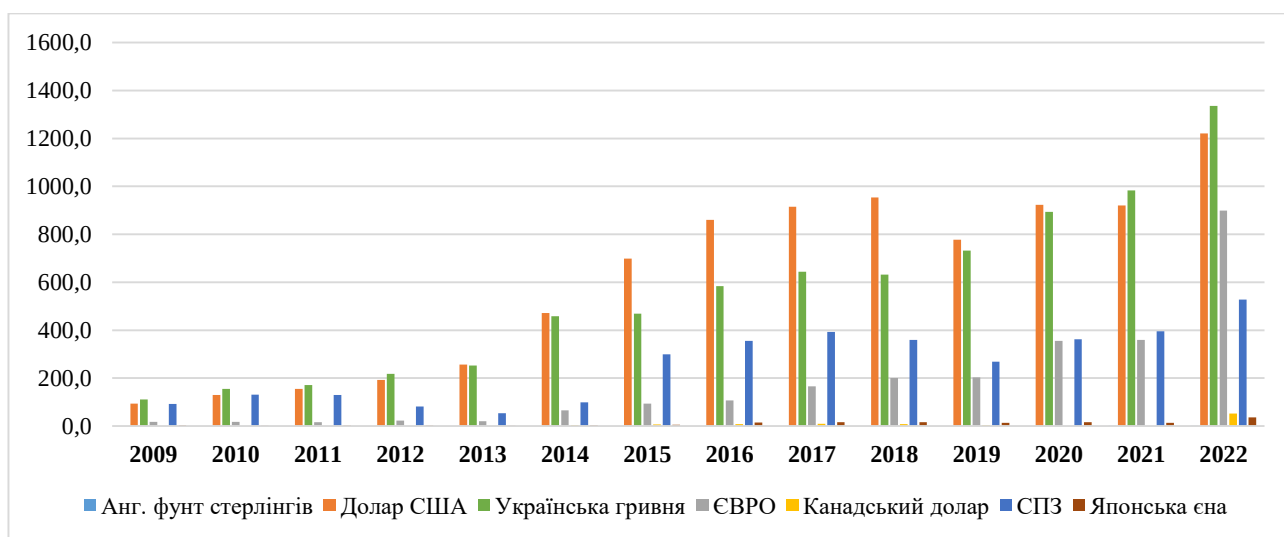


Рисунок 2.4 - Валютна структура боргу за 2009-2022 рр., млрд грн

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 38; 39]

Така валютна структура запозичень сприяє підвищенню ризиків для державних фінансів та економіки загалом, так як спад стійкості гривні призводить до значного зростання розміру державного боргу, що, в свою чергу, створює проблеми з його обслуговуванням [37]. Антонов М. С. вказує на утворення девальваційно-інфляційної спіралі (особливо у 2014-2015 рр.), суть котрої полягає у впливі росту рівня інфляції на підвищення девальваційних очікувань населення, що призводить до посилення тиску на валютний курс [21, с. 90].

Станом на кінець 2022 р. у валютній структурі боргу переважає гривня, її частка складає 32,81%, слідом за нею в порядку спадання йде: долар США (29,96%), євро (22,06%), спеціальні права запозичення (12,96%), канадський долар (1,29%), японська єна (0,90%) та англійський фунт стерлінга (0,02%). У Програмі управління державним боргом на 2023 р. [36] відзначено, що у 2023 р. частка боргу номінованого в гривні боргу зменшиться і складатиме 20,9%.

Для проведення більш глибокого аналізу доцільно розрахувати коефіцієнт структурних зрушень, формулу та опис якого наведено у табл. Д.1. Під час розрахунку за базовий буде прийнято попередній до аналізованого період. Чим більше даний показник відрізняється від нуля, тим більшою є структурна змінна [44, с. 187]. При цьому його значення можуть інтерпретуватись таким чином: до 2% – незначні структурні зрушення, від 2% до 10% – суттєві структурні зрушення, від 10% і більше – великі структурні зрушення [37].

Отже відповідно до табл. Ж.1, у 2009 р., 2012 р., 2013 р., 2015 р., 2019 р. та 2022 р. коефіцієнт структурних зрушень більше 2%, що свідчить про наявність суттєвих структурних зрушень у ці роки в порівнянні із попередніми. Щодо інших років, то значення даного коефіцієнта становить менше 2%, а отже зміни у валютній структурі державного та гарантованого боргу є незначними.

Загалом дослідники сходяться щодо основних причин зростання обсягу державного боргу, та відповідного погіршення боргової безпеки. Однією із основних називають потребу в фінансуванні бюджетного дефіциту. Причому внаслідок збігу ряду зовнішніх та внутрішніх факторів у 2014-2015 рр. відбулось загострення проблем підтримання боргової безпеки та має місце посилення розкручення «боргової спіралі» [21, с. 90]. Дане явище було виявлено Чубою Н. В. [1, с. 8], і полягає у тому, що наявність дефіциту призводить до необхідності запозичення коштів на його покриття, що збільшує державний борг, а відповідно і платежі за ним, вартість його обслуговування, що в подальшому може призводити до збільшення дефіциту.

Потреба в дефіцитному фінансуванні визначається як одна із головних причин зростання державної заборгованості, та вона далеко не єдина. До чинників, що негативно впливають на обсяг державного боргу відносять: девальвацію національної валюти; неузгодженість між собою стратегічних орієнтирів проведення грошово-кредитної, бюджетної та боргової політики; зменшення через інфляційні процеси та безробіття внутрішнього споживчого попиту; невідповідність між графіком погашення та обслуговування боргу і грошовими потоками, які утворюють бюджетні доходи та видатки; високу плату за позикові кошти на міжнародному ринку через низький кредитний рейтинг, на внутрішньому - високу вартість кредитів [40; 41].

Загрозливою тенденцією для боргової безпеки є також переважання іноземної валюти в структурі боргу, через значну чутливість такого боргу до коливань обмінного курсу. Розглянуті показники динаміки боргу показали значне зростання обсягу заборгованості в гривні в моменти зниження стійкості національної валюти, натомість в доларовому еквіваленті коливання є не такими різкими.

Також, погоджусь із висновком зробленим Колядою Т. А., Бенч Л. Я., Рибіною Н. Д. [37] під час аналізу державної заборгованості України, щодо наявності певної циклічності настання криз. Цикл становить 6 років, в якому 2-3 роки економіка оговтується від кризи, наступні 2-3 роки відбувається експансія, та відповідно покращення стану боргової безпеки, і в подальшому настає наступний спад в зв'язку з черговим економічним потрясінням.

Як було сказано вище, постійне зростання консолідованого державного боргу призводить до збільшення вартості виплат за ним. В свою чергу, це зумовлює збільшення навантаження на державний бюджет, погіршує стійкість державних фінансів та негативно впливає на боргову безпеку. Розпочнемо аналіз платежів за державним боргом з огляду їх загальної динаміки протягом 2009-2022 рр. в розрізі витрат на погашення та обслуговування, а також із врахуванням різновиду заборгованості (рис. 2.5).

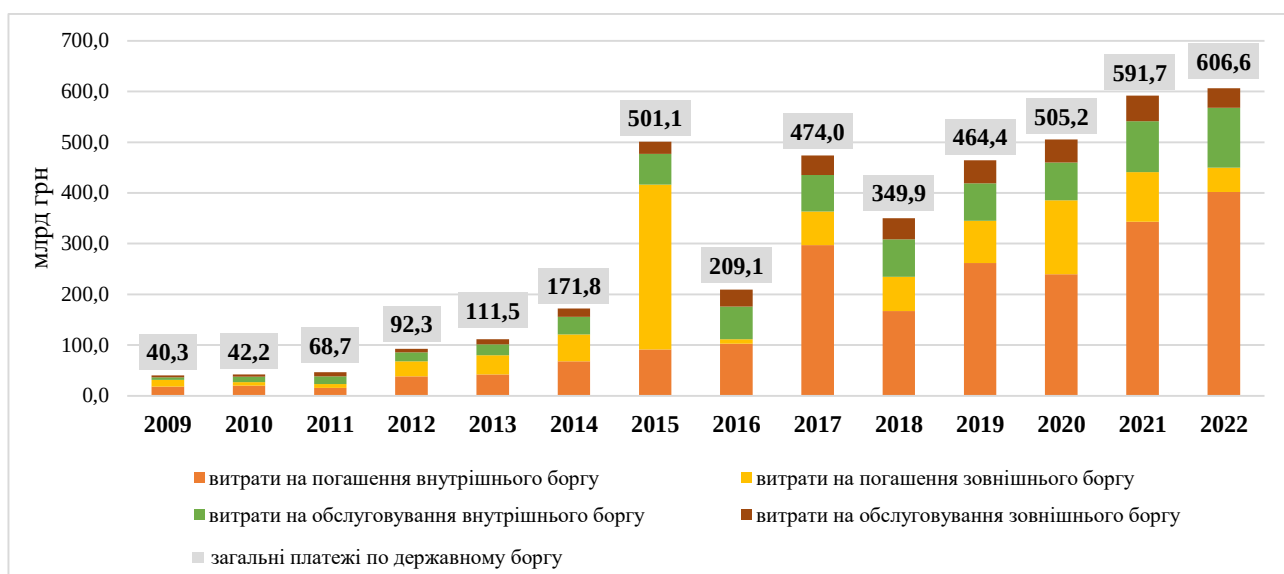


Рисунок 2.5 – Динаміка платежів за борг за 2009-2022 рр., млрд грн

Джерело: розроблено автором на основі [40; 42; 43; 44; 45; 46; 47; 48]

Сукупні витрати на погашення та обслуговування боргу у 2022 р. проти 2009 р. зросли на 566,2 млрд грн, або у 15,04 рази. Протягом досліджуваного періоду у складі платежів переважають видатки на покриття внутрішнього боргу, за виключенням 2015 р. коли частка платежів за зовнішнім боргом склала 69,8% від загального обсягу витрат на борг. На 2023 р. передбачено витрати 741,28 млрд грн на виплати за державним боргом, з яких 78,2% піде на покриття внутрішньої заборгованості, а 21,8% - зовнішньої. Платежі з погашення державного боргу затверджено в сумі 414,99 млрд грн, а на обслуговування боргу передбачено 326,28 млрд грн [36].

Із даних поданих на рис. 2.5, бачимо, що упродовж 2009-2014 рр. боргові виплати зростали плавно, та у 2015 р. досягли піку у розмірі 501,1 млрд грн в основному за рахунок підвищення витрат на погашення зовнішнього боргу (349,8 млрд грн). Далі відбулось зниження в 2,4 рази, та подальше зростання у 2017 р. (вже за рахунок витрат на погашення внутрішнього боргу), і знов спад у 2018 р. Із 2019 р. відмічається поступове зростання консолідованої суми платежів, та у 2022 р. їх сума досягла рекордного (за досліджуваний період) значення у 606,6 млрд грн.

За умовами проведеної у 2015 р. реструктуризації облігацій зовнішньої позики, необхідно буде повернути 80% номінальної суми боргу у період з 2019 р. до 2027 р., при цьому сплачуючи 7,75% річної дохідності замість 7,22%. Також, було списано близько 20% обсягу державного боргу (3,6 млрд дол. США), який підлягав сплаті у 2015-2023 рр. Замість цього уряд зобов'язувався виплачувати ВВП-варанти протягом 20 років на наступних умовах: якщо темп зростання реального ВВП більше 3 або 4%, то відповідно буде сплачуватись 15 чи 40% номінального приросту ВВП. Останнє положення вступить в дію за умови досягнення річним ВВП України відмітки у 125 млрд дол. США. Під час подальшої оцінки боргового навантаження необхідно враховувати, що вартість ВВП-варантів не обліковується в обсязі державного боргу, внаслідок чого звітні показники державної заборгованості є заниженими [49; 50].

Дана операція дозволила зменшити борговий тягар на бюджет у короткостроковій перспективі, та не сприяла розв'язанню боргових проблем в довгостроковій. Як вказує Богдан Т. П. [49], реструктуризація знизила навантаження на бюджети 2015-2018 рр. та підтримала платіжний баланс. Проте через вилучення значної частки приросту номінального ВВП на користь іноземних кредиторів існують ризики для довгострокового потенціалу зростання економіки, а також може виникнути потреба в додаткових заходах фіскальної консолідації.

У жовтні 2017 р. було проведено репрофайлінг, суть якого полягає у конвертації ОВДП у власності НБУ номіналом 219,6 млрд грн, на нові довгострокові облігації з різними ставками: близько 145,2 млрд грн мали плаваючу ставку із прив'язкою до рівня інфляції, а приблизно 74,4 млрд грн мали фіксовану ставку. Також, дані облігації було диверсифіковано за строками погашення [51]. Це дозволило зменшити відсотковий ризик, розподілити ризики рефінансування, та підвищити передбачуваність боргової політики.

На підставі відображених у табл. 2.1 показників частки витрат на погашення та обслуговування боргу у видатках Державного бюджету протягом 2009-2022 рр. коливаються, і досягнули пікових значень у 2015 р.: частка платежів на погашення

склала 72,2%, частка витрат на обслуговування – 14,6%. Подальша тенденція була переважно спадною і станом на 2022 р. частка витрат на погашення боргу становить 16,6% від видатків бюджету, а частка відсоткових виплат – 5,8%. У 2023 р. допускається, що частка витрат на обслуговування боргу в складі видатків Державного бюджету підвищиться на 8,4 в. п. [36], та все ж не перевищить прийнятого у світовій практиці граничного значення у 15% [19, с. 107].

Таблиця 2.1 – Відносні показники для оцінки платежів за українським державним боргом за 2009-2022 рр., %

Роки	Частка платежів на погашення боргу у видатках бюджету	Частка відсоткових виплат за боргом у видатках бюджету	Відношення платежів на погашення боргу до ВВП	Відношення відсоткових виплат за боргом до ВВП
2009	17,1	4,9	3,4	1,0
2010	11,7	6,8	2,5	1,4
2011	18,7	9,5	3,5	1,8
2012	17,2	6,1	4,8	1,7
2013	19,8	7,9	5,5	2,2
2014	28,1	11,9	7,7	3,3
2015	72,2	14,6	21,0	4,3
2016	16,3	14,3	4,7	4,1
2017	43,3	13,2	12,2	3,7
2018	23,8	11,7	6,6	3,2
2019	32,2	11,1	8,7	3,0
2020	29,9	9,3	9,2	2,9
2021	29,6	10,1	8,1	2,8
2022	16,6	5,8	8,7	3,0

Джерело: розроблено автором на основі [40; 42; 43; 44; 45; 46; 47; 48; 52; 53]

Значення показника відношення платежів на погашення державного боргу до ВВП за досліджуваний період не перевищувало 10%, за винятком 2015 р. (21,0%), та 2017 р. (12,2%). У 2022 р. дане зросло на 5,3 в. п. в порівнянні з 2009 р. і становило 8,7%. Відношення відсоткових виплат за державним боргом до ВВП протягом досліджуваного періоду коливалось від 1,0% до 4,3% (пік відбувся у 2015 р.). Станом на 2022 р. він становить 3,0%, що на 2,0 в. п. більше ніж у 2009 р.

Високий рівень витрат на обслуговування боргу призводить до непродуктивного використання державних коштів, спричиняє обмеження

державних інвестицій, і виступає фактором уповільнення економічного зростання, за рахунок, раніше згаданого, ефекту «сніжної кулі» - уряд запозичує задля рефінансування попередніх боргів.

За даними представленими Міністерство фінансів України на 01.01.2023 р., найбільшу суму на обслуговування та погашення державного боргу, в загальному обсязі 658,4 млрд грн, Україні доведеться виплатити у 2023 р. (табл. 2.2).

Та в подальшому було проведено коригування платежів згідно Меморандуму про взаєморозуміння щодо призупинення виплат за державним та гарантованим державою боргом з групою офіційних кредиторів України з країн G7 та Паризького клубу від 14.09.2022 р. Наша держава призупиняє виплату приблизно 3,1 млрд дол. США, та зможе перенаправити ці кошти на соціальну сферу, забезпечення охорони здоров'я чи підтримку економіки [54].

Таблиця 2.2 – Прогнозні платежі за державною заборгованістю України у 2023–2033 рр. за діючими угодами станом на січень та травень 2023 р., млрд грн

Показник	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Станом на 01.01.2023											
Внутрішній борг	536,1	282,7	201,8	156,7	192,8	146,1	136,9	147,3	165,1	147,3	154,1
Зовнішній борг	122,4	367,2	306,4	310,7	232,1	237,6	214,0	182,6	203,3	188,4	157,2
Загальний обсяг боргу	658,4	649,9	508,2	467,4	424,8	383,7	350,9	329,9	368,4	335,7	311,3
Станом на 01.05.2023											
Внутрішній борг	591,4	362,1	295,3	149,9	172,8	120,5	105,7	107,7	125,5	107,8	114,6
Зовнішній борг	129,9	418,5	313,0	340,4	312,8	299,7	273,9	239,6	248,3	230,3	188,1
Загальний обсяг боргу	721,4	780,6	608,4	490,3	485,6	420,2	379,7	347,4	373,8	338,1	302,7

Джерело: розроблено автором на основі [55; 56]

За скоригованим прогнозом, станом на 01.05.2023 р., пік платежів припадає вже на 2024 р. і дорівнюватиме 780,6 млрд грн, що на 130,7 млрд грн більше ніж за прогнозом на 01.01.2023 р. Проте так само як і за попереднім прогнозом, більше 50% становитимуть виплати за зовнішньою заборгованістю. В подальшому

відбуватиметься поступове скорочення загального обсягу платежів, і у 2033 р. припускається їх скорочення приблизно в 2,6 рази в порівнянні з рівнем 2023 р.

Зверну увагу на значне переважання платежів по внутрішньому боргу у 2023 р., як у старішому прогнозі, так і в новому. Згідно прогнозу станом на 01.05.2023 р., їх частка складає 82%. Це можна пояснити необхідністю погашення більшої частини емітованих військових облігацій внутрішньої позики. З 24.02.2022 р. і до 30.04.2023 р. уряду вдалось залучити від розміщення даних ОВДП 288,37 млрд грн, 2,97 млрд дол. США та 1,06 млрд євро. Більш докладну інформацію щодо військових ОВДП (дати розміщення, строки погашення і т. п.) в обігу станом на травень 2023 р. подано в табл. И.1 [57].

Та необхідно враховувати, що планові показники щодо державних запозичень, включно обсяг боргу та витрат за ним, можуть зазнавати змін через: відтермінування запланованого моменту отримання пільгового фінансування; поганої кон'юнктури фінансових ринків; перерахунки внаслідок зміни обмінного курсу гривні; капіталізацію державних банків, компаній та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб [58].

Отож, значний обсяг платежів за державним боргом підвищує ризик рефінансування заборгованості, створює додатковий тиск на Державний бюджет і ВВП, та відповідно зменшує розмір можливого фінансування соціально-економічної сфери.

2.2 Оцінка боргової безпеки України

У п.п. 1.3 говорилося про плюралізм у визначенні категорії «боргова безпека», із чого випливає і широке різноманіття методик її оцінки. Їх усі об'єднує застосування різноманітних відносних та абсолютних показників, розраховані значення котрих порівнюються із граничними значеннями. Далі проводять

розрахунок інтегрального показника з врахуванням стимулюючого або дестимулюючого характеру впливу відібраних коефіцієнтів [59].

Розпочнемо оцінку боргової безпеки відповідно до Методичних рекомендацій 2013 р. [22]. Загальний перелік показників із ваговими коефіцієнтами та характеристичними значеннями для проведення нормування показників було подано у п.п. 1.3. (див. табл. 1.3).

Через значний об'єм таблиці розраховані значення даних показників подано у табл. К.1. При загальному огляді відмічається загальна тенденція до перевищення граничних значень або наближення до критичного рівня даними індикаторами протягом 2009-2022 рр. Особливо можна відмітити 2014-2015 рр. коли всі показники перевищили межі гранично допустимих значень.

Нормування розрахованих індикаторів проведено відповідно до їх характеристичних значень із застосуванням формул 2.1 та 2.2 в залежності від типу показника, а результати наведено у табл. К.2. Відмічу, що чим ближче дані значення до 1, тим вищим є рівень боргової безпеки.

Формула для нормування індикатора дестимулятора (тип В):

$$y_{ij} = \begin{cases} 1, & x_{ij} < x_{\text{опт}} \\ 0,8 + 0,2 \frac{(x_{\text{здв}} - x_{ij})}{(x_{\text{здв}} - x_{\text{опт}})}, & x_{\text{опт}} \leq x_{ij} < x_{\text{здв}} \\ 0,6 + 0,2 \frac{(x_{\text{нездв}} - x_{ij})}{(x_{\text{нездв}} - x_{\text{здв}})}, & x_{\text{здв}} \leq x_{ij} < x_{\text{нездв}} \\ 0,4 + 0,2 \frac{(x_{\text{небезп}} - x_{ij})}{(x_{\text{небезп}} - x_{\text{нездв}})}, & x_{\text{нездв}} \leq x_{ij} < x_{\text{небезп}} \\ 0,2 + 0,2 \frac{(x_{\text{крит}} - x_{ij})}{(x_{\text{крит}} - x_{\text{небезп}})}, & x_{\text{небезп}} \leq x_{ij} < x_{\text{крит}} \\ 0,2 \frac{x_{\text{крит}}}{x_{ij}}, & x_{ij} \geq x_{\text{крит}} \end{cases} \quad 2.1$$

де x_{ij} - значення i -го індикатора в період j ;

y_{ij} - нормоване значення індикатора x_{ij} ;

p_i - константа згладжування, для кожного індикатора визначається окремо експертним шляхом.

Формула для нормування індикатора стимулятора (тип С):

$$y_{ij} = \begin{cases} 0,2 \exp\left(\frac{x_{ij} - x_{\text{крит}}}{n_i}\right), & x_{ij} < 0 \wedge x_{ij} < x_{\text{крит}} \\ 0,2 \frac{x_{ij}}{x_{\text{крит}}}, & 0 < x_{ij} < x_{\text{крит}} \\ 0,2 + 0,2 \frac{(x_{ij} - x_{\text{крит}})}{(x_{\text{небезп}} - x_{\text{крит}})}, & x_{\text{крит}} \leq x_{ij} < x_{\text{небезп}} \\ 0,4 + 0,2 \frac{(x_{ij} - x_{\text{небезп}})}{(x_{\text{нездв}} - x_{\text{небезп}})}, & x_{\text{небезп}} \leq x_{ij} < x_{\text{нездв}} \\ 0,6 + 0,2 \frac{(x_{ij} - x_{\text{нездв}})}{(x_{\text{здв}} - x_{\text{нездв}})}, & x_{\text{нездв}} \leq x_{ij} < x_{\text{здв}} \\ 0,8 + 0,2 \frac{(x_{ij} - x_{\text{здв}})}{(x_{\text{опт}} - x_{\text{здв}})}, & x_{\text{здв}} \leq x_{ij} < x_{\text{опт}} \\ 1, & x_{\text{опт}} \leq x_{ij} \end{cases} \quad 2.2$$

де x_{ij} - значення i -го індикатора в період j ;

y_{ij} - нормоване значення індикатора x_{ij} ;

n_i - константа згладжування, для кожного індикатора визначається окремо експертним шляхом.

В свою чергу для обрахунку інтегрального показника боргової безпеки застосовується формула:

$$I_m = \sum_{i=1}^n d_i y_i \quad 2.3$$

де I_m - інтегральний показник боргової безпеки;

d_i - ваговий коефіцієнт, що визначає ступінь внеску i -го показника в інтегральний індекс складової економічної безпеки;

y_i - нормалізована оцінка i -го індикатора.

Результат розрахунку даного показника відображено на рис. 2.6. Можна відмітити значну волатильність інтегрального показника боргової безпеки. Найбільшого значення він досяг у 2010 р. (0,381 пунктів), проте надалі відбувається його поступове падіння й у 2014-2015 рр. він досягає свого мінімуму. Надалі значення показника коливалося та загальна тенденція була переважно зростаючою.

Так, незважаючи на наслідки пандемії коронавірусу в 2021 р. показник піднявся до 27,7%, що можна пояснити підвищенням золотовалютних резервів та ВВП.

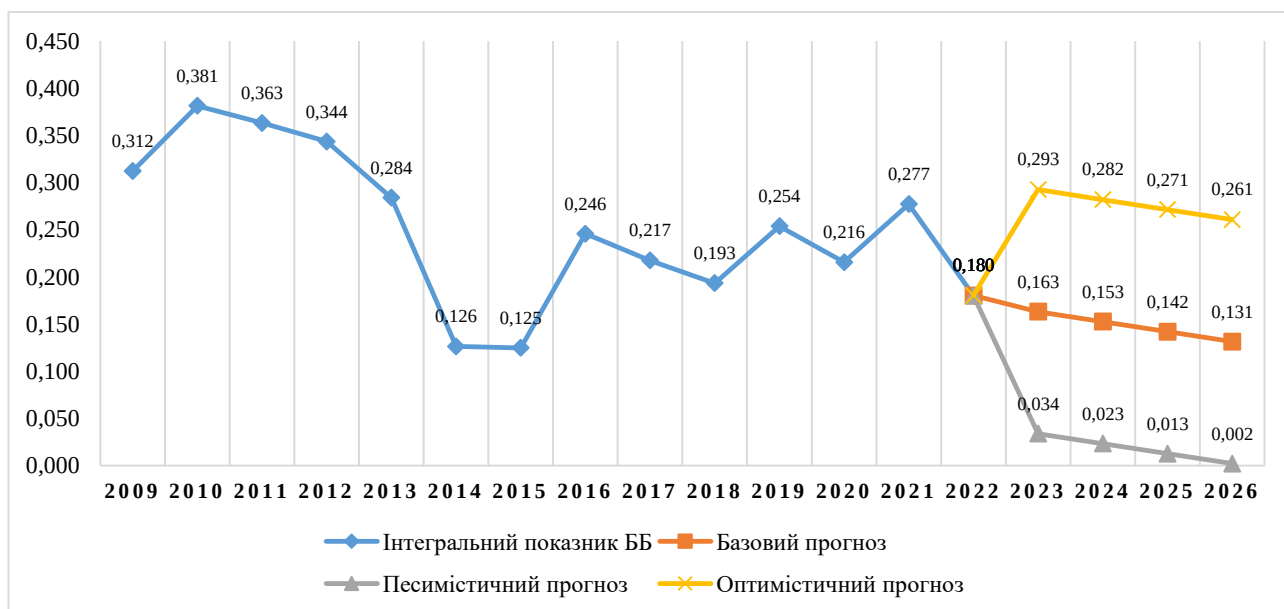


Рисунок 2.6 – Інтегральний показник боргової безпеки за 2009-2026 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 52; 60; 61; 62; 63; 64]

Проте значення інтегрального показника боргової безпеки протягом досліджуваного періоду знаходиться на небезпечному рівні, і згідно із прогнозом здійсненим за допомогою функції MS Excel «Лист прогнозу», значного покращення в наступні роки не відбудеться.

Водночас розраховані для даних прогнозів за допомогою ресурсів MS Excel коефіцієнти детермінації мають низькі значення, що є свідченням неврахування даними моделями всіх факторів, що впливають на динаміку результативного показника. Зазначу, що в даному випадку єдиною та основною факторною ознакою вважається час [26, с. 165].

Коефіцієнт детермінації оптимістичного прогнозу становить тільки 7,41%, що свідчить про його низьке практичне значення. Натомість прийнятними можна вважати базисний та оптимістичний прогнози, так як їхні коефіцієнти детермінації перевищують 50% [26, с. 204]. При цьому, найбільш ймовірним являється песимістичний прогноз, так як його коефіцієнт детермінації є найвищим із

розрахованих (65,72%). Це можна пояснити значною макро- і мікроекономічною нестабільністю через повномасштабне вторгнення Росії та відповідні значне нарощування обсягу державного боргу, падіння темпів розвитку економіки, девальвацію гривні та інші негативні тенденції [59].

З метою проведення більш ґрунтовного аналізу боргової безпеки було додатково до індикаторів із Методичних рекомендацій 2013 р. розраховано і інші показники на підставі додаткових до вже використаних даних [65; 66; 67; 68; 69]. Проте через значну кількість показників і широкий період обрахунку їх розраховані значення подано в табл. К.3.

Відповідно до табл. К.1 та К.3 можна зробити висновок про наявність проблем із підтриманням належного рівня боргової безпеки, так як більшість із розрахованих індикаторів перевищує критичні значення, особливе загострення відбулось після системної кризи 2014-2015 рр. До причин стрімкого нарощення боргового навантаження у 2014 р. відносять потребу: 1) фінансування бюджетного дефіциту; 2) погашення згідно встановленого строку державного боргу; 3) фінансування інших потреб публічних фінансів, зокрема капіталізації державних банків, НАК «Нафтогаз України» [50]. На сьогодні основним боргоутворювальним фактором є повномасштабна війна, та варто також брати до уваги присутні у боровій сфері до розгортання бойових дій тенденції.

Протягом досліджуваного періоду стан боргової безпеки вдавалось покращити, та все ж її стан залишається незадовільним. Високий рівень валового зовнішнього боргу у ВВП вказує на довгострокові проблеми із платоспроможністю. В свою чергу, порушення співвідношення зовнішнього боргу до експорту ставить під сумнів можливості держави погасити заборгованість за допомогою валютних надходжень. Тенденція до нарощування суми зовнішньої заборгованості на одну людину свідчить як про від'ємний приріст населення, так і про зниження фінансової стійкості [15].

Недостатність міжнародних резервів для покриття короткострокового боргу (показник А. Гріспена) сигналізує про ризик порушення графіків виплат за

зовнішньою заборгованістю урядом або резидентами, за умови настання несприятливих змін на міжнародному ринку капіталів. Перевищення середньозваженого терміну погашення державного боргу понад 2,3 роки вказує на наявність значних ризиків рефінансування, і зазвичай вказує на низький рівень довіри суб'єктів ринку до емітованих державою цінних паперів. Про високий ризик рефінансування, а також про потребу у залученні позикових коштів для покриття дефіциту бюджету та здійснення планових платежів за боргом, говорить і підвищення співвідношення суми планового дефіциту й погашення боргу до ВВП: станом на 2022 р. даний показник досяг свого максимуму у 37,5% [14; 70].

Характерною тенденцією є високе боргове навантаження на Державний бюджет, яке підтверджується перевищенням частки державного боргу понад 200% від його доходів, та частки платежів по боргу – 25%. Також, на підставі співвідношення платежів за ним до ВВП та до експорту відмічається збільшення вартості державних запозичень.

Окремо варто поговорити про співвідношення державного боргу до ВВП. Відповідно до сказаного у п.п. 1.3, даний показник можна вважати певним «наріжним каменем» для оцінки боргового навантаження на економіку. Згідно Методичних рекомендації 2013 р. він має другий за величиною ваговий коефіцієнт, що додатково підтверджує його значущість.

Як слідує з таблиці К.1 (та рис. 2.7), за аналізований період в Україні тенденція до зростання понад нормативної частки обсягу державного боргу у ВВП розпочалась з 2014 р., що є негативним для економіки країни, хоч ще до 2014 р. даний показник знаходився в межах норми.

Як видно з рис. 2.7, вже в 2014 р. даний показник перевищує нормативний на 10,2 в. п., а свого піку даний показник досяг у 2016 р. (81,0%). Тобто, можна сказати, що у 2014-2017 рр. майже весь генерований ВВП України йшов на покриття державного боргу. Далі відмічається поступовий спад даного показника, відбулось підвищення до 60,8% у 2020 р. (у зв'язку із коронакризою), та у 2021 р. даний показник був у нормі (48,9%). Станом на 2022 р. відношення борг/ВВП

перевищило граничне значення на 18,5 в. п., що пояснюється підвищенням заборгованості в 1,5 рази та зниженням ВВП на 268,55 млрд грн.

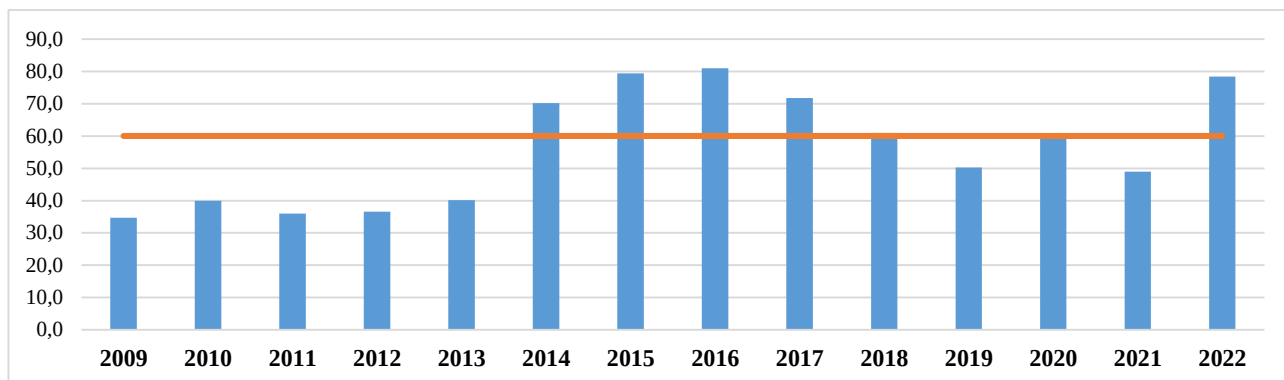


Рисунок 2.7 - Динаміка частки державного боргу у ВВП, %.

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 52]

Та відзначу, що дані значення є заниженими, так як в суму державного та гарантованого боргу не входить оціночна вартість ВВП-варантів, чи інструментів компенсації вартості, які були застосовані під час реструктуризації зовнішньої заборгованості комерційним кредиторам [49].

Доповнюючи тему виміру боргового навантаження за допомогою співвідношення борг / ВВП, варто відзначити, що в своїх дослідженнях багато науковців, а також експертів міжнародних фінансових організацій доходили висновку, що встановлений на сьогодні в Україні Бюджетним кодексом граничний рівень даного показника в 60% є завищеним. Згідно із дослідженнями експертів МВФ критичний рівень боргового навантаження має складати не більше 35-40%, а вітчизняним дослідниками – 30-40% [19, с. 103].

З метою визначення економічно критичного рівня боргового навантаження може застосовуватись боргова крива Лаффера, результати побудови котрої для нашої держави на підставі даних за 2009-2022 рр. відображено на рис. 2.8.

Економічна інтерпретація даної моделі у полягає у тому, що надлишок боргового (так само як податкового) навантаження призводить до гальмування темпів розвитку економіки. При чому початок сповільнення економічного

зростання відповідає критичному значенню боргового навантаження для заданого економічного середовища. Зауважу, що на рис. 2.8 наведено модель в координатах «ВВП – боргове навантаження», замість координат «економічне зростання – боргове навантаження». Це пояснюється більшою доступністю даних про динаміку ВВП, який виступає основним показником економічного розвитку країни, та відповідну практичну зручність. В даному випадку, критичний рівень боргового навантаження відповідає максимальному показнику ВВП, а не нульовому економічному зростанню [50].

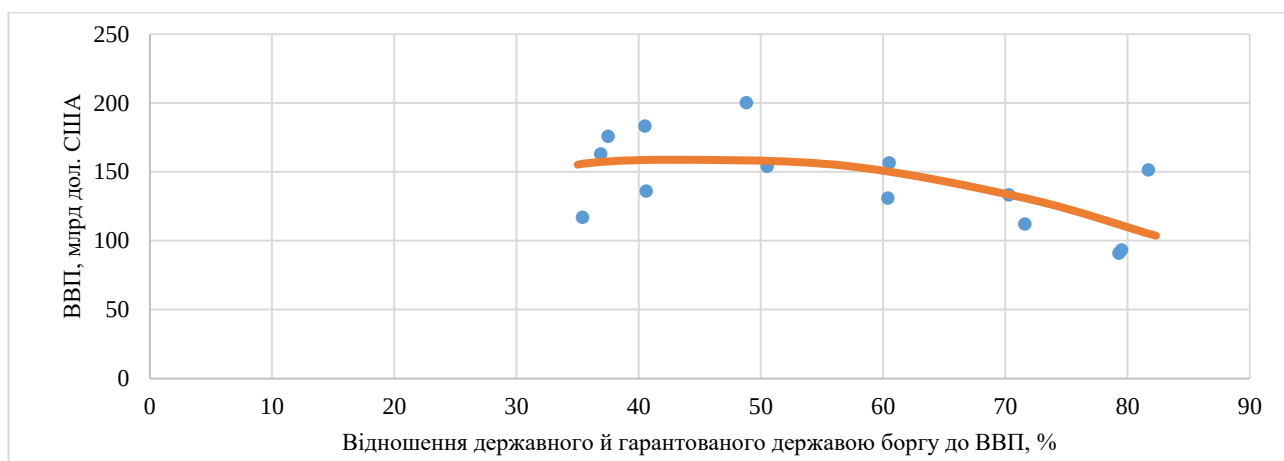


Рисунок 2.8 - Боргова крива Лаффера для України за 2009-2022 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [71; 72]

Показану на рис. 2.9 модель було приведено до необхідного вигляду, а криву було апроксимовано квадратичним рівнянням: $y = ax^2 + bx + c$, у вигляді:

$$y = -0,042x^2 + 3,839x - 72,656 \quad 2.4$$

Відповідно максимум кривої відповідає значенню $-\frac{b}{2a}$, тож в даному випадку $x_{\max} = 45,4$ % ВВП. Відповідно, можна констатувати наявність постійного критичного боргового навантаження в Україні особливо з 2014 р. (обсяг боргу перевищував відмітку в 45% ВВП). Станом на 2022 р. показник борг/ВВП перевищено майже в два рази. Також, отриманий показник близький до оцінок

інших дослідників, та підтверджує потребу в коригуванні встановленого українським законодавством граничного рівня боргового навантаження.

Відзначу, що розрахований для України критичний рівень боргу майже такий же як й критичний обсяг заборгованості для групи європейських країн, що розвиваються і який становить 45,0% ВВП (рис. 2.9). До даної групи країн Міжнародний валютний фонд включає: Албанію, Білорусь, Боснію і Герцеговину, Болгарію, Угорщину, Молдову, Чорногорію, Північну Македонію. Польщу, Румунію, Росію, Сербію, Туреччину, Україну [73].

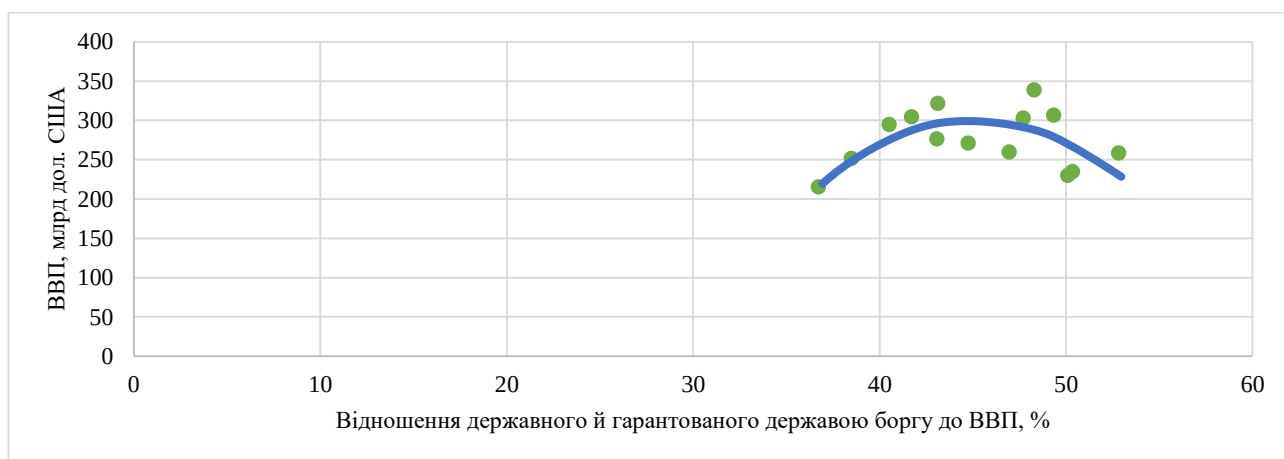


Рисунок 2.9 - Боргова крива Лаффера для групи європейських країн, що розвиваються за 2009-2022 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [71; 72]

РОЗДІЛ 3

ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ

3.1 Проблеми боргової політики в Україні

На основі проведеного у розділі 2 аналізу можна відмітити тенденцію до постійного зростання обсягу державного боргу в абсолютному вимірі, та схильності до перевищення ним критичного рівня у відносному вимірі. При цьому вже згадувались основні причини зростання боргового навантаження.

Для нашої держави є характерною наявність деструктивного впливу інституційних пасток на економіку, пов'язаних із ухиленням від податків, корупцією, імітацією ринкових реформ. Цей вплив проявляється в невиконанні інституціями своєї основної функції щодо зменшення трансакційних витрат. Наслідками такої тенденції для транзитивної економіки являється розширення тіньового сектору економіки, погіршення інвестиційного клімату, зменшення рівня добробуту населення та конкурентоспроможності суб'єктів господарювання [74]. До проявів впливу інституційних пасток на національну економіку також можна віднести проблематичність наповнення бюджету, та відповідно поглиблення його дефіцитності [13]. В свою чергу, це примушує уряд нарощувати обсяг державного боргу, який в подальшому стає основним джерелом покриття дефіциту бюджету (див. п.п. 2.1).

Доцільність врахування взаємозв'язку між даними факторами для розробки та покращення боргової політики в Україні підтверджується низьким рівнем індексу сприйняття корупції (Corruption Perception Index, CPI) протягом 2009-2022 рр. (рис. 3.1). Проте варто відмітити позитивну динаміку даного показника: за досліджуваний період значення індексу зросло на 11 балів. Станом на 2022 р.

Україна отримала 33 бали із 100 можливих та посіла 116 місце із 180 країн, що підлягали оцінці.

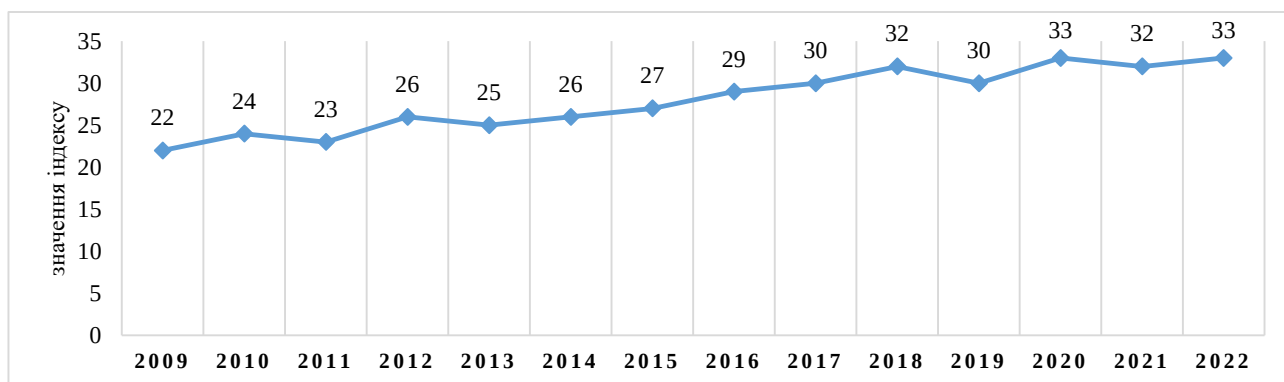


Рисунок 3.1 - Динаміка індексу сприйняття корупції в Україні

Джерело: розроблено автором на основі [74; 75]

Корупція, як одна із головних інституційних пасток, та відповідна тінізація економіки призводять до безпосереднього зниження міжнародного іміджу України. В контексті державних запозичень це загрожує зниженням кредитного рейтингу, яке в свою чергу призведе до обмеження доступу до зовнішніх джерел фінансування, погіршення умов кредитування, може прискорювати вплив іноземного капіталу.

Кредитні рейтинги є незалежною суб'єктивною якісною оцінкою ступені кредитного ризику (ризiku невиконання боргових зобов'язань), яку інвестори використовують під час прийняття рішення про здійснення інвестицій. Наявність у країни вищого кредитного рейтингу покращує її шанси на отримання позик на більш вигідних умовах: за нижчими процентними ставками та на довший термін. Присвоєння кредитного рейтингу здійснюють рейтингові агентства найбільш визнаними серед яких є Standard and Poor's Corporation (S&P) і Moody's Investors Service, Inc. (Moody's) [9, с. 56, 59]. Динаміка виставлених даними агентствами кредитних рейтингів представлена на сайті Міністерства фінансів України [76] для довго- та короткострокових зобов'язань емітованих в іноземній та національній валютах за період із 2009-2023 рр. подано у табл. Л.1.

Як видно із табл. Л.1 протягом досліджуваного періоду кредитні рейтинги надані обома агентствами коливались, та відповідно до їх оцінок здатність нашої держави до виконання зобов'язань переважно вважалась достатньою, хоч і має місце висока чутливість до економічних умов. Проте, відповідно до звітів даних організацій у 2022-2023 рр., через повномасштабне вторгнення рейтинг українських зобов'язань знизився і було залишено негативний прогноз. Вони сходяться на тому, що на даний момент Україна знаходиться в небезпечному становищі, а можливість виплати за зобов'язаннями повністю залежить від несприятливих фінансових, економічних та ділових умов, при цьому вони все ж виконуються [9, с. 60].

Тож, характерна для державних фінансів України дефіцитність виступає основним фактором нагромадження державного боргу. За умови перманентності дефіциту бюджету обсяг державного боргу буде невпинно зростати, як і витрати на його погашення та обслуговування, натомість знизяться можливості застосування урядом стабілізаційної політики. Також, при незмінному чи від'ємному прирості рівня ВВП та покритті дефіциту бюджету за допомогою позик, може настати момент коли фіскальних надходжень не вистачить для виконання боргових зобов'язань.

В такому разі для стабілізації державного боргу, уряду доведеться створити первинний профіцит за рахунок нарощення фіскального тиску та/або скорочення видатків на покупку товарів і послуг, обсягів трансфертів приватному сектору. Та такі дії можуть звести нанівець позитивні короткострокові ефекти від боргового фінансування [17].

Іншим шляхом зменшення боргового тиску являється скорочення частки державного боргу у ВВП за рахунок забезпечення вищого темпу економічного зростання в порівнянні із ставками за запозиченнями. Та такий варіант є мало ймовірним, так як зазвичай ставки за запозиченнями вищі за темпи зростання ВВП в країні [17]. До того ж, високі ставки за запозиченням іноземних позикових ресурсів, велика і мінлива база іноземних інвесторів, а також залежність

фіскальних доходів від цін на товари в сукупності приводять до зниження рівня прийняттого рівня державного боргу, та відповідно боргової безпеки [25, с. 142-143].

Крім того, в п.п. 2.1 вже згадувалось, що активне використання урядом зовнішніх джерел запозичення деформує структуру державного боргу, внаслідок чого зростають валютні ризики, збільшується чутливість фінансового стану позичальника до зовнішніх шоків, та відповідно ставиться під питання його можливості до покриття власних зобов'язань.

На підставі вищесказаного можна дійти висновку, що наявні в Україні інституційні пастки, та їх негативний вплив, що проявляється у розширенні «тіньового» сектору економіки, зростанні дефіциту бюджету, зниженні міжнародного іміджу можуть призводити до погіршення структури державного боргу та необґрунтованого збільшення його обсягів, внаслідок чого буде знижуватись рівень боргової безпеки. Тож, для забезпечення високого рівня боргової безпеки, гостро необхідна виважена боргова політика, яка буде пріоритезувати утримання прийняттого для національної економіки рівня державного боргу.

Проте відзначу, що хоч обсяг, структуру і динаміку державного боргу можна вважати основними факторами впливу на рівень боргової безпеки, проте є й інші фактори. Вже йшла мова про взаємозв'язок державного боргу, та рівня боргової безпеки відповідно, із темпом приросту ВВП і офіційним валютним курсом. Та на боргову безпеку в країні також мають вплив: якість нормативно-правової бази, яка регламентує формування державного боргу та його подальше використання; наявні та потенційні боргові інструменти, фактичні пропорції між ними та можливості їх диверсифікації; система управління державним боргом [77].

3.2 Напрями вдосконалення боргової політики в контексті забезпечення боргової безпеки України

З метою управління державним боргом та борговою безпекою можуть застосовуватись традиційні методи такі, як: рефінансування, новація, уніфікація, конверсія, консолідація, відстрочка погашення позик, анулювання, реструктуризація, дострокове погашення [19, с. 55; 21, с. 59]. Проте з метою контролю та управління рівнем державної заборгованості в країні також можуть застосовуватись і різні типи правил, про котрі вже йшла мова в п.п. 1.3.

Зокрема значного поширення набувають фіскальні правила як інструменти підвищення боргової та бюджетної дисципліни. Тож, в даному підпункті більш докладно оглянемо застосовані в світі види фіскальних правил, в тому числі, так звані правила «другого покоління», з метою імплементації міжнародного досвіду щодо їх застосування в Україні. Загалом, правила «другого покоління» є частиною антикризових заходів у багатьох країнах, та відзначаються своєю гнучкістю і контрциклічністю [21, с. 172-173].

Моментом початку застосування фіскальних правил саме як інституціональних механізмів покращення бюджетної дисципліни можна вважати 1970-ті рр. Тоді, через падіння Бреттон-Вудської валютної системи та нафтову кризу, гостро постала необхідність в урегулюванні незбалансованості державних бюджетів та швидких темпів нарощування державної заборгованості країн світу [21, с. 173].

Фахівці МВФ вважають фіскальним правилом накладення довгострокового (понад три роки) обмеження фіскальної політики через граничні значення бюджетних агрегатів [78, с. 6]. Вони багато важать в діяльності з управління борговою безпекою, так як метою їх застосування є утримання прийняттого для темпів економічного зростання певної держави рівня державної заборгованості та боргової безпеки. [21, с. 175].

Загалом, на фінансові правила, зокрема «другого покоління», може бути покладено виконання як рестриктивної функції під час економічного буму, так і експансивної – на стадії економічного пригнічення через розширення фінансового простору та потенціалу [21, с. 186].

Дослідники в своїх наробках можуть виділяти різноманітні види фінансових правил, та опорною роботою щодо їх класифікації можна вважати роботу фахівців МВФ (А. Шехтер, Т. Кінда, Н. Будіна, А. Вебер) [78], які виділили такі основні види правил: боргові (Debt rule, DR), збалансування бюджету (Budget balance rule, BBR), у тому числі структурного та циклічного балансу (Structural budget balance rule, SBBR), обмеження витрат (Expenditure rule, ER), обмеження доходів (Revenue rule (RR)). Основні характеристики даних правил, в тому числі їх переваги, недоліки, а також вплив на боргову безпеку та проциклічність наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1 – Основні характеристики фінансових правил

Х-ка	Вид правила			
	DR	BBR, у т. ч. SBBR	ER	RR
Встановлює	Ліміт чи цільовий показник державного боргу у відсотках ВВП, дефіциту у відсотках до ВВП	Обмеження на бюджетний агрегат, який впливає на рівень державного боргу	Ліміти загальних, основних або поточних витрат	Обмеження щодо граничного чи мінімального обсягу доходів
Вплив на проциклічність	Значна проциклічність, так як фінансова консолідація може застосовуватись під час рецесії	Виражений антициклічний ефект, так як під час бюджетного планування виділяється циклічна компонента	Виражений антициклічний ефект, так як державні видатки мають прямий вплив на сукупний попит	Значна проциклічність, окрім випадків чіткого регламентування використання циклічних доходів
Вплив на боргову безпеку	Незначний вплив на макроекономічну стабілізацію та боргову безпеку	Значний вплив на макроекономічну стабілізацію та боргову безпеку, за рахунок взяття до уваги циклічних макроекономічних шоків	Значний вплив на макроекономічну стабілізацію та боргову безпеку, який коригується через «дискреційні клапани» (escape clause)	Незначний вплив на макроекономічну стабілізацію та боргову безпеку, окрім випадків визначеного використання сировинних доходів

Кінець таблиці 3.1

Переваги	Прямий зв'язок із стійкістю боргу	Фундамент для фінансової консолідації із тісною прив'язкою до стадій бізнес циклу	Тісний зв'язок із державним боргом, при сумісному застосуванні	
	Легко піддається контролю, моніторингу та аудиту ефективності	Враховує усі чинники, які мають вплив на динаміку ВВП та боргу з врахуванням циклічності	Легко піддається контролю, моніторингу та аудиту ефективності	
	Прості встановлення та реалізація, що підвищує передбачуваність бюджетної політики	Має чіткі операційні вказівки до коригувальних дій у сфері фінансової політики та управління борговою безпекою		
Недоліки	Правило-констатація, що не містить операційних вказівок	Складно піддається контролю, моніторингу та аудиту ефективності	Ставить обмеження для уряду та стимули для їх обходу	
	Може бути фундаментом для маніпуляцій із здійсненням операцій з умовними державними позиками	Необхідне якісне планування та прогнозування бюджетних агрегатів для визначення потенційних впливів циклічних шоків	В управлінні борговою безпекою ефективно тільки в комбінації з правилом обмеження доходів	В управлінні борговою безпекою ефективно тільки в комбінації з правилом обмеженням видатків
	На державний борг мають вплив події поза контролем уряду	На бюджетний баланс можуть вплинути події поза контролем уряду	Може призвести до небажаних змін у розподілі видатків	-

Джерело: розроблено автором на основі [21, с. 175, 178-180, 187; 78, с. 7-9]

Загалом, імплементація фінансових правил в систему управління борговою безпекою держави має ряд переваг, таких як: підвищення відповідальності уряду, постійності і своєчасності у прийнятті рішень щодо здійснення запозичень; посилення формалізованості реакцій на ті чи інші фінансові потрясіння; сприяння більшій прозорості та виваженості бюджетного процесу та фінансової політики. Проте, також є перелік обмежень щодо використання фінансових правил, які пов'язані із: короткостроковістю дії даних правил, внаслідок чого не вирішуються довгострокові проблеми експансивної боргової політики; складність моніторингу і дотримання комплексних обмежень; низька ефективність правил за умови низької якості інституцій управління державним боргом та борговою безпекою; невисока

маневреність при застосуванні в разі макроекономічних шоків та криз; звуження фіскального простору та можливостей проведення дискреційного управління державним боргом [21, с. 175, 180].

До того ж, аналіз переваг і недоліків застосування конкретних видів правил (див. табл. 3.1) нашоухує на думку про відсутність єдиного правила-панацеї, яке зможе вирішити всі проблеми у сфері управління борговою безпекою. Так, використання кількох видів правил та їх комбінацій дозволяє забезпечити більшу фіскальну дисципліну чи досягти кількох фіскальних цілей. Проте, наявність значної кількості правил може ускладнювати фіскальну структуру, їх трактування та моніторинг. Також, в певних випадках можуть виникнути політичні труднощі щодо скасування існуючих правил та запровадження нових [79, с. 6-7].

Відповідно до рис. 3.2, відмічається значна популярність боргових правил та операційних лімітів витратків та/або балансу бюджету. Так, станом на 2021 р. із 106 досліджуваних країн у 93 застосовують правила збалансування бюджету, та у 85 – боргові правила. Також, згідно інформації МВФ, станом на той же рік популярними є поєднання двох даних типів правил, так як його використовують 26 країн. Проте найбільш поширеним є використання боргових правил та збалансування бюджету разом із обмеженням витрат.

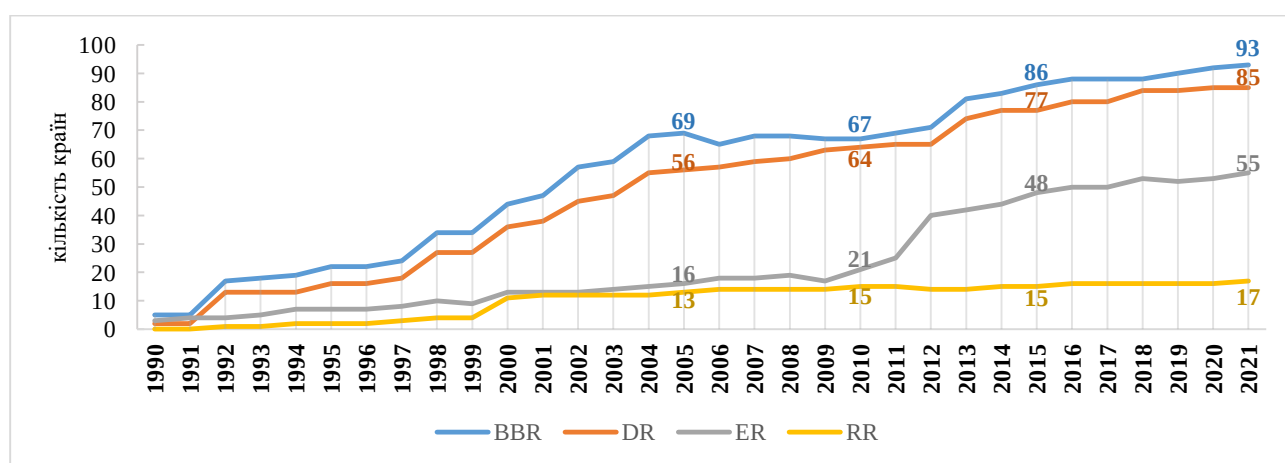


Рисунок 3.2 – Види фіскальних правил за 1990-2021 рр., кількість країн

Джерело: розроблено автором на основі [80]

Всі чотири правила застосовують тільки у Андоррі, Австралії, Франції, Нідерландах та В'єтнамі. При цьому ні в одній досліджуваній країні окремо від інших не застосовується ліміту доходів, і тільки в Ірані та Східному Тиморі його комбінують із борговим правилом [80]. Застосування правил щодо доходів окремо не має сенсу, так як найкращий ефект досягається за рахунок їх сумісного використання із лімітом видатків [21, с. 181].

Розподіл видів фіскальних правил згідно економічних груп, відображений на рис. 3.3, засвідчив значну поширеність структурних або циклічних таргетів при збалансуванні бюджету: понад 80% країн із кожної групи прийняли правила збалансованості бюджету (структурне та циклічне).

Значною є частка держав у групах, які використовують боргові правила, причому у країн з перехідною економікою та тих, що розвиваються вони більш поширені: 71,9% країн з розвинутою економікою застосовують їх, та 83,8% країн, що розвиваються. Здебільшого даний тип правила безпосередньо висуває вимоги щодо граничного рівня боргу у ВВП, проте можливе застосування концепції (середньострокового) якоря (Фінляндія, Велика Британія). Також, для країн з низьким рівнем доходу, через значну частку пільгового фінансування, можливе встановлення ліміту боргу у виразі чистої поточної вартості замість відношення до ВВП [79, с. 7].

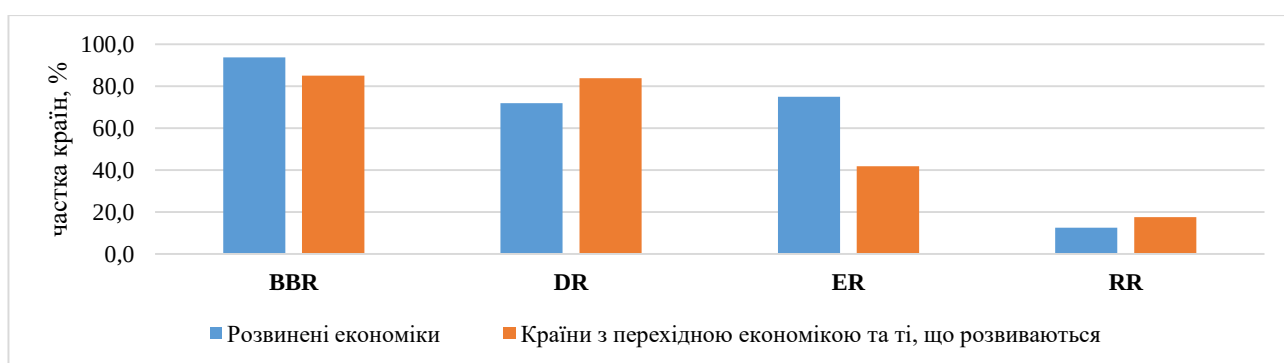


Рисунок 3.3 – Фіскальні правила в розрізі видів та економічних груп станом на 2021 р., частка країн у відсотках

Джерело: розроблено автором на основі [80]

Із рис. 3.3, можна також відзначити більшу поширеність комбінації правила збалансування бюджетів «крізь цикл» з борговим правилом та правилом витрат у розвинених країн, ніж у країнах, що розвиваються. До встановлення структурних або циклічних таргетів при збалансуванні бюджетів вдаються країни, які мають за мету проведення виваженої політики управління борговою безпекою за рахунок мінімізації розривів між доходами та видатками бюджету, нівелюючи таким чином можливості виникнення державного боргу. Натомість у державах, що розвиваються імплементація правил доходів та/або витрат стикається із низькою інституційною спроможністю їх урядів та не виваженістю їх політик, внаслідок чого центральним правилом стає боргове [21, с. 187-188].

Опосередковане підтвердження потреби врахування впливу державного боргу на економічні цикли можна віднайти в дослідженнях зарубіжних авторів, таких як К. Рейнхарта та К. Рогоффа [10], М Кумар та Дж. Ву [11] (див. п.п. 1.1).

Значною ефективністю у проведенні антициклічної фіскальної політики відзначаються правила «другого покоління», а саме модифікації правила збалансованого бюджету з огляду на структурне (скоректованого на циклічну компоненту, що становить розрив випуску між фактичним та потенційним ВВП) або циклічного збалансування (виконання балансу під час певної фази економічного циклу). Та, згідно із світовим досвідом, задля досягнення позитивних ефектів для боргової безпеки та нівелювання циклічності фіскальної політики доцільним є використання саме комбінації із правила боргу та правила витрат, і здебільшого боргового правила та правила збалансування бюджету з врахуванням циклу [21, с. 186, 188].

В Україні до початку війни вже застосовувались фіскальні правила у вигляді ліміту боргу та дефіциту бюджету, Урядові гарантії за кредитами [81]. Проте, не зважаючи на наявність окремих норм бюджетного законодавства, відсутність чітко встановлених правил щодо механізмів розробки та імплементації фіскальних правил, а також незадовільний стан виконання і дотримання вже діючих фіскальних правил, призводять до неефективності даних інструментів підвищення

фіскальної гнучкості та не дають змоги досягти достатнього рівня боргової безпеки [21, с. 173, 184].

На даний момент причина порушення граничних показників встановлених фіскальними правилами та призупинення їх дії на 2022 р. і 2023 р. являється об'єктивно обумовленою потребою фінансування оборонної сфери держави та забезпечення загального її функціонування. Проте, враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, після завершення війни постане потреба відновлення системи фіскальних правил та приведення її до вимог Європейського союзу [81].

Вдосконалення національної системи фіскальних правил та супутніх заходів, маючи на увазі підвищення її цілісності та застосування різних часових горизонтів дозволить детально регламентувати фіскальну політику, зменшити вплив циклічних коливань та макроекономічних шоків на боргову сферу, та відповідно дозволить покращити комплексність та гнучкість системи управління борговою безпекою [21, с. 193].

Таким чином, на підставі раніше оговореного у попередніх та у даному розділі, а також враховуючи наробки дослідників [15; 21, с. 191-192, 194; 49; 50; 74; 81; 82, с. 39, 41], шляхом аналізу та синтезу було визначено такі заходи щодо вдосконалення управління державним боргом в контексті забезпечення оптимального рівня боргової безпеки:

- зміна граничного рівня державного боргу із врахуванням особливостей національної економіки, рекомендацій дослідників і міжнародних фінансових організацій до значення 45% ВВП;

- посилення контролю щодо напрямів використання позикових ресурсів (особливо іноземних) та надання переваги їх спрямуванню в інвестиції, а не на покриття поточних потреб, так як в подальшому економічні прибутки від інвестицій можуть піти на платежі за боргом;

- задля зменшення ризиків рефінансування та боргового навантаження на державний бюджет приділяти увагу диверсифікації боргового портфеля за строками (зменшення частки короткострокових боргів) та ставками запозичення;

- підвищення рівня державної заборгованості емітованого в національній валюті принаймні до рівня 50% від загального обсягу боргу, шляхом збалансування валютної структури та поживлення внутрішнього ринку державних цінних паперів;

- підтримання постійного доступу до міжнародного ринку капіталів та покращення умов зовнішнього запозичення, за рахунок підвищення міжнародного кредитного рейтингу, шляхом зменшення рівня корумпованості економіки, розкриття інформації щодо бюджетного процесу і т. п.;

- мінімізація впливу (внаслідок неможливості повного викорінення даної проблеми) такої інституційної пастки як корупція в борговій сфері, та зменшення «тіньового» сектору економіки, шляхом скорочення обсягу державних запозичень за рахунок зміни структури видатків із програм, схильних до корупції, на програми, які краще піддаються контролю та керуванню;

- в зв'язку із військовими діями та необхідністю подальшої повоєнної відбудови, з метою зменшення боргового навантаження та уникнення боргової кризи, доцільно забезпечити переважання грантового компоненту міжнародної допомоги над кредитним компонентом, а також здійснити реструктуризацію зовнішнього державного боргу;

- враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, доцільним є перейняття: застосованого в країнах ЄС аналізу боргової стійкості (DSA) за допомогою детермінованих та стохастичних методів, з метою прогнозування боргового навантаження; стрес-тестування, згідно методики МВФ, для перевірки середньострокової стратегії управління державним боргом; визначення державного боргу як заборгованості сектору загального державного управління в цілому, тобто заборгованості не лише центрального уряду, а і боргових зобов'язань місцевих органів влади та фондів обов'язкового соціального страхування;

- вдосконалення аудиту ефективності покладеного на Рахункову палату України, як методу незалежного зовнішнього контролю за прозорістю бюджетного процесу та боргової безпеки;

- підвищення координації між інституціями у сфері боргової безпеки, а саме Кабінетом Міністрів, Міністерством фінансів, Національним банком, Державною службою фінансового моніторингу;

- перейняття світової практики щодо використання комплексу фіскальних правил із боргового правила, правила збалансованого бюджету на основі структурного сальдо та ліміту витрат (обмеження обсягу державних видатків для покриття поточних витрат), а також впровадження практики щодо моніторингу їх дотримання;

- закріплення в законодавстві положення щодо автоматичного коригування бюджетної політики в разі приближення до граничних значень дефіциту і сукупного державного боргу.

ВИСНОВКИ

Необхідність застосування державного боргу доведена багатовіковою практикою запозичення зарубіжними урядами, за умови неможливості залучення фінансових ресурсів із фіскальних джерел. Залученні кошти зазвичай йшли на покриття значних державних видатків, таких як інвестиції в інфраструктуру, проте в основному фінансувались витрати, що виникли внаслідок війн, криз і інших макроекономічних шоків.

Проте в ХХ ст. відмічається постійне нарощення обсягів державного боргу в світі навіть у мирний час. Залучені кошти можуть йти не тільки на боротьбу із наслідками шоків, а і для проведення антициклічної фіскальної політики, фінансування інвестиційних проектів. Також, можливе і невиправдане нарощення боргу внаслідок значної корумпованості та розростання тіньової економіки, перекладання боргового тягара на майбутні покоління, політичних невдач.

Безпідставне нарощення обсягу державного боргу в сумі із неефективним використанням позик може призводити до виникнення ефекту «сніжної кулі», або іншими словами, фінансування платежів за наявними боргами відбуватиметься шляхом здійснення нових запозичень. Зростання витрат на виплату та обслуговування боргу спричиняє значне навантаження на державний бюджет, та за умов зниження темпів економічного зростання і недостатності доходів держави, приводить до підвищення рівня дефіциту. В подальшому для покриття розриву між доходами та видатками бюджету уряд може вдаватись до підвищення обсягу державного боргу з метою його фінансування, що може призвести до розкручування «боргової спіралі». Власне дефіцитність бюджету дослідники вважають однією із головних причин зростання рівня державного боргу в багатьох країнах, зокрема в Україні.

І хоча показники динаміки державного боргу можна вважати заниженими через особливості його обрахунку в Україні, впродовж досліджуваних 2009-2022

рр. він зріс в майже в 12,9 разів або на 3 755,97 млрд грн., проте в доларах США його обсяг примножився тільки в 2,8 рази або на 71,70 млрд дол США. Це вказує на значний вплив валютних ризиків на державну заборгованість в Україні, а також на значний зв'язок боргової політики із монетарною політикою. Додатковим підтвердженням небезпечності валютної структури українського боргу являється переважання частки номінованих в іноземній валюті боргових зобов'язань понад 50% впродовж досліджуваного періоду.

На підставі розрахованих значень співвідношення державного боргу до ВВП, можна сказати про наявність значного рівня боргового навантаження на економіку. Причому, при співставленні отриманих значень із граничним значенням державного боргу встановленим в законодавстві можна сказати, що до 2014 р. його рівень був в нормі, а вже після кризи відбулось значне зростання його частки у ВВП із досягненням піку в 2016 р., та після цього відбулось поступове зниження до нормативних 60% ВВП. Натомість визначений за допомогою боргової кривої Лаффера критичний рівень державного боргу для української економіки в 45% ВВП, засвідчив наявність боргового навантаження яке приближається до ліміту (в 2009-2012 рр. показник борг/ВВП коливався в межах 30-40% ВВП) або ж перевищило критичний рівень (після 2014 р. обсяг боргу перевищував відмітку в 45% ВВП).

Високий рівень боргового навантаження безпосередньо впливає на зниження рівня боргової безпеки. Це підтверджується переважно спадною динамікою розрахованого інтегрального показника боргової безпеки. Також, відповідно до здійснених прогнозів його динаміки було висунуто припущення, що найбільш ймовірним є песимістичний варіант його розвитку. На сьогодні ключовою причиною такої тенденції є повномасштабна війна та потреба в підтриманні високої обороноздатності держави, за умови забезпечення функціонування країни загалом. Та враховуючи аналіз значень інших розрахованих показників для оцінки стану державного боргу та боргової безпеки за 2009-2022 рр., а також короткий огляд історії формування державної заборгованості в

Україні, не можна відкидати вплив вже наявних ще до війни тенденцій, таких як дефіцит бюджету, падіння темпу зростання ВВП, девальвація гривні, низький рівень золотовалютних резервів, значна циклічність економіки, переважно експансивний характер боргової політики.

Тож, з проведеного дослідження можна здійснити висновок щодо наявності взаємозв'язку між обсягом державного боргу та станом боргової безпеки в країні. При цьому державна заборгованість також корелює із фіскальною, монетарною, бюджетною політиками, має вплив на соціально-економічний розвиток держави. Це настановляє на думку щодо комплексності проблеми забезпечення оптимального рівня державного боргу та відповідно боргової безпеки.

Запропоновані заходи щодо покращення управління державним боргом з метою підвищення боргової безпеки в Україні включають дії щодо зменшення абсолютного та відносного боргового навантаження шляхом: забезпечення переважання грантів над кредитами; реструктуризації зовнішнього державного боргу; перегляд граничного співвідношення державного боргу до ВВП; підвищення ефективності використання позикових коштів; посилення контролю над програмами котрі фінансуються позиковими коштами; покращення міжнародного рейтингу України, задля поліпшення умов запозичення на міжнародному ринку капіталів; збільшення величини часток внутрішньої заборгованості, державного боргу номінованого в гривні; вдосконалення аудиту ефективності з метою контролю прозорості бюджетного процесу та боргової безпеки; підвищення координації між інституціями у сфері боргової безпеки; перейняття аналізу боргової стійкості (DSA) та стрес-тестування.

Також, доцільним для дотримання оптимального рівня державного боргу і дефіциту бюджету, та відповідного покращення рівня боргової безпеки, є застосування комплексу із фіскальних правил, та утворення механізму щодо моніторингу їх дотримання.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Чуба Н. В. Макроекономічний аналіз державного боргу в перехідній економіці України. Автореф. дис... кандидата екон. наук. Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2006. 20 с. URL: https://revolution.allbest.ru/economy/00450325_0.html (дата звернення: 05.03.2023).
2. Salsman R. M. The Political Economy of Public Debt: Three Centuries of Theory and Evidence. Cheltenham, UK, Northampton, MA : Edward Elgar, 2017. 322 p. URL: https://books.google.com.ua/books?id=sOwTDgAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=uk&source=gbg_atb#v=onepage&q&f=false (accessed: 05.03.2023).
3. Козюк В. В. Державний борг України у перехідній економіці : Дис... кандидата екон. наук: 08.01.01 – Економічна теорія. Тернопіль: Тернопільський держ. технічний ун-т ім. Івана Пулюя, 2000. 203 с. URL: <http://library.wunu.edu.ua/index.php/uk/kvd/56-resursy-biblioteky/pratsi-vykladachiv-tneu/k/45-2011-08-18-07-45-33> (дата звернення: 05.03.2023).
4. Федоров В. А. Боргова функція сучасної держави : монографія. Одеса : Вид. дім «Гельветика», 2017. 176 с.
5. Юхименко П. І., Федосов В. М., Лазебник Л. Л. та ін. Теорія фінансів : підручник / за ред.: В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
6. Treaty on European Union, signed at Maastricht on 7 February 1992. Official Journal of the European Union. C 191/01. 29 July 1992. Vol. 35. P. 1–115. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1992:191:FULL&from=NL> (accessed: 05.03.2023).
7. Glossary, DataBank, The World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/world-development-indicators/series/GC.DOD.TOTL.GD.ZS> (accessed: 07.03.2023).

8. Бюджетний кодекс України : Кодекс України від 08.07.2010 р. № 2456-VI : станом на 6 трав. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (дата звернення: 07.03.2023).

9. Слав'юк Н. Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни : монографія. Київ : НаУКМА, 2019. 172 с. URL: http://ekmair.ukma.edu.ua/bitstream/handle/123456789/16870/Slavyuk_Zovnishni_derzhavni_zapozychennia_ta_e_konomichnyi_rozvytok_krainy%20.pdf?sequence=1 (дата звернення: 07.03.2023).

10. Reinhart C., Rogoff K. Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*. 2010. P. 573–578. URL: https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/growth_in_time_debt_aer.pdf (accessed: 07.03.2023).

11. Kumar M., Woo J. Public Debt and Growth. IMF Working Paper No. 10/174. 2010. P. 47. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10174.pdf> (accessed: 07.03.2023).

12. Семеренко К. О., Савченко М. В. Державний борг України: теоретичні аспекти та сучасні тенденції. *Вісник студентського наукового товариства ДонНУ імені Василя Стуса*. 2021. Т. 2, № 13. С. 257–264.

13. Шемаєва Л., Онофрійчук В., Онофрійчук А. Боргова стійкість у зміцненні фінансового суверенітету України. *Міжнародна економічна політика*. 2021. № 2. С. 118–132.

14. Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. *Вісник* 54. 2012. № 4. С. 8–15.

15. Митрофанова А. С. Боргова стійкість України: стан, проблеми та політика. *Проблеми економіки*. 2017. № 1. С. 105–111.

16. Антонов М. С. Систематизація теоретичних поглядів на проблему державного боргу. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2014. № 9-1, Ч. 1. С. 9–13.

17. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7–31.

18. Барановський О. І. Дослідження теоретичних засад боргової безпеки. Науковий вісник Ужгородського університету. Серія : Економіка. 2016. № 1(1). С. 327–337.

19. Філатова, Г. П. Боргова безпека в системі забезпечення економічної безпеки держави : Дис... д-ра філософії: 072 – Фінанси, банківська справа та страхування. Суми: СумДУ, 2021. 221 с. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/83937/5/diss_Filatova.pdf (дата звернення: 07.03.2022).

20. Xavier D., Mariusz J., Shabunina A. Public debt: Safe at any speed?. NBB Economic Review. 2020. No. ii. P. 97–130. URL: https://www.researchgate.net/publication/344324628_Public_Debt_Safe_at_Any_Speed (accessed: 07.03.2023).

21. Антонов М.С. Управління борговою стійкістю держави: Дис... канд. екон. наук.; 08.00.08 – Гроші, фінанси та кредит. Суми: СумДУ, 2017. 282 с. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/55586/1/diss_Antonov.pdf (дата звернення: 07.03.2022).

22. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ від 29.10.2013 р. № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text> (дата звернення: 23.04.2023).

23. Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ від 02.03.2007 р. № 60. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0060665-07#Text> (дата звернення: 23.04.2023).

24. Кондро П. В. Система управління борговою безпекою: проблеми, зарубіжний досвід та напрями реформування. Ефективна економіка. 2021. № 12. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/12_2021/202.pdf. (дата звернення: 25.04.2023).

25. Blanchard O. Fiscal Policy Under Low Interest Rates. Washington DC : The MIT Press, 2023. 192 p. URL: <https://direct.mit.edu/books/oa-monograph/5522/Fiscal-Policy-under-Low-Interest-Rates> (accessed: 07.03.2023).

26. Основи фінансового аналізу, менеджменту і контролю: навч. посіб.: у 2 т. [В.Б. Захожай, М.І. Коваль, К.В. Захожай]. Київ: Нац. акад. внутр. справ, 2019. Т. 2. 407 с.

27. Аналітичні дані щодо державного боргу України за 2009-2014 рр. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/> (дата звернення: 16.04.2023).

28. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2015. URL: <https://www.mof.gov.ua/storage/files/56b0d226d255b.xlsx> (дата звернення: 16.04.2023).

29. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2016. URL: <https://www.mof.gov.ua/storage/files/31.12.2016-milyardy-2.xlsm> (дата звернення: 16.04.2023).

30. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2017. URL: <https://www.mof.gov.ua/storage/files/na-31.12.2017-mlrd.xlsm> (дата звернення: 16.04.2023).

31. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2018. URL: <https://www.mof.gov.ua/storage/files/31.12.2018-mlrd-hrn.xlsx> (дата звернення: 16.04.2023).

32. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2019. URL: https://www.mof.gov.ua/storage/files/31_12_2019%20млрд_ост_2.xlsx (дата звернення: 16.04.2023).

33. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2020. URL: https://www.mof.gov.ua/storage/files/31_12_2020%20млрд%20уточн.xlsx (дата звернення: 16.04.2023).

34. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2021. URL: [https://www.mof.gov.ua/storage/files/Борг%2031_12_2021%20уточн%20\(1\).xlsx](https://www.mof.gov.ua/storage/files/Борг%2031_12_2021%20уточн%20(1).xlsx) (дата звернення: 16.04.2023).

35. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2022. URL: https://www.mof.gov.ua/storage/files/Державний%20борг%2031_12_2022%20млрд%20-%20УТОЧНЕНО_.xlsx (дата звернення: 16.04.2023).

36. Про затвердження Програми управління державним боргом на 2023 рік : Наказ від 31.01.2023 р. № 53. URL: https://www.mof.gov.ua/storage/files/Програма_УДБ_на__2023_рік.pdf. (дата звернення: 30.04.2023).

37. Коляда Т. А., Бенч Л. Я., Рибіна Н. Д. Боргова складова забезпечення стійкості публічних фінансів України: стан і тенденції розвитку. Бізнес Інформ. 2021. № 7. С. 178–186.

38. Гарбар Ж. В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні. Економічний аналіз : зб. наук. праць. 2014. Т. 18, № 1. С. 136–146.

39. Черничко С. Ф., Кабаці С. Б. Сутність, складові та особливості формування державного боргу України. Науковий вісник НЛТУ України. 2015. № 25.7. С. 233–239.

40. Коляда Т. А. Управління державним боргом у контексті стабілізації державних фінансів України. Економічний часопис-XXI. 2015. № 7-8 (1). С. 82–85.

41. Сальникова Т. В. Державний борг України: оцінка та напрями підвищення ефективності управління. Економічний вісник університету. 2017. № 33 (1). С. 385–394.

42. Звіт про результати аналізу звітності щодо державного та гарантованого державою боргу за 2015-2016 рр. URL: http://gr.gov.ua/upload-files/Activity/Collegium/2017/16-3_2017/Zvit_16-3_2017.pdf (дата звернення: 16.04.2023).

43. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2017 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/ЗВІТ%20по%20Програмі%20удб%202017_НА%20САЙТ.pdf (дата звернення: 16.04.2023).

44. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2018 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/ЗВІТ%20по%20Програмі%20удб%202018_FINAL_.pdf (дата звернення: 16.04.2023).

45. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2019 рік. URL: [https://mof.gov.ua/storage/files/ЗВІТ%20по%20ПРОГРАМІ%20УДБ%202019\(1\).pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/ЗВІТ%20по%20ПРОГРАМІ%20УДБ%202019(1).pdf) (дата звернення: 16.04.2023).

46. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2020 рік. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/3BIT%20по%20Програмі%20удб%202020%20рік.pdf> (дата звернення: 16.04.2023).

47. Державний борг до прогнозованого ВВП впав до 45,2% в 2021 році. Виплати по державному боргу за 2021 р.. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/derzhavni_i_borg_do_prognozovanogo_vvp_vpav_do_452_v_2021_rotsi-3283 (дата звернення: 20.04.2023).

48. Інформація про здійснені операції з управління державним боргом за січень - грудень 2022 року. URL: <https://www.treasury.gov.ua/storage/app/uploads/public/63d/2ae/749/63d2ae7498231560853888.xlsx> (дата звернення: 22.05.2023).

49. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. Фінанси України. 2018. № 4. С. 75–92.

50. Лондар С. Л., Лондар О. С. Можливості трансформації сучасної боргової політики в Україні. Фінанси України. 2016. № 7. С. 26–43.

51. Національний банк та Міністерство фінансів здійснили репрофайлінг ОВДП з портфеля НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ta-ministerstvo-finansiv-zdiysnili-reprofayling-ovdp-z-portfelya-nbu> (дата звернення: 22.05.2023).

52. Валовий внутрішній продукт (2009-2022). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/> (дата звернення: 16.04.2023).

53. Видатки бюджету України (2009-2022). URL: <http://old.cost.ua/budget/expenditure/> (дата звернення: 16.04.2023).

54. Україна підписала Меморандум про взаєморозуміння щодо призупинення виплат за офіційним боргом з міжнародними партнерами у G7 та Паризькому клубі. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/ukraina-pidpysala-memorandum-pro-vzaiemorozuminnia-shchodo-pryzupynennia-vyplat-za-ofitsiinym-borhom-z-mizhnarodnymu-partneramy-u-g7-ta-paryzkomu-klubi> (дата звернення: 26.04.2023).

55. Прогнозні платежі за державним боргом у 2023-2048 роках за діючими угодами станом на 01.01.2023. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi> (дата звернення: 26.04.2023).

56. Прогнозні платежі за державним боргом у 2023-2048 роках за діючими угодами станом на 01.05.2023. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi> (дата звернення: 26.04.2023).

57. Уряд України з початку повномасштабної війни залучив від продажу ОВДП на аукціонах майже 429 млрд грн в еквіваленті. Інформація щодо військових ОВДП в обігу станом на 01.05.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-ukrayini-z-pochatku-povnomasshtabnoyi-viyni-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-429-mlrd-grn-v-ekvivalenti--depozitariy-nbu> (дата звернення: 23.05.2023).

58. Про затвердження Програми управління державним боргом на 2021 рік : Наказ від 29.01.2021 р. № 47. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/ПРОГРАМА%20удб%202021.pdf> (дата звернення: 01.05.2023).

59. Кубах Т. Г., Рябушка Л. Б. Боргова безпека України: теоретична та практична складова. Ефективна економіка. 2022. № 5. – URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/5_2022/97.pdf (дата звернення: 11.05.2023).

60. Валовий зовнішній борг (2009-2022). Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/foreigndebt/> (дата звернення: 01.05.2023).

61. Динаміка міжнародних резервів (2009-2023). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics?startDate=01.12.2009&endDate=01.01.2023> (дата звернення: 01.05.2023).

62. Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця. URL: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx (дата звернення: 01.05.2023).

63. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют (середній за період). Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls (дата звернення: 01.05.2023).

64. World Bank Global Economic Monitor - Public Knoema Data Hub. Knoema. URL: <https://public.knoema.com/qhpggye/world-bank-global-economic-monitor?tsId=1040920> (accessed: 12.04.2023).

65. Доходи бюджету України (2009-2022). URL: <http://old.cost.ua/budget/revenue/> (дата звернення: 16.04.2023).

66. Експорт та імпорт України (2009-2022). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/eximp/> (дата звернення: 01.05.2023).

67. Короткостроковий зовнішній борг України за залишковим терміном погашення. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ZB_ShTRM_u.xlsx (дата звернення: 01.05.2023).

68. Середньорічна чисельність населення (2009-2022). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/foreigndebt/> (дата звернення: 01.05.2023).

69. Як змінювався обсяг дефіциту держбюджету України. Слово і Діло. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2021/12/17/infografika/ekonomika/yak-zminyuvavsya-obsyah-deficytu-derzhbyudzhetu-ukrayiny> (дата звернення: 05.05.2023).

70. Котіна Г., Степура М., Кондро П. Боргова безпека України: оцінка, ризики та перспективи. Схід. 2017. № 3. С. 10–15.

71. GDP, current prices, Billions of U.S. dollars. IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC> (accessed: 07.05.2023).

72. General government gross debt, Percent of GDP. IMF. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC (accessed: 07.05.2023).

73. World economic outlook Database Groups and Aggregates Information. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/groups-and-aggregates> (accessed: 07.05.2023).

74. Гражевська Н. І., Заваженко А. О. Інституційні пастки ринкового реформування економіки України. Науковий вісник Чернівецького університету. Серія Економіка. 2019. № 820. С. 3–10.

75. Індекс сприйняття корупції у світі - 2022. Transparency international Ukraine. URL: <https://cpi.ti-ukraine.org/> (дата звернення: 25.02.2023).

76. Динаміка кредитних рейтингів України (боргових зобов'язань) (2004 - квітень 2023 pp.). URL: <https://mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini> (дата звернення: 28.05.2023).

77. Кубай М. В. Концептуальні засади дослідження боргової безпеки. Вісник Львівської комерційної академії. 2014. № 46. С. 38–43.

78. Schaechter, A. Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the «Next-Generation» Rules: A New Dataset. IMF, 2012. 49 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf> (accessed: 07.05.2023).

79. Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the Pandemic / H. R. Davoodi et al. IMF Working Paper No.22/11. 2022. P. 41. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpiea2022011-print-pdf.ashx> (accessed: 07.05.2023).

80. Fiscal Rules Dataset, 1985-2021 - International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/IMF%20Fiscal%20Rules%20Dataset%201985%20-%202021%20-%20January%202022%20rev%20Dec%2021.xlsx> (accessed: 28.05.2023).

81. Богдан Т. П. Нові фіскальні правила в ЄС: перспективні завдання для України. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/03/6/697731/> (дата звернення: 16.05.2023).

82. Богдан Т. П. Залучення міжнародної допомоги та її спрямування на цілі післявоєнної відбудови економіки (міжнародний досвід і висновки для України). Київ : GROWFORD Institute, 2022. 42 с. URL: <https://www.growford.org.ua/research/zaluchennya-mizhnarodnoyi-dopomogyta-yiyi-spryamuvannya-na-tsili-pislyavoyennoyi-vidbudovy-ekonomiky-mizhnarodnyj-dosvid-i-vysnovky-dlya-ukrayiny/> (дата звернення: 05.03.2023).

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1 - Визначення дефініції «державний борг»

Автор (автори)	Визначення
Козюк В. В. [3, с. 13]	загальна сума емітованих але непогашених позик з нарахованими процентами, а також прийнятих державою на себе у відповідний спосіб зобов'язань
Бюджетний кодекс України [8]	загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення;
Міжнародний валютний фонд та Світовий банк [7]	1) сукупність прямих зобов'язань уряду на визначений термін перед іншими особами, які не були виконані на певну дату; включає внутрішні та зовнішні зобов'язання, такі як валюта та грошові депозити, цінні папери, крім акцій, і позик. 2) валова сума державних зобов'язань, зменшена на суму власного капіталу та похідних фінансових інструментів, якими володіє держава.
Федоров В. А. [4, с. 36, 48]	1) загальний розмір, накопиченої заборгованості уряду власникам державних цінних паперів, який дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів за вилученням бюджетних надлишків. 2) ознака сучасної держави, яка характеризується сукупністю правових відносин, за якими виникають боргові зобов'язання держави як позичальника, боржника або гаранта погашення позик іншими позичальниками.
Чуба Н. В. [1, с. 5]	це документально підтверджені боргові зобов'язання держави перед юридичними та фізичними особами, іноземними державами, міжнародними організаціями та іншими суб'єктами міжнародного права.
Юхименко П. І., Федосов В. М., Лазебник Л. Л. та ін. [5, с. 268]	сума заборгованості держави зовнішнім і внутрішнім кредиторам
Маастрихтський договір 1992 р., [6, с. 87]	загальний валовий борг за номінальною вартістю, непогашений на кінець року та консолідований між секторами загального державного управління та всередині них.

Джерело: розроблено автором на основі [1; 3; 4; 5; 6; 7; 8]

Таблиця Б.1 - Визначення дефініції «боргова безпека»

Автор (автори)	Визначення
Методика розрахунку рівня економічної безпеки України [22]	відповідний рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для задоволення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує суверенітету держави та її фінансовій системі
Філатова Г. П. [19, с. 33-34]	невід’ємна складова фінансово-економічної безпеки держави і яка характеризується оптимальним рівнем та структурою державного боргу з урахуванням вартості його обслуговування з метою забезпечення стійкості фінансової системи країни та її фінансового суверенітету, підтримки належного рівня платоспроможності та кредитного рейтингу
Барановський О. І. [18]	рівень внутрішньої і зовнішньої державної та гарантованої державою заборгованостей з урахуванням їх структури в часовому і валютному вимірі, вартості їх обслуговування, можливості реструктуризації та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень й оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб і поступального економічного і соціального розвитку країни, що забезпечує захист інтересів усіх учасників боргових відносин від внутрішніх і зовнішніх ризиків, викликів і загроз й не загрожує втратою суверенітету, руйнуванням вітчизняної фінансової системи, виникненням боргової кризи, оголошенням суверенного дефолту
Богдан Т. П. [14]	досягнення такого рівня державного й зовнішнього сукупного боргу, співвідношення між структурними складовими боргу, вартості обслуговування боргу і цільової спрямованості запозичених коштів, які забезпечують вирішення нагальних соціально-економічних потреб держави і не створюють загроз для стабільності вітчизняної фінансової системи й поступального розвитку економіки країни
Кубай М. В. [77]	певний рівень державної заборгованості, який дозволяє зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх та зовнішніх загроз та забезпечити економічну незалежність держави, підтримуючи при цьому належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу держави
Котіна Г., Степура М., Кондро П. [70]	відповідний рівень боргової незалежності, стабільності та платоспроможності країни в умовах впливу на неї ризикотвірних дестабілізуючих факторів державного боргу, іншими словами, рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості держави, за якого уряд здатний своєчасно та повному обсязі виконувати взяті на себе боргові зобов'язання та забезпечувати стійкий економічний розвиток

Джерело: розроблено автором на основі [14; 18; 19; 22; 70; 77]

МІЖНАРОДНИЙ ВАЛЮТНИЙ ФОНД

→	Платоспроможності Покриття відсоткових платежів; Зовнішній борг / експорт; Зовнішній борг / ВВП; Теперішня вартість боргу / доходи державного бюджету; Обслуговування боргу / експорт.
→	Ліквідності Міжнародні резерви / короткостроковий борг; Короткостроковий борг / загальний борг.
→	Заборгованості державного сектору Обслуговування боргу державного сектору / експорт; Державний борг / ВВП (або податкових доходів); Середній строк погашення не концесійного боргу; Частка боргу в іноземній валюті у загальному обсязі боргу.
→	Заборгованості приватного сектору Леверидж; Відсоткові платежі / грошового потоку; Короткострокова величина боргу у загальній величині; Рентабельність активів; Чистий грошовий потік в іноземній валюті / сукупний грошовий потік; Чистий борг в іноземній валюті / капітал.
→	Заборгованості фінансового сектору Відкрита валютна позиція; Невідповідність строків надходжень і виплат в іноземній валюті; Валові валютні зобов'язання.

Рисунок В.1 – Індикатори МВФ

Джерело: розроблено автором на основі [21, с. 222]

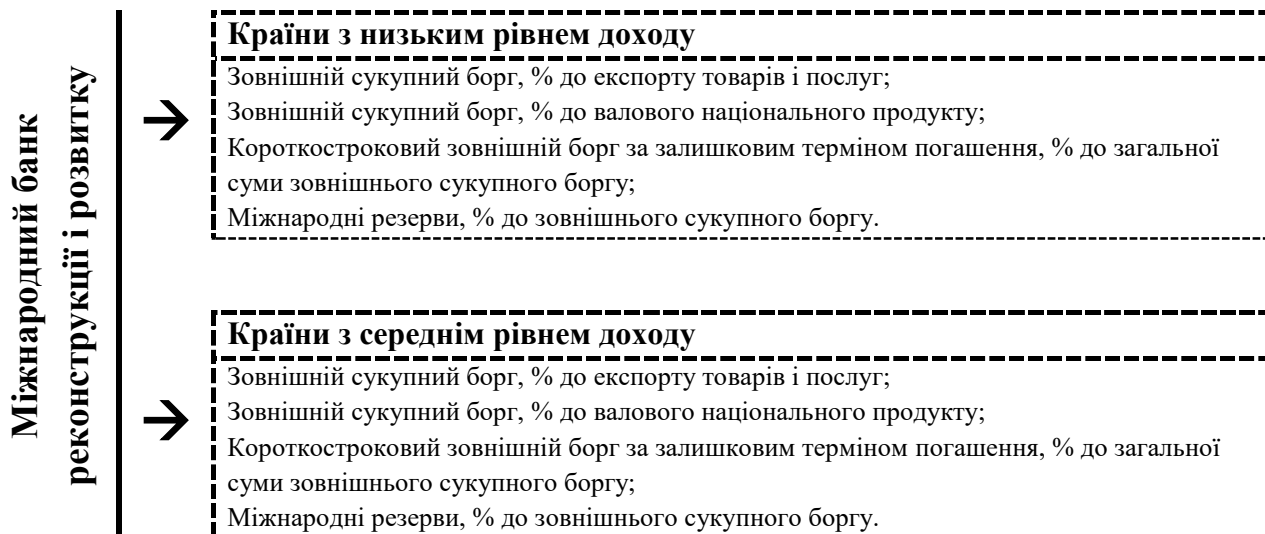


Рисунок В.2 – Індикатори МБРР

Джерело: розроблено автором на основі [21, с. 222]

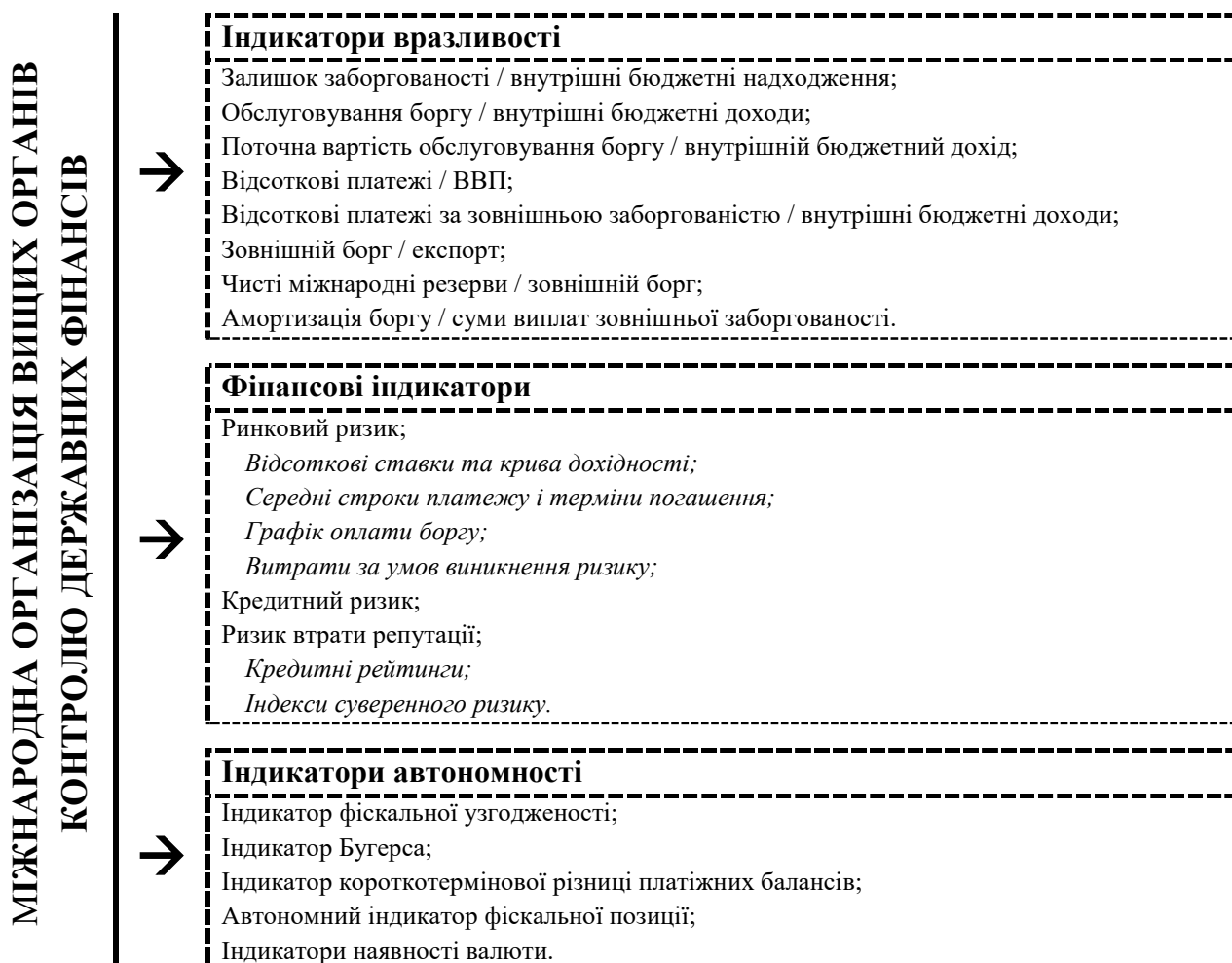


Рисунок В.3 – Індикатори INTOSAI

Джерело: розроблено автором на основі [21, с. 222-223]

Таблиця Д.1 – Коефіцієнти, що використано для розрахунків

№ з/п	Назва показника	Економічна інтерпретація	Формула розрахунку
1.	Коефіцієнт координації (відносна величина координації (ВВК))	Характеризує пропорції окремих частин єдиного цілого між собою (співвідношення частин досліджуваної сукупності). (У формулі: Y_t – показник, з яким порівнюють, Y_n – показник, який порівнюють.)	$ВВК = \frac{Y_n}{Y_m}$
2.	Коефіцієнт структурних зрушень ($K_{стр. зр.}$)	Використовується для аналізу відхилень у динаміці за два (і більше) періоди у відносному вираженні. Чим більше він відрізняється від нуля, тим більшою змінною є структура в роках, що аналізуються.	$K_{стр. зр.} = \sqrt{\frac{\sum (d_1 - d_0)^2}{n}}$
3.	Коефіцієнт детермінації (D, R^2)	Оцінює ступінь щільності кореляційного зв'язку і ступінь впливу кожного з факторів на результат. Таким чином, знаючи коефіцієнт кореляції, можна визначити внесок ознаки x у варіацію ознаки y .	$D = r^2$

Джерело: розроблено автором на основі [26, с. 68-69, 185-186, 204]

Кінець таблиці Ж.1

№	Валюти	Різниця часток^2, %														
		-	(d2009- d2008)^ 2	(d2010- d2009)^ 2	(d2011- d2010)^ 2	(d2012- d2011)^ 2	(d2013- d2012)^ 2	(d2014- d2013)^ 2	(d2015- d2014)^ 2	(d2016- d2015)^ 2	(d2017- d2016)^ 2	(d2018- d2017)^ 2	(d2019- d2018)^ 2	(d2020- d2019)^ 2	(d2021- d2020)^ 2	(d2021- d2020) ^2
1	Анг. фунт стерлінгів	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2	Долар США	-	335,26	0,30	7,69	20,14	45,30	1,21	2,55	0,03	3,48	1,57	25,70	7,51	2,96	19,99
3	ЄВРО	-	5,29	2,46	0,18	0,70	0,80	6,25	0,00	0,15	4,81	2,19	0,94	14,14	0,24	74,12
4	Канадський долар	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,02	0,00	0,00	0,00	0,04	0,03	0,00	1,66
5	СПЗ	-	98,41	1,28	7,91	131,72	46,07	0,01	101,21	0,41	0,01	3,07	10,04	0,61	0,36	3,42
6	Українська гривня	-	202,49	0,79	0,09	37,12	1,53	2,89	138,80	0,20	0,05	0,86	56,54	2,56	3,01	15,71
7	Швейцарський франк	-	8,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
8	Японська єна	-	0,36	1,00	0,02	0,00	0,08	0,01	0,00	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,15
Сума		-	650,45	5,84	15,89	189,68	93,78	10,46	242,59	0,96	8,34	7,70	93,26	24,85	6,59	115,05
РЕЗУЛЬТАТ РОЗРАХУНКУ																
Роки			2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Коефіцієнт структурних зрушень			9,64	0,85	1,41	4,86	3,42	1,14	5,51	0,35	1,02	0,98	3,41	1,76	0,91	3,79

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 38; 39]

Додаток И

Таблиця И.1 - Військові ОВДП в обігу станом на 01.05.2023 р.

ISIN	Термін обігу (дн.)	Дата розміщення	Дати сплати відсотків	Дата погашення	Номінальна дохідність, %	Купонний платіж на одну облігацію	Кількість ЦП у випуску, шт.
ГРИВНЯ							
UA4000226658	203	18.10.2022	-	10.05.2023	14,00	-	7.155.032
UA4000225809	448	29.03.2022	22.06.2022 21.12.2022 21.06.2023	21.06.2023	11,00	55,00	21.983.954
UA4000226195	364	05.07.2022	-	05.07.2023	11,00	-	10.886.741
UA4000226260	427	26.07.2022	28.09.2022 29.03.2023 27.09.2023	27.09.2023	16,00	80,00	8.822.911
UA4000225908	532	10.05.2022	26.10.2022 26.04.2023 25.10.2023	25.10.2023	11,50	57,50	4.255.249
UA4000226450	546	13.09.2022	15.03.2023 13.09.2023 13.03.2024	13.03.2024	16,00	80,00	3.419.006
UA4000226286	700	26.07.2022	28.12.2022 28.06.2023 27.12.2023 26.06.2024	26.06.2024	14,00	70,00	2.764.400
ДОЛАР США							
UA4000225874	386	03.05.2022	24.11.2022 25.05.2023	25.05.2023	3,70	18,50	312.271
UA4000226120	365	21.06.2022	22.12.2022 22.06.2023	22.06.2023	3,70	18,50	431.860
UA4000227052	190	10.01.2023	-	20.07.2023	4,25	-	314.503
UA4000227300	176	21.03.2023	-	14.09.2023	4,25	-	388.854
UA4000227003	365	27.12.2022	-	28.12.2023	4,50	-	111.271
UA4000227409	343	11.04.2023	-	21.03.2024	4,85	-	147.467
UA4000227474	183	25.04.2023	-	26.10.2023	4,75	-	169.486
ЄВРО							
UA40002268S4	162	29.11.2022	-	11.05.2023	3,00	-	386.992
UA4000227136	183	07.02.2023	-	10.08.2023	2,50	-	58.200
UA4000226039	365	14.06.2022	15.12.2022 15.06.2023	15.06.2023	2,50	12,50	142.795

Джерело: розроблено автором на основі [57]

Додаток К

Таблиця К.1 – Розраховані індикатори боргової безпеки України за 2009-2022 рр., згідно Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України

Показники	Рік														Граничні значення
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Державний та гарантований державою борг, % до ВВП	34,69	39,93	35,94	36,59	40,15	70,25	79,42	80,98	71,80	60,93	50,28	60,84	48,94	78,46	< 60
Валовий зовнішній борг, % до ВВП	88,23	86,02	76,39	76,35	78,03	95,09	129,83	120,64	102,95	87,68	79,18	80,79	64,84	82,23	< 70
Середньозважена дохідність ОВДП, на первинному ринку, %	12,21	10,39	9,17	12,94	13,13	13,98	13,07	9,16	10,47	17,79	16,93	10,2	11,34	18,26	< 11
Індекс ЕМВІ + Україна	1002,0	436,0	869,0	598,0	844,0	2226,0	2374,6	590,9	691,4	825,5	770,3	1011,9	1082,1	934,3	< 1000
Міжнародні резерви, % до валового зовнішнього боргу	25,63	29,47	25,19	18,23	14,37	6,01	11,30	13,81	16,29	18,15	20,78	23,18	23,85	21,59	> 20

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 52; 60; 61; 62; 63; 64]

Таблиця К.2 – Нормовані індикатори боргової безпеки України

Показники	Рік													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Державний та гарантований державою борг, % до ВВП	0,706	0,601	0,681	0,668	0,597	0,171	0,151	0,148	0,167	0,197	0,394	0,197	0,421	0,153
Валовий зовнішній борг, % до ВВП	0,159	0,163	0,183	0,183	0,179	0,146	0,107	0,115	0,135	0,160	0,177	0,173	0,303	0,170
Середньозважена дохідність ОВДП, на первинному ринку, %	0,180	0,176	0,380	0,170	0,168	0,157	0,168	0,384	0,253	0,124	0,130	0,280	0,194	0,120
Індекс ЕМВІ + Україна	0,200	0,664	0,287	0,502	0,304	0,090	0,084	0,509	0,409	0,316	0,353	0,198	0,185	0,195
Міжнародні резерви, % до валового зовнішнього боргу	0,270	0,318	0,265	0,182	0,144	0,060	0,112	0,137	0,161	0,182	0,210	0,240	0,248	0,220

Джерело: розроблено автором на основі [27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 52; 60; 61; 62; 63; 64]

Таблиця К.3 – Додаткові показники для оцінки боргової безпеки України за 2009-2022 рр.

Показники	Рік														Гран. знач.
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Зовнішній борг / ВВП, %	23,2	25,6	22,7	21,9	20,6	39,0	52,7	52,0	46,1	39,3	29,2	36,2	28,6	50,3	< 25
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг, %	50,0	50,4	42,3	43,1	44,0	79,4	99,8	105,6	96,1	86,8	70,9	92,8	70,1	141,9	< 70
Міжнародні резерви / короткостроковий борг (показник А. Гріспена)	0,72	0,70	0,53	0,37	0,34	0,13	0,26	0,33	0,41	0,46	0,52	0,60	0,64	0,73	> 1
Валовий зовнішній борг у розрахунку на одну особу, дол. США	224,6	255,8	276,2	2953,7	3123,5	2861,5	2746,5	2636,7	2717,5	2713,2	2896,6	3008,8	3132,6	3207,8	< 200
Внутрішній борг / ВВП, %	11,5	14,4	13,2	14,7	19,5	31,2	26,7	28,9	25,7	21,7	21,1	24,6	20,4	28,2	< 30
Державний борг / доходи Державного бюджету, %	156,9	184,7	151,7	149,5	172,2	308,2	294,0	313,1	270,0	233,6	200,2	237,2	206,0	227,9	< 200
Борг в іноземній валюті / загальний обсяг державного боргу, %	65,2	64,3	64,0	57,9	56,7	58,4	70,2	69,7	69,9	70,9	63,4	65,0	63,2	67,2	< 50
Погашення та обслуговування державного боргу / експорт товарів і послуг, %	9,5	7,7	9,7	12,9	16,4	22,3	48,0	17,8	33,1	21,7	28,4	30,9	26,6	33,0	< 30
Погашення та обслуговування державного боргу / ВВП, %	4,4	3,9	5,2	6,6	7,7	11,0	25,3	8,8	15,9	9,8	11,7	12,0	10,8	11,7	< 3,4
Обслуговування зовнішнього боргу / експорт товарів і послуг, %	1,0	0,9	1,1	1,0	1,4	2,1	2,3	2,9	2,7	2,6	2,8	2,8	2,3	2,1	< 12
Погашення та обслуговування державного боргу / доходи Державного бюджету, %	20,0	18,0	22,0	26,8	32,9	48,1	93,7	33,9	59,8	37,7	46,5	47,0	45,6	33,9	< 25
Середній строк погашення державного боргу, років	3,6	3,7	4,1	5,1	4,7	4,8	5,4	5,3	8,4	8,9	8,3	6,5	6,4	6,0	< 2,3
Плановий дефіцит бюджету та погашення боргу / ВВП, %	6,88	7,46	6,14	7,59	10,30	12,09	24,89	8,19	14,79	8,85	10,98	16,31	12,60	37,51	< 20

Джерело: складено на основі [19, с. 126; 27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 40; 42; 43; 44; 45; 46; 47; 48; 52; 60; 61; 63; 65; 66; 67; 68; 69]

Додаток Л

Таблиця Л.1 – Динаміка українських кредитних рейтингів, відповідно до оцінок S&P та Moody's за 2009-2023 рр.

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань в національній валюті		Рейтинг країни за національною шкалою	Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання			
«Standard and Poor's» (S&P)	CCC+	C	B-	C	uaBBB	Стабільний	30.10.2009 р.
	B+	B	BB-	B	uaAA-	Стабільний	29.07.2010 р.
	B+	B	B+	B	uaAA-	Стабільний	13.09.2011 р.
	B	B	B	B	uaA-	Негативний	07.12.2012 р.
	B-	B	B-	B	uaBBB-	Стабільний	26.12.2013 р.
	CCC-	C	CCC+	C	uaB+	Негативний	19.12.2014 р.
	SD	SD	CCC+	C	uaB+	-	25.09.2015 р.
	B-/D	B	B-	B	uaBBB-	Стабільний	11.12.2015 р.
	B-	B	B-	B	uaBBB-	Стабільний	09.12.2016 р.
	B-	B	B-	B	uaBBB-	Стабільний	10.11.2017 р.
	B-	B	B-	B	uaBBB	Стабільний	19.10.2018 р.
	B	B	B	B	uaA	Стабільний	27.09.2019 р.
	B	B	B	B	uaA	Стабільний	11.09.2020 р.
	B	B	B	B	uaA	Стабільний	10.09.2021 р.
	CCC+	C	CCC+	C	uaBB	Стабільний	19.08.2022 р.
	CCC	C	CCC+	C	uaBB	Негативний	06.04.2023 р.
«Moody's Investors Service» (Moody's)	B2	-	B2	-	-	Негативний	12.05.2009 р.
	B2	-	B2	-	-	Стабільний	11.10.2010 р.
	B2	-	B2	-	-	Негативний	15.12.2011 р.
	B3	-	B3	-	-	Негативний	05.12.2012 р.
	Caa1	-	Caa1	-	-	Перегляд з можливим зниженням	20.09.2013 р.
	Caa3	-	Caa3	-	-	Негативний	04.04.2014 р.
	Caa3/ Ca	-	Caa3	-	-	Стабільний	19.11.2015 р.
	Caa2/ Ca	-	Caa2	-	-	Позитивний	25.08.2017 р.
	Caa1/Ca	-	Caa1	-	-	Стабільний	21.12.2018 р.
	Caa1/Ca	-	Caa1	-	-	Позитивний	22.11.2019 р.
	B3	-	B3	-	-	Стабільний	11.12.2020 р.
	Caa3	-	Caa3	-	-	Негативний	20.05.2022 р.
	Ca	-	Ca	-	-	Негативний	10.02.2023 р.

Джерело: розроблено автором на основі [76]