

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Західноукраїнський національний університет
Факультет фінансів та обліку
Кафедра фінансів ім. С.І. Юрія

ФЕЦОВИЧ Катерина Сергіївна

Боргова безпека України та шляхи її забезпечення /
Ukraine's debt security and ways to ensure it

спеціальність: 072 - Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок
освітньо-професійна програма - Фінанси

Кваліфікаційна робота

Виконав студент групи ФФзм-21
К. С. Фецович

Науковий керівник:
д.е.н., професор, О. П. Кириленко

Кваліфікаційну роботу допущено до захисту:

" ___ " _____ 2025 р.

Завідувач кафедри
_____ **А. І. Крисоватий**

ТЕРНОПІЛЬ - 2025

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ I. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ.....	7
1.1. Боргова безпека держави як об'єкт управління, сутність та характеристики.....	7
1.2. Роль боргового ризик-менеджменту в управлінні борговою безпекою держави.....	15
РОЗДІЛ II. ДІЮЧА ПРАКТИКА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ.....	27
2.1. Оцінка рівня боргової безпеки держави.....	27
2.2. Моніторинг управління ризиками боргового портфеля держави.....	38
РОЗДІЛ III. ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ.....	56
ВИСНОВКИ.....	67
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	70
ДОДАТОК А.....	75

ВСТУП

Актуальність теми дослідження зумовлена зростаючою роллю боргової політики у забезпеченні макрофінансової стабільності та економічної безпеки України. В умовах тривалих економічних потрясінь, воєнних викликів, структурних дисбалансів і необхідності значних бюджетних ресурсів для підтримання обороноздатності та відновлення економіки державний борг стає одним із головних інструментів фінансового регулювання. Разом з тим його надмірне зростання формує ризики боргової нестійкості, погіршує інвестиційний клімат, ускладнює виконання фіскальних зобов'язань і посилює залежність країни від зовнішніх кредиторів. Забезпечення належного рівня боргової безпеки потребує комплексного аналізу чинників, що впливають на формування та обслуговування боргових зобов'язань, оцінки ефективності інструментів державної боргової політики та визначення шляхів оптимізації боргового навантаження з урахуванням міжнародних стандартів і сучасних економічних реалій. Дослідження зазначеної проблематики є важливим для вироблення стратегічних рішень, спрямованих на зміцнення фінансової стійкості держави та забезпечення її сталого розвитку.

Важливу роль у забезпеченні боргової безпеки відіграє формування цілісної системи управління борговими ризиками, яка ґрунтується на використанні сучасних фінансових інструментів та технологій, спрямованих на мінімізацію негативного впливу боргових та макрофінансових загроз і підвищення ефективності боргової політики. Водночас вітчизняна система управління державним боргом поки що недостатньо інтегрує напрацювання світової практики: у той час як розвинені країни здійснюють управління борговими портфелями з урахуванням постійного моніторингу та контролю ризиків, в Україні цьому напрямку не достатньо приділяється належної уваги. Така ситуація спричиняє неоптимальність структури державного боргу, посилює вразливість до зовнішніх чинників і створює передумови для зростання боргового навантаження на національну економіку, що може

ускладнювати забезпечення боргової стійкості держави у довгостроковій перспективі.

Посилення впливу сфери боргових запозичень на державні фінанси та пов'язаний із цим пошук ефективних механізмів боргової безпеки, обумовило появу низки праць українських учених: О. Барановського, Т. Вахненко, В. Горина, О. Квасниці, О. Кириленко, В. Козюка, О. Колот, В. Кравченко, Н. Кравчук, І. Круп'як, Г. Кучер, В. Лісовенка, З. Луцишин, С. Савчук, В. Стрілець, В. Федосова та інших.

Боргова безпека перебуває в Україні в стадії становлення як з погляду її теоретичного дослідження, так і практичного застосування. Від того, наскільки вдалим та активним будуть зусилля в розбудові цієї системи, багато в чому залежить підвищення ефективності державної боргової політики.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є наукове обґрунтування концептуальних основ боргової безпеки, узагальнення та адаптування до українських реалій світового досвіду теорії й практики управління борговими ризиками держави. Для реалізації поставленої мети в роботі визначено та розв'язано такі науково-практичні завдання:

- дослідити сутність та характеристики боргової безпеки держави;
- визначити роль боргового ризик-менеджменту в управлінні борговою безпекою держави;
- оцінити боргову безпеку держави;
- здійснити моніторинг управління ризиками боргового портфеля держави;
- дослідити шляхи вдосконалення забезпечення боргової безпеки держави.

Об'єктом дослідження є процес формування та функціонування системи боргової безпеки України в умовах сучасного розвитку економіки.

Предметом дослідження є теоретичні, методичні та прикладні засади оцінювання рівня боргової безпеки держави, а також механізми, інструменти

та практичні підходи до забезпечення стійкості державних боргових зобов'язань України.

Методи дослідження. У кваліфікаційній роботі використано загальнонаукові та спеціальні методи і прийоми наукового дослідження, які дозволяють комплексно окреслити та розв'язувати теоретичні і практичні завдання дослідження, зокрема: системний підхід до аналізу взаємозв'язку економічних явищ та процесів, діалектики, аналізу і синтезу, системного підходу, порівняльний аналіз.

Статистичну та інформаційну базу дослідження становлять матеріали Державної служби статистики України, звітні дані Міністерства фінансів України; праці зарубіжних і вітчизняних учених, законодавчі й нормативні акти, рекомендації міжнародних та українських експертів з питань управління урядовими борговими зобов'язаннями та ризиком.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в поглибленні теоретико-методичних підходів до оцінювання боргової безпеки держави та обґрунтуванні практичних заходів щодо зміцнення стійкості боргової сфери України. У роботі уточнено зміст категорії «боргова безпека» з урахуванням сучасних умов воєнної економіки та посиленої залежності від зовнішнього фінансування. Запропоновано комплексний механізм підвищення боргової стійкості України, який передбачає оптимізацію структури державного боргу, посилення ризик-орієнтованого управління та впровадження інструментів середньо- і довгострокового боргового планування.

Практичне значення одержаних результатів. Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що вони можуть бути використані для подальших досліджень і розробки концептуальних основ оптимізації структури боргових зобов'язань уряду, а також при розробці стратегічних заходів, спрямованих на підвищення ефективності державних запозичень та управління державним боргом. Сформульовані пропозиції можуть бути використані в процесі удосконалення державної боргової політики та формування стратегії забезпечення фінансової безпеки держави.

Апробація результатів дослідження. Основні результати та висновки роботи опубліковані у збірнику наукових праць кафедри фінансів ім. С.І.Юрія «Фінансове забезпечення сталого розвитку» (2025 р.) та у збірнику матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції студентів і молодих вчених «Фінанси та облік в умовах глобальної невизначеності та безпекових ризиків» (2025 р.).

Обсяг і структура роботи. Відповідно до логіки дослідження, а також характеру розробки наукової проблеми, постановки мети і задач дослідження, кваліфікаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел.

Роботу викладено на 75 сторінках машинописного тексту. Робота містить 4 таблиць, 11 рисунків і 1 додаток. Список використаної літератури налічує 45 джерел.

РОЗДІЛ 1

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

1.1. Боргова безпека держави як об'єкт управління, сутність та характеристики

Трактування боргової безпеки держави як об'єкта управління зосереджується навколо визначення її змістових характеристик, меж відповідальності органів державної влади та співвідношення між борговою стійкістю і фінансовою стабільністю.

У науковому середовищі існують різні підходи до розуміння боргової безпеки: одні автори розглядають її переважно через призму здатності держави своєчасно виконувати боргові зобов'язання без загрози для макроекономічної рівноваги, тоді як інші акцентують увагу на стратегічній складовій, пов'язуючи боргову безпеку з ефективністю управління ризиками, оптимальністю структури боргу та прогнозованістю боргової політики.

Дискусійним є також питання щодо меж втручання держави у процес боргового регулювання: одні дослідники наполягають на необхідності жорсткого контролю за запозиченнями та обслуговуванням боргу, тоді як інші вважають, що гнучкість боргової політики та можливість адаптації до зовнішніх фінансових умов є важливішими для забезпечення стійкості економіки. Крім того, різняться підходи до визначення критеріїв та індикаторів, які дозволяють оцінити рівень боргової безпеки. Деякі вчені наголошують на використанні універсальних міжнародних стандартів, тоді як інші підкреслюють необхідність урахування національної специфіки, зокрема воєнних ризиків, структури економіки та обмежень внутрішнього фінансового ринку. Така багатовимірність трактувань свідчить про складність самої категорії боргової безпеки та необхідність її подальшого теоретичного вдосконалення для формування ефективної системи державного управління.

Водночас розгляд боргової безпеки держави неможливий без аналізу структури та параметрів її боргового портфеля, оскільки саме характер сформованих боргових зобов'язань, їхня вартість, строковість і валютна композиція визначають рівень стійкості держави до фінансових ризиків і потенційні загрози макроекономічній стабільності. Боргова безпека є результатом не лише обсягів запозичень, а насамперед якості управління борговим портфелем, що обумовлює необхідність переходу від загального теоретичного осмислення проблеми до детального дослідження структури державного боргу та інструментів, за допомогою яких здійснюється його оптимізація.

Традиційною та об'єктивно обумовленою практикою вирішення державою проблеми нестачі ресурсів для фінансування потреб економіки є здійснення державного запозичення. Залежно від обраних пріоритетів та стратегічних орієнтирів держава в особі визначених законодавством суб'єктів стає учасником внутрішнього та зовнішнього ринку капіталу, приймаючи на себе прямі та гарантовані боргові зобов'язання. Внаслідок державного запозичення відбувається формування боргового портфеля держави, який зазвичай є найбільшим фінансовим портфелем у країні. Зауважимо, що прямі зобов'язання боргового портфеля держави приймаються державою як безпосереднім позичальником. На відміну від них, у відносинах державного гарантування реальна фінансова відповідальність держави виникає тільки у випадках неплатоспроможності безпосереднього позичальника таких гарантованих кредитів.

Проте, як свідчить аналіз практики державного боргового менеджменту, незважаючи на умовність гарантованих зобов'язань, вони, як правило, посідають значне місце у формуванні боргових портфелів держав, особливо щодо країн, економіка яких перебуває в процесі розвитку та переходу до ринку.

Стосовно сутності «борговий портфель держави» та її розгляду в якості об'єкта дослідження слід зазначити, що поняття «портфель (фінансовий

портфель, портфель інвестування тощо)» активно вживається у сфері кредитування та інвестування і тлумачиться, власне, як «сукупність активів, якими володіє інвестор» [15, с. 108]. Підкреслимо, що в той час як формування ефективних портфелів, які складаються з активів, є широко вивченою проблематикою, питання формування оптимального портфеля стосовно пасивів, якими, до речі, виступають боргові зобов'язання, та управління ними є досить новим предметом для дослідження та аналізу як у теоретичній, так і в практичній площині.

Виходячи з існування різних підходів в науковій теорії та світовій практиці до визначення боргових зобов'язань держави і відсутності однозначного трактування, що включає в себе державний сектор як такий, неоднозначність зберігається й щодо формулювання сутності дефініції борговий портфель держави. Одночасно, як свідчить проведений аналіз, цей термін досить часто використовується у світовій практиці боргового менеджменту, у тому числі в аналітичних матеріалах щодо сукупності певних боргових зобов'язань. При цьому в межах дослідження зазначимо той факт, що нерідко статистика країн навіть зі схожими політичними та господарськими укладами (наприклад, Німеччина, Швейцарія, Австрія тощо) передбачає різні підходи до відображення в складі боргових портфелів таких держав тих чи інших зобов'язань. Основним поясненням цього є особливості побудови бюджетного процесу, застосування принципів централізації (децентралізації) в управлінні економічними процесами кожною конкретною країною.

Борговий портфель держави слід розглядати з різних позицій: 1) виключно як сукупність зобов'язань уряду певної держави перед кредиторами щодо сплати боргових зобов'язань (прямих та гарантованих), які виникли внаслідок відносин позики та кредиту або визнані такими законодавчо; 2) як сукупність зобов'язань, що виникли внаслідок відносин позики та кредиту, і прийняті не лише урядом (центральним або федеральним залежно від політичної організації країни), а й регіональними та

місцевими органами влади, господарюючими суб'єктами (корпораціями та підприємствами), що перебувають в державній власності або контролюються державою, іншими одиницями, які можуть вважатися державними або квазідержавними (функціонують як приватні, але користуються державними привілеями); 3) як сукупність державної заборгованості, що, поряд з безпосереднім виконанням зазначених раніше зобов'язань, передбачає відшкодування урядом та іншими визначеними суб'єктами відносин усіх узятих на себе економічних та соціальних зобов'язань тощо.

Інакше кажучи, можливо визначити такі групи боргових зобов'язань, що концептуально можуть у тій чи іншій комбінації визначати склад боргового портфеля держави: 1) прямі та гарантовані (умовні) фінансові зобов'язання уряду країни перед внутрішніми та зовнішніми кредиторами; 2) фінансові зобов'язання державного сектору перед кредиторами; 3) адміністративна заборгованість держави. Щодо адміністративної заборгованості зауважимо, що на відміну від інших зазначених груп, її поява не обумовлена відносинами позики.

Необхідно визнати, що у світовій практиці державного боргового менеджменту найбільш типовим є розгляд та аналіз боргового портфеля держави як сукупності зобов'язань, що об'єднує фінансові зобов'язання уряду та державного сектору перед кредиторами. Водночас, доречно зауважити, що питання консолідації управління урядовими борговими зобов'язаннями із зобов'язаннями регіональних та місцевих органів влади, інших установ державного сектору в кожному конкретному випадку розглядається насамперед з погляду існування юридичних чи політичних обставин, що створюють додатковий фінансовий ризик для уряду, обумовлений таким неурядовим запозиченням. Адже відомо, що з-поміж основних причин зростання та загострення фінансових криз останніх років вагоме місце належало саме перекладанню неурядових зобов'язань на державні бюджети країн.

Є підстави стверджувати, що з позиції боргового менеджменту в

Україні портфельний підхід до аналізу боргових зобов'язань є більш повним, ніж розгляд категорії «державний борг» виходячи з того, що він дає змогу розглядати сукупність усіх зобов'язань уряду (прямих та гарантованих) в якості єдиного об'єкта управління без відсікання будь-якої з його складових. Це матиме практичну цінність, зокрема, для подальшого аналізу впливу ризиків на сферу боргових запозичень держави та розробку рекомендацій, спрямованих на мінімізацію негативних наслідків такого впливу.

Враховуючи викладене, окреслимо такі основні джерела та шляхи формування боргового портфеля держави (рис. 1.1):



Рис. 1.1. Джерела та шляхи формування боргового портфеля держави*

**Складено самостійно актором*

Зазначимо, що існування боргового портфеля держави породжує

необхідність виплат на користь кредиторів. Такі виплати поділяються на видатки з обслуговування та виплати з погашення боргових зобов'язань. Отже, відповідно до вітчизняної практики обліку боргових зобов'язань під погашенням боргового портфеля держави в роботі розглядається сукупність виплат з повернення основної суми боргових зобов'язань, під обслуговуванням боргового портфеля – сукупність виплат, що пов'язані з виконанням боргових зобов'язань перед кредиторами за користування запозиченими коштами (сплата відсотків, комісій, конвертація тощо). У рамках даної роботи, враховуючи практичні аспекти управління борговим портфелем держави, виокремимо такі кількісні його виміри (рис. 1.2): .

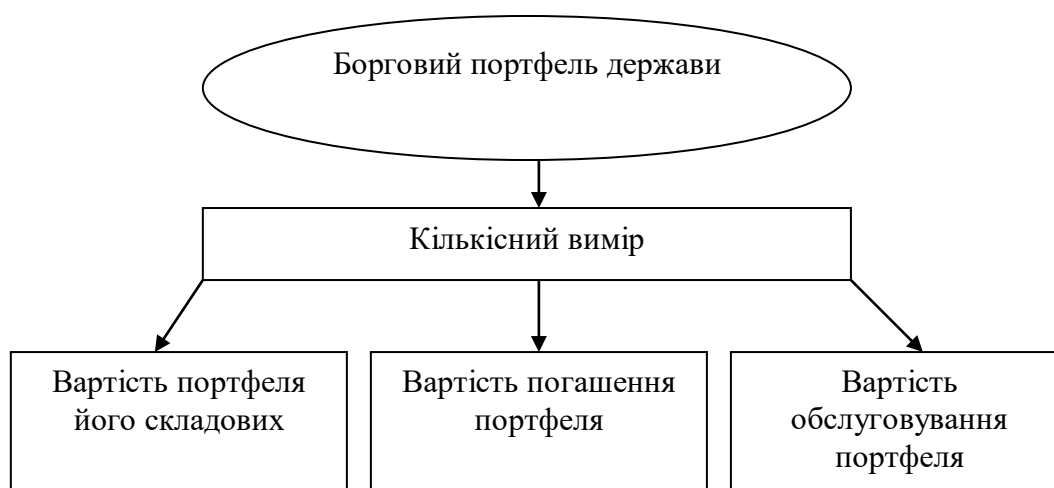


Рис. 1.2. Вартісні характеристики боргового портфеля держави

**Складено самостійно актором*

В той же час відмітимо, що у світовій практиці боргового менеджменту саме масштаби боргових виплат (за зобов'язаннями сукупного боргового портфеля держави, в розрізі його складових тощо), їх співвідношення з основними макроекономічними показниками країни, розподіл у часі та за обсягами здебільшого є важливими об'єктами аналізу.

Комплексність та різноплановість характеристик боргового портфеля держави, своєю чергою, об'єктивно обумовлює його розгляд з точки зору теорії та практики в двох площинах:

- як складову макрорівневого управління. Основні питання аналізу та

дослідження на цьому рівні (макрорівень проблематики) – аналіз взаємозв'язку і взаємовпливу формування та управління борговим портфелем держави з іншими економічними процесами; рівень координації боргової, фіскальної, грошово-кредитної політики; аналіз боргового навантаження на економіку, основні чинники забезпечення боргової безпеки країни; аналіз системи управління накопиченими борговими зобов'язаннями;

- як сукупність існуючих та потенційних фінансових зобов'язань уряду перед кредиторами. Основні питання аналізу та дослідження на цьому рівні (мікрорівень проблематики) – оцінка рівня та динаміки змін поточних та прогнозних боргових виплат; аналіз структури боргового портфеля держави в розрізі його валютної компоненти, відсоткової структури, складу кредиторів та строковості боргових зобов'язань; оцінка масштабів негативного впливу ризиків на вартісні характеристики боргового портфеля держави та оцінка ефективності управління цими ризиками, в тому числі способом оптимізації структури боргового портфеля.

На нашу думку, вказане дає підстави визначити процес управління борговим портфелем держави як сукупність наступних складових: управлінської діяльності, що є складовою макрорівневого фінансового менеджменту, здійснюється в контексті окреслених макроекономічних настанов та з урахуванням протиріч боргової політики та інших напрямків економічної політики держави; безпосередньої діяльності боргових менеджерів щодо управління процесами, які обумовлюють зміни в структурі боргового портфеля, впливають на зміну його обсягу та обсяги боргових виплат.

Щодо теоретичної розробки питань, пов'язаних з формуванням боргового портфеля держави та управлінням ним, необхідно зазначити переважну теоретичну та практичну досліджуваність боргового менеджменту в рамках макроекономічного управління. Активне вивчення наслідків взаємного впливу державного запозичення та загальноекономічних процесів, теоретична розробка питань щодо необхідності втручання держави в

економічні процеси було і залишається темою багатьох наукових досліджень та гострої полеміки провідних учених і спеціалістів у галузі економічної теорії та державних фінансів різних часів. Варто підкреслити, що сучасна наукова думка щодо проблематики дефіцитного фінансування потреб економіки, яка є синтезом теоретичних поглядів економістів різних шкіл та напрямків, базується на визнанні як позитивного, так і негативного впливу державного запозичення на розвиток економіки.

Виходячи з наведеного, в рамках даного дослідження вважаємо за доцільне вказати на такі принципові сучасні вимоги до процесу управління борговим портфелем держави:

а) необхідність управління вартістю запозичення і в першу чергу вартістю подальшого обслуговування боргового портфеля держави. Адже основне навантаження для економіки борговий портфель держави представляє з позиції платежів, що відволікаються з державного бюджету на виконання боргових зобов'язань;

б) необхідність спільної оцінки вартісних характеристик боргового портфеля держави та ризику в рамках різних стратегій запозичення.

З урахуванням визначених вимог та на основі узагальнення численних характеристик цілей та завдань управління зобов'язаннями боргового портфеля держави, які даються зарубіжними та вітчизняними економістами, нами пропонується визначити загальними цілями управління борговим портфелем держави забезпечення стабільного фінансування потреб держави за найнижчою вартістю, беручи до уваги необхідність підтримки оптимального співвідношення майбутніх боргових виплат (перш за все обслуговування боргового портфеля держави) та ризиків у рамках різних стратегій запозичення, що в результаті має сприяти макроекономічній стабільності у коротко- та довгостроковому періодах.

Повертаючись до питань боргового менеджменту з погляду теоретичного забезпечення та практичної реалізації цього процесу, зазначимо, існування низки класичних моделей управління борговими

зобов'язаннями держави, що відображають проблематику: 1) оптимального динамічного оподаткування; 2) мінімізації соціальних втрат; 3) цільової функції органа; відповідального за управління борговими зобов'язаннями (вибір між вартістю та ризиком) 4) теоретичного та практичного визначення оптимальних характеристик боргових інструментів.

Варто наголосити, що наведені аргументи на користь автономної структури з управління борговим портфелем держави, не можуть бути свідченням абсолютної ефективності саме такої інституціональної побудови.

Також вважаємо за доцільне зазначити, що автономність є можливою та ефективною за умов зрілої системи управління борговими зобов'язаннями, впорядкованості законодавства у сфері боргових запозичень держави, ефективності фіскальної політики, розвиненості фінансових ринків. Стосовно України, згадані вище умови відсутні, а отже, дискусії щодо створення автономної агенції з управління борговим портфелем уряду України, що нерідко мають місце поточним часом, на нашу думку, поки що позбавлені сенсу.

1.2. Роль боргового ризик-менеджменту в управлінні борговою безпекою держави

Сучасні умови економічного життя внесли суттєві корективи в процес боргового менеджменту та обумовили об'єктивну потребу розвитку системи управління ризиками боргового портфеля держави.

Вихідною основою для розгляду проблематики впливу ризиків на борговий портфель держави є сутність його утворення. Адже борговий портфель держави є зазвичай досить нерівномірним та формується з розмаїття фінансових інструментів, кожний з яких має свої ринкові характеристики. Відповідно, саме природа операцій, пов'язаних з формуванням та управлінням борговими зобов'язаннями, обумовлює

ризикованість боргового портфеля держави: зміни характеристик складових боргового портфеля викликають постійні коливання його обсягу і боргових платежів. Це, своєю чергою, створює нестабільність для фіскальної сфери та потребує постійної оцінки масштабів таких змін, пошуку можливостей мінімізації негативного впливу. Згадані питання є завданням боргового ризик-менеджменту, основні засади та інструменти якого будуть розглянуті в наступних розділах роботи.

Враховуючи специфіку сфери боргових запозичень держави, ризик боргової безпеки держави, можна визначити як потенційну можливість (ймовірність) зміни вартісних характеристик боргового портфеля держави внаслідок дії одного або сукупності чинників. З погляду вартісних характеристик боргової безпеки держави, в контексті забезпечення фінансової стабільності вагомому роль відіграє оцінка ймовірності зміни обсягу платежів за накопиченими зобов'язаннями (перш за все платежів з обслуговування боргового портфеля держави), а не власне обсяг таких зобов'язань.

Адаптування загальної теорії щодо управління ризиками дозволяє охарактеризувати борговий ризик-менеджмент як процес ідентифікації ризиків боргового портфеля держави, їх оцінки, знаходження оптимального варіанту поєднання таких ризиків з вартісними характеристиками боргового портфеля держави та розробки на цій основі стратегічних й тактичних дій боргової політики держави у взаємозв'язку з іншими напрямками економічної політики.

Усвідомлення значної ролі боргового фактора в появі та поширенні кризових явищ, в тому числі з погляду надмірного прийняття ризику в процесі державного запозичення, спричинило бурхливий розвиток боргового ризик-менеджменту в теоретичній та практичній площині. Адже, як наголошується фахівцями Світового банку та Міжнародного валютного фонду, «навіть за наявності надійних макроекономічних рамок ризиковані методи управління боргом збільшують уразливість економіки до

економічних та фінансових потрясінь» [44, с. 3].

Ще раз підкреслимо, що такі ризикові методи управління борговими зобов'язаннями в більшості були обумовлені надмірною увагою при запозиченні до оцінки його вартості і одночасним нехтуванням оцінки чутливості дальших боргових виплат з погашення та обслуговування прийнятих боргових зобов'язань до негативних ринкових змін. Отже, в таких умовах зростання боргових портфелів держави відбувалось способом прийняття переважною частиною короткострокових боргових зобов'язань або зобов'язань за плаваючою відсотковою ставкою. У результаті державні бюджети піддавалися серйозній загрозі з боку ризику зміни умов державного запозичення на фінансових ринках. Разом з тим зазначимо й той факт, що залежність різних економік країн світу від зовнішніх факторів посилювало переважне накопичення зовнішніх боргових зобов'язань (урядових та боргів приватного сектору економіки).

В більшості випадків основними антикризовими заходами боргового менеджменту для країн-позичальників визначалися недопущення значних обсягів зовнішніх боргових зобов'язань у поєднанні з їх короткостроковістю. Одночасно, на нашу думку, варто підкреслити практичну недосяжність зазначених позицій в умовах значних потреб країн в рефінансуванні накопичених боргових зобов'язань, особливо в міру загострення кризових явищ. Послідовне управління структурою боргового портфеля держави та ризиками у сфері боргових запозичень держави має реалізовуватися протягом усього часу формування такого портфеля. Одним з перших на важливість державної політики з регулювання структури боргових зобов'язань звернув увагу Дж. Тобін. Він зазначав, що оптимальний вибір форм та співвідношення боргових зобов'язань сприяє попередженню багатьох небажаних впливів, які викликані ефектом витіснення, зокрема так званий фіскально-орієнтований *debt management* сприяє мінімізації боргових витрат [45, с. 156]. Поряд з широким визнанням положень щодо необхідності управління структурою урядових боргових зобов'язань як елемента

здійснення кон'юнктурної (стабілізаційної) політики, практика довела обмежений і недійсовий ефект боргового менеджменту, що переслідує макроекономічні цілі, без урахування фіскальних обмежень.

Попередня практика боргового менеджменту в Україні, результатом якої стало несистемне формування значною мірою ризикового боргового портфеля держави на фоні макроекономічних труднощів, хронічної незбалансованості державного бюджету та слабого розвитку внутрішнього ринку капіталу, є також досить наглядним прикладом неефективної та недалекоглядної державної політики.

Так, наприкінці 1990-х рр. хвиля фінансових криз торкнулася і України. Боргова ситуація в державі під впливом кризових явищ вийшла з-під контролю, боргове навантаження на економіку держави перевищило критичні межі, які є складовими показників економічної безпеки держави. Цьому сприяли порушення важливих макроекономічних нормативів, які прямо та опосередковано впливали на накопичення боргових зобов'язань, можливість їх погашення та обслуговування (погіршення фіскальної ситуації в країні, низьке наповнення дохідної частини бюджету, інфляція та зростання курсів іноземних валют, погіршення стану зовнішньої торгівлі, відтік валютних коштів, падіння реального ВВП тощо).

Але вихідним фактором того, що боргова ситуація в державі не витримала тиску кризових явищ (скорочення попиту на державні облігації, зростання дохідності за ОВДП, збільшення вартості обслуговування внутрішнього державного боргу тощо), можна назвати неефективність структури боргового портфеля, що мала Україна на кінець 1999 р., а саме домінування зовнішніх зобов'язань у структурі боргового портфеля, лєвова частка нерезидентів-власників внутрішніх боргових зобов'язань України, короткостроковість зобов'язань.

Слід зазначити, що хаотичному формуванню боргової безпеки держави та зростанню боргового навантаження на економіку України крім вже зазначених вище факторів сприяли неефективне використання

запозичених коштів, фактична відсутність боргової стратегії, у тому числі відсутність зваженого підходу до визначення оптимальних умов державного запозичення та диверсифікації запозичень за джерелами і кредиторами, відсутність стратегії розвитку внутрішнього фінансового ринку, практика «ручного» керування бюджетом без оцінки наслідків державного запозичення в середньостроковій перспективі, неефективною практика надання державних гарантій тощо. Відповідно більшість перелічених факторів лише підсилювали дію один одного, сприяючи зростанню обсягів боргового портфеля уряду України та платежів з його погашення та обслуговування. Накопиченню боргових зобов'язань також сприяли неузгодженість фіскальної та монетарної політики, прийняття рішень, що призвели до зростання боргового портфеля держави, внаслідок визнання борговими зобов'язаннями уряду зобов'язань, що не були обумовлені державним запозиченням.

На нашу думку, можна стверджувати, що формування боргової безпеки держави відбувалося при повному ігноруванні оцінки ризиків та управління ними з метою мінімізації потенційних негативних наслідків. А відтак, ігнорувалась реалізація такого важливого в сучасних умовах елемента управління суверенними боргами, як збалансування вартості і ризику.

Аналогічним чином в економічній теорії та практиці визначаються такі типові ситуації формування боргових портфелів, де переслідування лише фактора зниження вартості здатне мати зворотні результати:

- вибір між короткостроковими і довгостроковими витратами: на момент здійснення державного запозичення вартість короткострокових боргових зобов'язань може бути більш прийнятною, ніж вартість довгострокового запозичення. Одночасно формування боргового портфеля з надмірною часткою короткострокових зобов'язань в разі погіршення стану ринків, обмеження можливості здійснення запозичення на прийнятних умовах тощо *може* мати наслідком збільшення витрат на обслуговування зобов'язань, зниження ліквідності і за вкрай несприятливої ситуації – ризик

дефолту;

- вибір валют державного запозичення: попри те, що випуск боргових зобов'язань у іноземній валюті або таких, що прив'язані до курсів інших валют, на певному проміжку часу з точки зору вартості може бути більш привабливим, ніж випуск зобов'язань в національній валюті, з часом вартість такого запозичення може значно зрости та піддати баланс бюджету суттєвим ризикам, тоді як розвиток внутрішніх ринків капіталу такі ризики може зменшити;

- вибір видів ставок державного запозичення: у певній ринковій ситуації запозичення за плаваючою ставкою може бути дешевшим, ніж за фіксованою, але значний обсяг зобов'язань у борговому портфелі держави, що прийняті на згаданих умовах, несе ризик збільшення боргових виплат та ризик прогресуючої залежності сфери боргових запозичень держави від ринкових факторів.

Цілком виправданим є наголос на тому, що намагання мінімізувати боргові платежі чи обсяг боргового портфеля держави при ігноруванні фактора ризику та нехтуванні оцінкою можливих наслідків несприятливого розвитку ситуації на ринку позбавлено сенсу. З іншого боку, зазначимо, що коли всі головні фактори (середня строковість зобов'язань, стабільність ринків у перспективі, масштаби ризиків тощо) розглянуті і визнані задовільними, тоді вартість, безумовно, можна вважати визначальним критерієм для вибору між альтернативними варіантами. Таким чином, з точки зору портфельного підходу аналіз операцій в рамках боргового ризик-менеджменту включає: а) аналіз змін складу боргового портфеля (прямий вплив на зміни обсягів боргових виплат) б) аналіз зміни співвідношення ризику та вартісних характеристик внаслідок змін ринкової кон'юнктури; потенційний вплив на зміни обсягів боргових виплат).

З огляду на раніше запропоновані нами підходи до аналізу боргової безпеки держави в рамках макро- та мікрорівня, стосовно процесу управління ризиками боргової безпеки держави, на нашу думку, також зберігається

доцільність визначення різних площин цієї проблематики:

- макроекономічний аспект боргового ризик-менеджменту – проведення роботи щодо ефективного формування боргового портфеля держави у тісному взаємозв'язку із загальнодержавними економічними процесами та аналіз ризику, що несе наявність певного портфеля зобов'язань з погляду боргової безпеки країни. Адже, як уже підкреслювалося, борговий портфель держави у своєму формуванні зазнає впливу різноманітних зовнішніх та внутрішніх факторів і певним чином зворотно впливає на економічні та фінансові процеси в країні. Як зазначається фахівцями МВФ та Світового банку, «причини ризикованості структури державних боргових зобов'язань нерідко криються в прове дені необґрунтованої економічної політики – бюджетно-податкової, грошово-кредитної і курсової, хоча ефект зворотного зв'язку, безумовно, діє в обох напрямках» [44, с. 3];

- борговий ризик-менеджмент на рівні структури портфеля боргових зобов'язань – управління внутрішньою структурою зобов'язань способом оптимізації боргового портфеля в розрізі валют запозичення, ставок, джерел, термінів запозичення тощо з метою збалансованого поєднання вартісних характеристик та ризику. Не оптимально сформована внутрішня структура боргового портфеля держави потенційно обумовлює значний ризик зростання обсягів боргового портфеля та платежів за ним і потребує не менш значної уваги, ніж макроекономічний аспект боргової проблеми.

Проблематика управління ризиками боргової безпеки держави вимагає однаковою мірою приділення уваги як факторам ризику на макрорівні, так і на рівні структури зобов'язань. Водночас нерідко (особливо на перших етапах розвитку боргового менеджменту) існує серйозне нерозуміння значення управління ризиками, закладеними в структурі певного портфеля.

Підсумовуючи викладене щодо місця та ролі боргового ризик-менеджменту в управлінні борговою безпекою держави, варто відзначити такі важливі моменти:

- виважене управління ризиками є важливим для скорочення

невизначеності щодо прийнятності ризиків для уряду, його вибору між вартісними характеристиками та ризиками, для розробки боргової стратегії держави у взаємозв'язку з грошово-кредитною та фіскальною політикою;

- система управління ризиками необхідна для прийняття економічно виправданих рішень щодо формування боргового портфеля держави. Підкреслимо, що сучасною вимогою до процесу безпосереднього управління борговим портфелем держави є ретельний аналіз кожної операції, що пов'язана зі зміною обсягу боргового портфеля держави, крізь призму ризиків та оптимальне збалансування вартісних характеристик та ризику. Разом з тим відсутність системи ризик-менеджменту може призвести до формування неоптимального боргового портфеля, обслуговування якого створюватиме непомірне навантаження на державний бюджет, що в наслідку негативно відіб'ється на всіх економічних процесах. Здійснюючи управління ризиками боргового портфеля держави, уряд у такий спосіб скорочує ризик загального балансу економіки. Відмітимо, що таке професійне управління державним боргом не лише робить країну менш вразливою до фінансових потрясінь, а й скорочує джерело нестабільності для приватного сектору;
- борговий ризик-менеджмент є основою для прийняття рішень щодо схвалення або відхилення певних трансакцій. Якісний борговий ризик-менеджмент не тільки дозволяє оптимально використовувати фінансові ресурси, а й сприяє досягненню економії бюджетних коштів;
- відповідним чином, управління ризиками боргового портфеля держави у сучасних умовах стало невід'ємною складовою діяльності провідних боргових офісів країн світу.

Першим кроком процесу управління ризиками боргового портфеля держави є ідентифікація ризикових факторів та поділ на групи за певними ознаками. Варто зазначити відсутність в економічній літературі чіткої систематизації та класифікації ризиків боргового портфеля держави, що

пояснюється новизною даної проблематики та недостатнім рівнем дослідження теоретичних та методологічних аспектів питань, пов'язаних з управлінням ризиками у сфері боргових запозичень держави в сучасних економічних умовах. Як свідчить аналіз, зазвичай такі ризики фрагментарно і відображаються в загальній характеристиці фінансових ризиків, суверенних ризиків та в матеріалах щодо складання кредитних рейтингів певних емітентів.

Аналіз запропонованих в економічній літературі варіантів класифікації ризиків загального плану і специфічних (зокрема банківські ризики, ризики інвестування, ризики господарюючих суб'єктів, зовнішньоекономічні ризики тощо), їх адаптування до сфери боргових запозичень держави та критичний аналіз вивчення вияву зазначених ризиків дозволило нам запропонувати таку структуру ризиків боргового портфеля держави макрорівня (рис. 1.3):



Рис. 1.3. Ризики боргового портфеля держави макрорівня.

**Систематизовано на основі джерела [2]*

Загалом характеризуючи найсуттєвіші моменти впливу кожного з наведених видів ризику, зазначимо наступне:

1.1. Політичний ризик стосовно до боргового портфеля держави пропонується визначити як ризик поточних або майбутніх змін політичної ситуації в країні тією мірою, якою вони можуть вплинути: на умови нового

державного запозичення виходячи з рейтингу її політичної стабільності; на готовність країни виконувати боргові зобов'язання.

1.2. Ризик монетарної політики щодо боргового портфеля держави можна визначити як ризик поточних або майбутніх змін монетарної політики країні тією мірою, якою вони можуть вплинути на вартість державного запозичення. В процесі регулювання відносин, пов'язаних з формуванням боргового портфеля держави та далішим управлінням ним, можуть виникати об'єктивні суперечності між фіскальною та грошово-кредитною політикою (у першу чергу це стосується дій щодо курсової політики та процентних ставок), що в результаті може зумовити зростання вартості державного запозичення.

1.3. Ризик економічного зростання та розвитку стосовно до боргового портфеля держави можна визначити як ризик поточних або майбутніх змін економічної ситуації в країні тією мірою, якою вони можуть вплинути на збалансованість грошових потоків на рівні держави у цілому.

1.4. Стратегічний ризик стосовно до боргового портфеля держави може бути визначений як наявний або потенційний ризик, що виникає через неузгодженість напрямків державної політики в тому ключі, в якому вони можуть негативно позначитися на зростанні напруження у сфері боргових запозичень держави, обумовити економічно невиправдане збільшення боргового портфеля держави.

1.5. Загальноринкові ризики можна визначити як ризик поточних або майбутніх змін ситуації на ринках капіталу тією мірою, якою вони можуть вплинути на вартість державного запозичення. Як було зазначено раніше, економіка, залежна від зовнішнього фінансування, є дуже чутливою до коливань на зовнішньому ринку капіталу та дестабілізаційного впливу спекулятивного капіталу. Основні фактори цього типу ризику (потрясіння та кризи на світових ринках, спекулятивні дії та ін.) впливають на можливості держави рефінансувати накопичені борги, визначають вартість та строковість нових запозичень.

В економічній літературі сукупність політичного ризику, ризику монетарної політики, економічного зростання та розвитку нерідко об'єднується під поняттям загального ризику країни (ризик платоспроможності країни). Цей ризик в більшості випадків пов'язують із готовністю країни виконувати зовнішні зобов'язання, відповідно він залежить від наявності «поточних чи майбутніх змін політичних або економічних умов в країні в тому ступені, в якому вони можуть вплинути на здатність країни виконувати зобов'язання зі сплати зовнішнього боргу. Взаємодоповнюючий розгляд політичного та економічного ризиків здебільшого обумовлює те, що «економічні ризики визначають наявність у уряду можливості своєчасно погашати свої боргові зобов'язання і перебувають у тісній функціональній залежності від кількісних і якісних факторів. Політичні ризики відображають ступінь готовності уряду сплачувати борги» [2, с. 12].

Отже, ризик платоспроможності країни в економічній літературі визначається як багатофакторне явище, що характеризується тісним переплетінням фінансових, соціально-економічних і політичних факторів. Він визначається за допомогою різного роду суверенних (кредитних) та інвестиційних рейтингів (індексів). Кредитний рейтинг безпосередньо залежить від ризику невиконання країною-боржником своїх зобов'язань, тобто ймовірності настання ситуації, коли країна не зможе або не захоче виконати свої боргові зобов'язання своєчасно та в повному обсязі. Зазначимо, що на практиці існує тісний кореляційний зв'язок між кредитним рейтингом та премією за ризик, яка безпосередньо впливає на ціну запозичень. Поряд з цим кредитоспроможність держави є критерієм для формування інвестиційного іміджу держави – її інвестиційної привабливості.

Як свідчить аналіз, оцінка кредитоспроможності держави нерідко здійснюється окремо щодо внутрішньої та зовнішньої складової боргового портфеля, незважаючи на те, що здатність та готовність виконувати ці два типи зобов'язань залежить від одних і тих самих факторів. Відмітимо, що в

аналізі суверенного ризику щодо зобов'язань у національній валюті вагомими є результати діяльності у фіскальній та грошово-кредитній сферах, щодо зобов'язань в іноземній валюті цей перелік факторів є зазвичай більш широким та крім аналізу вже зазначених факторів включає аналіз стану та динаміки платіжного балансу, середньострокової ліквідності (в тому числі з точки зору строковості боргових зобов'язань, вразливості структури боргового портфеля держави та обсягів виплат за ним до зміни головних ринкових факторів, до дій основних кредиторів), оцінку ступеня інтеграції країни в глобальну фінансову систему.

Стосовно ризиків боргового портфеля держави мікрорівня зазначимо, що ризики здебільшого піддаються кількісній оцінці та, відповідно, можуть бути визначені як вимірна ймовірність збільшення боргових виплат, у першу чергу вартості обслуговування боргового портфеля держави. Адже, на практиці «боргові менеджери більш зацікавлені, перед усім, в контролі витрат з обслуговування боргових зобов'язань, що безпосередньо стосуються витрат бюджету, а не щоденних коливань у ринковій вартості портфелів боргових зобов'язань» .

Отже, цілком виправданим, на нашу думку, є твердження, що ризик збільшення вартості обслуговування боргового портфеля держави – першочергова причина для занепокоєння уряду в управлінні наявними та потенційними борговими зобов'язаннями.

РОЗДІЛ 2

ДІЮЧА ПРАКТИКА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

2.1. Оцінка рівня боргової безпеки держави

Аналіз боргового портфеля держави є різноплановим та комплексним процесом, що ґрунтується на використанні сукупності якісних та кількісних показників у контексті: а) макроекономічного управління; б) фіскального управління; в) управління структурою боргового портфеля держави. Зазначимо, що важливою метою такого аналізу, як правило, є виявлення існуючих та потенційних проблем у сфері боргових запозичень держави, що зумовлені недоліками діючої практики боргового менеджменту. Результати такого аналізу стають основою дальшої розробки стратегічних та тактичних дій в рамках управління борговим портфелем держави, в тому числі за допомогою визначення низки практичних заходів, що націлені на мінімізацію негативних наслідків дії ризикових факторів (у першу чергу ринкового ризику). З цієї позиції окреслимо основні показники, які, як свідчить практика боргового менеджменту, мають принципове значення для аналізу боргового портфеля держави: обсяги боргового портфеля держави та платежів з його погашення та обслуговування (оцінка динаміки фактичних та прогнозних показників, їх розподіл у часі тощо); результати розрахунку основних показників боргового навантаження на економіку; частка різних джерел у державному запозиченні, основні групи кредиторів, валютна структура боргових зобов'язань, їх середня строковість та інші показники в рамках структурного аналізу боргового портфеля держави; оцінка коливань платежів за зобов'язаннями боргового портфеля держави під впливом основних ризикових факторів (валютна та відсоткова компоненти ринкового ризику); експертне визначення додаткових ризиків у сфері боргових запозичень держави.

Відслідковуючи стан боргового навантаження України доводиться констатувати стрімке нарощування державної заборгованості.

Станом на 31 грудня 2024 року державний та гарантований державою борг України становив 6 980,96 млрд грн, або 166,06 млрд дол. США, а саме: державний та гарантований державою зовнішній борг – 5 048,48 млрд грн (72,32 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 120,09 млрд дол. США; державний та гарантований державою внутрішній борг – 1 932,49 млрд грн (27,68 %), або 45,97 млрд дол. США (рис. 2.1).

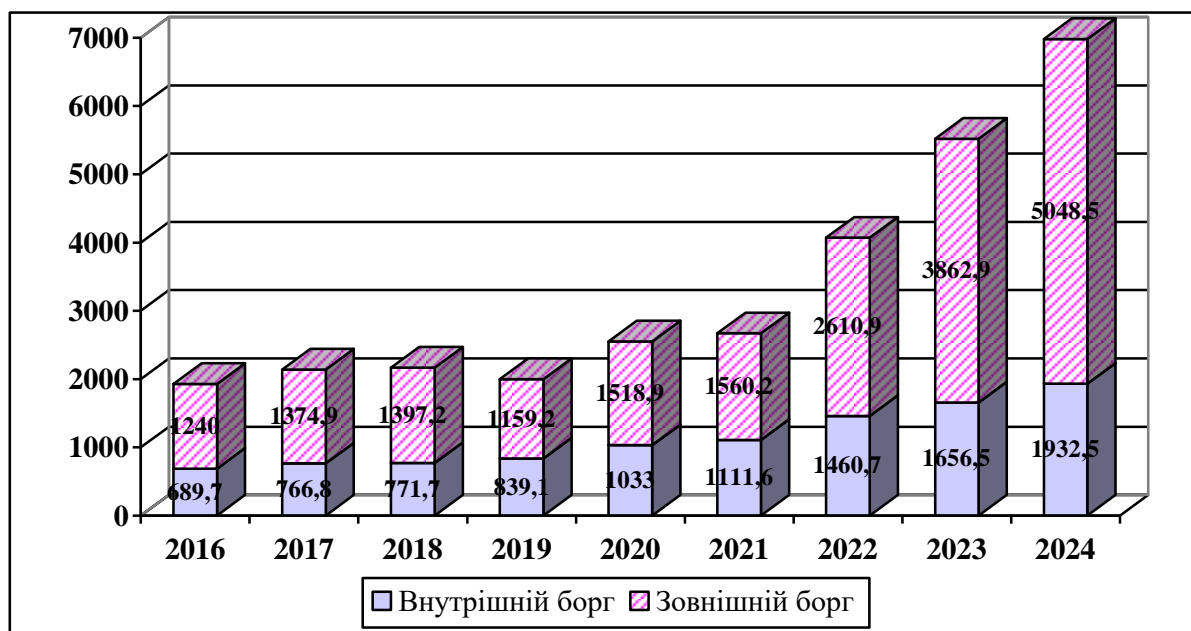


Рис. 2.1. Динаміка державного боргу України у 2016-2024 рр. (млрд. дол.)*

Разом з тим, варто зауважити, що номінальний обсяг державного боргу має нестабільну, циклічну динаміку.

Державний борг України становив 6 692,45 млрд грн (95,87 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 159,20 млрд дол. США. Державний зовнішній борг становив 4 829,32 млрд грн (69,18 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 114,88 млрд дол. США. Державний внутрішній борг становив 1 863,13 млрд грн (26,69 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 44,32 млрд дол. США [19].

Гарантований державою борг України становив 288,51 млрд грн (4,13%), або 6,86 млрд дол. США, зокрема: гарантований державою зовнішній борг – 219,15 млрд грн (3,14 %), або 5,21 млрд дол. США; гарантований

* Розраховано і побудовано на основі даних Міністерства фінансів України

державою внутрішній борг – 69,36 млрд грн (0,99 %), або 1,65 млрд дол. США.

Повністю структуру державного та гарантованого державою боргу за даними Міністерства фінансів України на 31.12.2024 наведено в табл. 2.1

Таблиця 2.1

Структура державного та гарантованого державою боргу у 2024 році [12].

№	Показник	зовнішній		внутрішній		усього	
		млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%
1.	Державний борг	4 829 321,6	69.2%	1 863 132,1	26.7%	6 692 453,8	95.9%
2.	Гарантований борг	219 153,6	3.1%	69 357,5	1.0%	288 511,1	4.1%
3.	Сукупний	5 048 475,3	72.3%	1 932 489,6	27.7%	6 980 964,9	100.0%

В цілому протягом 2024 року сума державного та гарантованого державою боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на 1461,33 млрд грн і в доларовому еквіваленті державний та гарантований державою борг збільшився на 20,74 млрд дол. США в основному внаслідок збільшення довгострокового пільгового фінансування від міжнародних партнерів, зокрема від ЄС межах фінансового інструменту Ukraine Facility.

Повномасштабне вторгнення Росії в Україну в 2022 році призвело до різкого зростання співвідношення державного боргу до ВВП: з 70,2% до 91,2% (рис. 2.2) [14].

Аналізуючи ситуацію із державною заборгованістю на основі кількісних та якісних параметрів, можна зробити висновок про те, що за кількісними параметрами Україна має значне боргове навантаження і входить до групи країн – найбільших боржників.

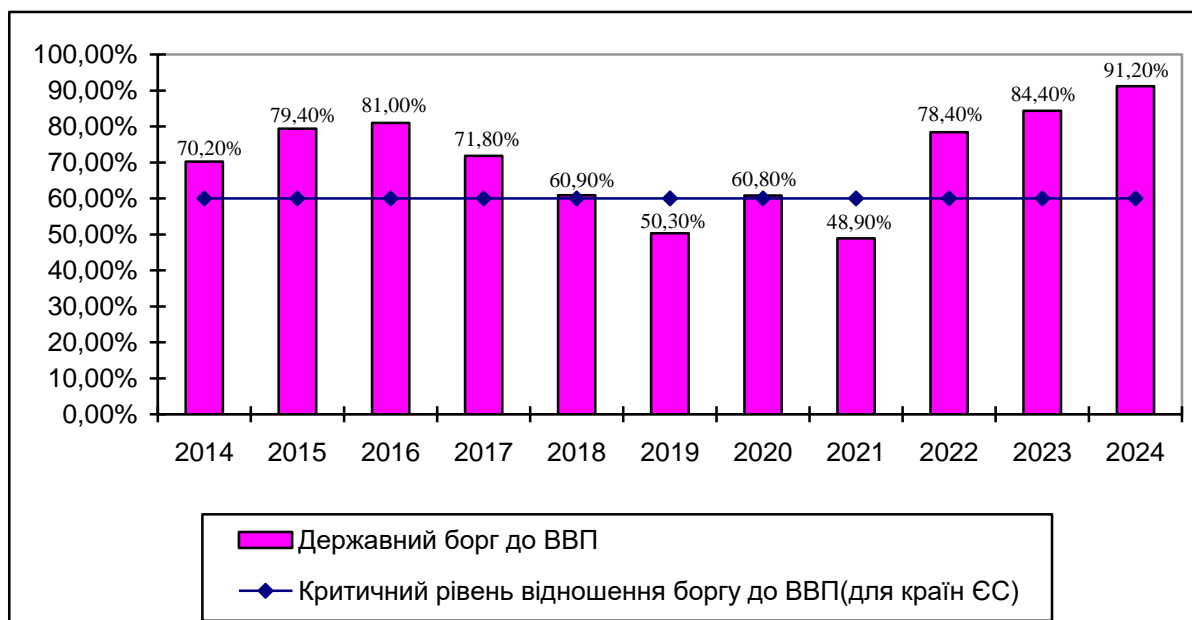


Рис. 2.2. Співвідношення державного боргу до ВВП за 2014-2024рр.*

Примітка. Складено за даними Міністерства фінансів України [28].

Згідно з середньостроковою стратегією управління державним боргом України [1], внутрішній борг має значну частину короткострокових зобов'язань, які становлять приблизно 46% від загальної суми боргу. Це є негативним аспектом, оскільки короткострокові зобов'язання створюють додаткове навантаження на державний бюджет. У той же час, зовнішній борг має більш збалансовану структуру, адже значна частина його погашення (41%) припадає на довгострокові зобов'язання, термін погашення яких перевищує 10 років (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Боргова структура зовнішнього та внутрішнього боргу [1]

№	Показник	менше 3 років	3-5 років	5-7 років	7-10 років	більше 10 років
1.	Внутрішній %	46%	10%	5%	9%	30%
2.	Зовнішній %	12%	19%	9%	18%	41%

Проаналізувавши структуру боргового портфеля України, можна прийти до висновку, що вона є не ефективною, а тому породжує реальні та потенційні ризики і загрози економічному розвитку держави. Тому потрібно

звернути увагу на виваженість боргової політики у сфері управління фінансовими ризиками, що виникли внаслідок не збалансованої структури державного боргу.

Загальний державний борг охоплює не лише прямі зобов'язання, що виникають через позики, а й гарантований борг, який включає державні гарантії щодо погашення боргів інших осіб (рис.2.2).



Рис. 2.2. Державний гарантований борг України за період 2015-2024 років у млн. грн.

Примітка. Складено за даними Міністерства фінансів України [28].

Це означає, що уряд бере на себе відповідальність за заборгованість за цінними паперами, випущеними різними державними установами, такими як Державна іпотечна установа, Укравтодор та Укренерго на зовнішніх та внутрішніх ринках. До складу державного боргу також входить забезпечення гарантій перед банківськими установами, зокрема державними банками, такими як ПАТ «Державний ощадний банк України», який має найбільшу частку цих гарантій. На початок 2023 року загальна сума таких гарантій становила 13,94 млрд грн. Україна також надає гарантії за боргами на зовнішньому ринку як для комерційних, так і для державних банків. Найбільша частка цих гарантій припадає на позики, отримані від експортно-імпортного банку Китаю, сума яких у 2023 році досягла 30,17 млрд грн. Крім того, уряд України надає гарантії міжнародним фінансовим організаціям,

серед яких МВФ, Європейський інвестиційний банк, Європейський банк реконструкції та розвитку, Фонд чистих технологій та інші [43].

Навантаження витрат на борг для бюджету оцінюється не тільки через порівняння темпів зростання ВВП країни та платежів за боргом, а й аналіз часток боргових платежів у загальному обсязі доходів і витрат. Поряд із зростанням державного боргу у 2024 році, спостерігається зростання витрат з його погашення та обслуговування (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Вплив витрат з обслуговування державного боргу на показники Державного бюджету України у 2015 – 2024 роках

Роки	Доходи ДБУ, млн грн	Витрати з погашення та обслуговування державного боргу, млн грн			Питома вага витрат з погашення та обслуговування державного боргу у доходах ДБУ, %
		погашення	обслуговування	усього	
2015	534 694,8	416 585,6	84 505,4	501 091,0	93,72
2016	616 283,2	111 410,0	95 794,2	207 204,2	33,62
2017	793 441,9	363 501,2	110 456,1	473 957,3	59,73
2018	928 114,9	234 467,8	115 431,2	349 899,0	37,70
2019	998 344,9	345 212,5	119 247,6	464 460,1	46,52
2020	1 076 027,0	385 509,3	119 718,8	505 228,1	46,95
2021	1 296 896,5	441 085,3	155 695,7	596 781,0	46,02
2022	1 787 395,6	448 564,3	157 870,6	606 434,9	33,93
2023	2 671 998,0	436 519,8	247 601,2	684 121,0	25,60
2024	3 122 713,4	951 947,0**	307 364,7	1 259 311,7	40,33

Примітка. Складено за даними Міністерства фінансів України [28].

Як видно з даних табл. 2.2, впродовж періоду з 2015-2024рр. частка витрат з обслуговування і погашення державного боргу у доходах Державного бюджету України постійно зменшувалась: з 93,72% у 2015р. до 40,33 у 2024р. Це викликано як зростанням видатків Державного бюджету України, так і зростанням витрат з обслуговування і погашення державного боргу.

У забезпеченні боргової безпеки держави існують суттєві загрози, фінансовій стабільності України, зокрема її платоспроможності та

міжнародній ліквідності, що пов'язані з нераціональною структурою державного боргу. Так, хронічною проблемою України є абсолютне переважання в складі державного боргу частки зовнішніх запозичень, які зумовлюють вразливість економіки країни до коливань зовнішньоекономічної кон'юнктури.

- У 2024 році Україна збільшила обсяг державних запозичень (як внутрішніх, так і зовнішніх) у 1,5 раза порівняно з попереднім роком (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Показники виконання державного бюджету України щодо державного боргу в 2021–2024 рр. [28]

Показники	Роки			
	2021	2022	2023	2024
1. Запозичення до державного бюджету (усього), млрд грн, у т. ч.:	618,2	1309,1	1704,2	2512,9
– внутрішні позики, млрд грн;	410,1	696,9	552,6	638,4
– зовнішні позики, млрд грн	208,1	612,2	1151,6	1874,4
2. Погашення держборгу (усього), млрд грн, у т. ч.:	441,1	448,6	436,5	1109,6
– за внутрішніми зобов'язаннями, млрд грн;	343,5	401,9	369,8	382,8
– за зовнішніми зобов'язаннями, млрд грн	97,6	46,6	66,7	726,8
3. Видатки на обслуговування державного боргу та виплати за державними деривативам / частка у видатках, млрд грн / %	155,7 / 10,3	157,9 / 5,8	247,6 / 6,3	307,4 / 6,8
4. Обсяг державного та гарантованого державою боргу України, млрд грн / млрд дол. США	2672,02 / 97,95	4071,68 / 111,34	5519,64 / 136,59	6980,93 / 166,06

Структура цих запозичень виглядала наступним чином:

- Залучення з внутрішніх джерел склало 638,4 млрд грн, тоді як у 2023 році цей показник становив 552,6 млрд грн. Протягом 2024 року

Міністерство фінансів провело 201 аукціон з розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), залучивши таким чином 640 млрд грн для покриття дефіциту державного бюджету. Станом на кінець 2024 року рівень рефінансування ринкових ОВДП становив 167%, зокрема для ОВДП, номінованих у гривні – 200%, у доларах США – 115%, а в євро – 83%.

Зовнішні запозичення у 2024 році сягнули 1874,4 млрд грн (у порівнянні з 1151,6 млрд грн у 2023 році), що у гривневому еквіваленті на майже 39% більше. Основними кредиторами виступили: Європейський Союз (17,3 млрд дол. США), Міжнародний валютний фонд (5,3 млрд дол. США), Японія (4,3 млрд дол. США), Світовий банк (3,3 млрд дол. США), Канада (1,8 млрд дол. США) та Велика Британія (0,99 млрд дол. США).

З метою відновлення боргової стійкості, збереження макрофінансової стабільності та збільшення ресурсів державного бюджету в умовах продовження російської військової агресії впродовж 2024 року було успішно завершено операцію з реструктуризації боргу обсягом близько 20,5 млрд дол. США (приблизно 24 млрд дол. США з урахуванням капіталізованих відсотків) та проведення розрахунків за державними єврооблігаціями та гарантованими державою єврооблігаціями, випущеними Державним агентством відновлення та розвитку інфраструктури України. Транзакція передбачала випуск облігацій зовнішньої державної позики на суму 15,2 млрд дол. США (що у гривневому еквіваленті дорівнює 626,9 млрд грн) у рахунок погашення частини державного зовнішнього боргу за облігаціями зовнішньої державної позики на суму 14,7 млрд дол. США (що у гривневому еквіваленті дорівнює 606,4 млрд грн) та облігацій Агентства відновлення на суму 0,5 млрд дол. США (що у гривневому еквіваленті дорівнює 20,5 млрд гривень). Зазначений правочин проведено на виконання Закону України від 18 липня 2024 року № 3880-IX «Про внесення змін до розділу VI «Прикінцеві та перехідні положення» Бюджетного кодексу України» та відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 31 липня 2024 року № 865 «Про здійснення у 2024 році правочинів з державним боргом і гарантованим

державою боргом». У підсумку державний та гарантований державою борг України скорочено на близько 8,7 млрд дол. США, що стало одним із найбільших списань боргу у нещодавно проведених реструктуризаціях суверенного боргу.

Згідно з Меморандумом про взаєморозуміння щодо врегулювання питання платежів з обслуговування державного боргу України (далі – Меморандум) між Урядом України та урядами Канади, Франції, ФРН, Японії, Великої Британії та США від 14 вересня 2022 року (зі змінами, внесеними у 2023 році) у 2024 році укладено договори щодо відстрочення платежів до 2027 року з США, Канадою, Великою Британією та Францією.

Також у 2024 році відповідно до умов Меморандуму (зі змінами) підписано Угоду (у формі обміну нотами) з Урядом Японії щодо відтермінування платежів до 2027 року. Здійснюються заходи щодо підписання договору із ЛСА щодо відповідного відтермінування платежів.

Наразі перемовини з офіційними та комерційними кредиторами щодо можливих умов реструктуризації державного зовнішнього боргу тривають.

Загалом за 2024 рік на погашення основної суми державного боргу було спрямовано 503,3 млрд грн (без урахування вищезазначеної операції з реструктуризації державного боргу), з яких 382,8 млрд грн – погашення внутрішніх зобов'язань; 120,4 млрд грн – погашення зовнішніх зобов'язань.

Обсяги погашення державного боргу та видатки на його обслуговування і виплати за державними деривативами в 2024 р. порівняно з попереднім роком збільшилися на майже 20 %. За функціональною класифікацією статей видатків у січні – грудні 2024 р. вони становили 307,4 млрд грн проти 247,6 млрд грн – у 2023 р. та 157,9 млрд грн – у 2022 р. [28]. Одним із каналів непродуктивного витрачання ресурсів у 2024 р. стали аномально високі (212,9 млрд грн) видатки на обслуговування внутрішнього боргу. У відносному вимірі такі видатки досягли 2,8 % ВВП.

Водночас вагому позитивну роль у скороченні обсягів погашення зовнішнього державного боргу та видатків на його обслуговування зіграло те,

що Мінфін здійснив реструктуризацію комерційного боргу за тринадцятьма серіями державних єврооблігацій та гарантованих державою єврооблігацій, випущених Укравтодором на суму близько 20,5 млрд дол. США (приблизно 24 млрд дол. США з урахуванням капіталізованих відсотків). Завдяки цій угоді державний та гарантований державою борг України скоротився приблизно на 9 млрд дол. США. Це означає номінальне зниження вартості боргу на 37 % з першого дня дії угоди і зниження чистої приведеної вартості боргу на близько 60 % (при ставці дисконтування 14 %). Боргові виплати зменшуються на 9,3 %, що зумовить економію 11,4 млрд дол. США протягом наступних трьох років. Окрім цього, витрати на обслуговування і погашення боргу до 2033 р. зменшаться на 77 %, що дозволить заощадити загалом 22,8 млрд дол. США.

Важливим досягненням України стало залучення коштів, що будуть забезпечені майбутніми доходами від заморожених активів РФ у межах G7 ERA Mechanism обсягом 50 млрд дол. США. Зокрема, наприкінці грудня 1 млрд дол. США було залучено Україною від США через програму Світового банку Second Growth Foundations Development Policy Loan. Фінансування здійснюється за рахунок внеску США у 20 млрд дол. США в межах ініціативи G7 ERA Mechanism.

Надходження коштів у межах G7 ERA Mechanism продовжилося в 2025 р. На початку січня 2025 р. Україна залучила до держбюджету 3 млрд євро, а у березні – ще 1 млрд євро від Європейського Союзу. Ці кошти також стали частиною внеску ЄС в межах зазначеної ініціативи (внесок ЄС становить 18,1 млрд євро (20 млрд дол. США)). Кошти від Євросоюзу надходитимуть частинами до кінця 2025 р.

Усі кошти від міжнародних партнерів були спрямовані на пріоритетні видатки держбюджету.

Другим за величиною джерелом фінансування дефіциту державного бюджету України після бюджетної підтримки від Європейського Союзу в 2024 р. стали надходження від ОВДП, які становили 640 млрд грн.

Загалом обсяг державного та гарантованого боргу України станом на кінець 2024 р. суттєво збільшився – до 6980,96 млрд грн (166,06 млрд дол. США), а саме: державний та гарантований державою зовнішній борг – 5048,48 млрд грн (72,3 % від загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 120,09 млрд дол. США; державний та гарантований державою внутрішній борг – 1932,49 млрд грн (27,7 %), або 45,97 млрд дол. США. Протягом 2024 р. сума державного та гарантованого державою боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на 1461,33 млрд грн, у доларовому еквіваленті державний та гарантований державою борг збільшився на 20,74 млрд дол. США. Станом на початок 2025 р. державний і гарантований борг досяг рівня 90,7 % ВВП (державний борг України до очікуваного ВВП у 2024 р. становить 87,9 %). Відносно довоєнного рівня він підвищився на 40,2 %.

Розпочате 2024 р. фінансування за програмою Механізму передачі коштів за рахунок прибутків від заморожених активів РФ (Extraordinary Revenue Acceleration Loans for Ukraine, ERA) як грантів дозволять утримати в 2025 р. рівень державного та гарантованого боргу України нижче 97 % ВВП.

З огляду на те, що МВФ у 2024 р. переглянув політику щодо відсоткових нарахувань для позичальників, що дасть змогу Україні в 2025 р. заощадити 0,38 млрд дол. США відсоткових і комісійних платежів на користь МВФ.

Для відновлення боргової стійкості Україна критично потребує збільшення частки грантів у структурі зовнішнього фінансування та повторної реструктуризації зовнішнього боргу за єврооблігаціями, офіційними двосторонніми кредитами та ВВП-варрантами із застосуванням суттєвої знижки до номіналу.

2.2. Моніторинг управління ризиками боргового портфеля держави

Борговому ризик-менеджменту належить виняткова роль у здійсненні економічно зважених кроків в управлінні борговим портфелем держави в контексті макроекономічних процесів та на рівні структури боргових зобов'язань. Так, ефективність стратегічних і тактичних рішень, що приймаються борговими менеджерами на кожному з етапів управління борговим портфелем держави, значною мірою залежить від якості побудови процесу боргового ризик-менеджменту. Стратегічними рішеннями є як такі, що націлені на забезпечення боргової безпеки країни та зменшення чутливості боргового портфеля держави до змін різних факторів макроекономічної і ринкової природи. Серед вагомих складових таких рішень окреслимо вибір потенційних джерел запозичення, шляхів запозичення, співвідношення внутрішньої і зовнішньої складових боргового портфеля держави, визначення прийняттого рівня його середньої строковості тощо. У свою чергу, тактичні рішення в процесі управління борговими портфелем держави націлені перш за все на оптимізацію фінансових потоків та зменшення вартості запозичення з урахуванням ризику і стосуються безпосередньо фінансових характеристик складових інструментів боргового портфеля держави. Окреслимо коло типових тактичних рішень, що приймаються борговими менеджерами:

1. При формуванні боргового портфеля держави: обсяги операцій державного запозичення та склад потенційних кредиторів; оптимальна строковість зобов'язань у рамках державного запозичення; час здійснення операцій державного запозичення; вибір оптимальних фінансових умов інструментів запозичення, зокрема з огляду на необхідність додержання встановлених граничних показників, окреслених стратегічних портфельних цілей, уникнення ситуацій «пікового» навантаження платежів на державний бюджет тощо. Умови кожного нового запозичення повинні бути оптимальними стосовно до всього боргового портфеля держави, оскільки

«прийнятні умови кожного нового кредиту, займу, випуску цінних паперів не виключають їх негативної сукупної дії щодо загального графіка боргових платежів [43, с. 10-11], до того ж такі нові запозичення певною мірою змінюють внутрішню структуру боргового портфеля держави (в розрізі термінів, періодичності виплат, валюти тощо), і такий ефект нового запозичення має обов'язково оцінюватися борговими менеджерами крізь призму ризиків.

2. Стосовно сформованого боргового портфеля держави з позиції: оцінки прийнятності коливань вартості боргового портфеля та боргових виплат, впливу на фіскальні показники; оцінки оптимальності графіків розподілу в часі платежів з обслуговування та погашення боргового портфеля держави; оцінки ступеня диверсифікованості структури боргового портфеля держави; визначення необхідності та можливості здійснення операцій щодо оптимізації боргового портфеля тощо.

На практиці можливість мати мінімально ризикований портфель вкрай обмежена (його переважно можуть дозволити собі економічно розвинуті країни з високоліквідним внутрішнім ринком капіталу за умов зведення до мінімуму впливу зовнішніх чинників). З врахуванням цього, на нашу думку, цілком справедливе твердження, що в більшості випадків зусилля боргових менеджерів націлені на мінімізацію наслідків вже взятого ризику. Адже, не зважаючи на важливе значення адекватної оцінки та мінімізації ризику на стадії формування портфеля, необхідність сплати вже накопичених боргових зобов'язань минулих років, диспропорції їх структури, що нерідко мають місце, типові ситуації обмеженості умов поточного оптимального запозичення для рефінансування накопичених боргових зобов'язань (особливо для країн з перехідними економіками, зокрема для України) значно ускладнюють процес боргового ризик-менеджменту, змішуючи акценти в бік комплексної оцінки та управління ризиками, що діють стосовно до вже сформованого портфеля.

Як зазначають спеціалісти МВФ та Світового банку, «в економічно

розвинутих країнах, ринки державних цінних паперів яких відрізняються, як правило, місткістю і ліквідністю, основна увага нерідко приділяється ринковому ризику. На відміну від цього, у країнах з ринками, що формуються та доступ яких до іноземних ринків капіталу обмежений (або взагалі відсутній), а внутрішні ринки боргових інструментів відносно нерозвинені, більш пильна увага повинна приділятися ризику пролонгації боргу (рефінансування)».

Безпосередньо характеризуючи процес управління борговими ризиками підкреслимо, що він базується на застосуванні стандартних та специфічних прийомів управління ризиком, умінні швидко і правильно оцінювати ринок, економічну та фінансову ситуацію, зовнішні та внутрішні чинники, що впливають на сферу боргових запозичень держави.

Інтеграція теорії й практики ризик-менеджменту та управління борговими зобов'язаннями дозволяє нам подати процес боргового ризик-менеджменту як сукупність таких етапів (рис. 2.4).

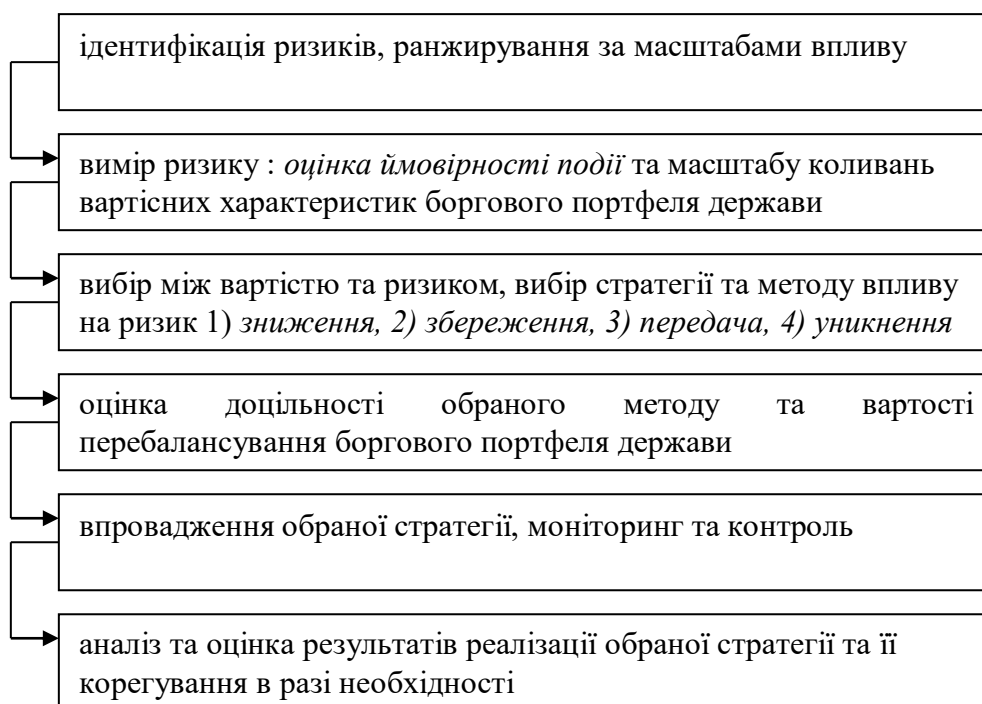


Рис. 2.4. Основні етапи боргового ризик-менеджменту*

*Складено самостійно актором

Як це показано на рис. 2.4, першим кроком процесу боргового ризик-менеджменту є ідентифікація ризиків. Як підкреслюється в економічній літературі, аналіз факторів ризику зводиться передусім до економічного аналізу їх природи і лише потім до кількісного оцінювання їх розміру. Після окреслення кола ризиків, що безпосередньо пов'язані з борговим портфелем держави, вагоме значення має правильний вимір таких ризиків.

Виходячи з аналізу практики провідних боргових офісів країн світу, зазначимо такі види оцінки ризику боргового портфеля держави:

- статистичні (характеризують діапазон коливань вартісних характеристик певних боргових показників навколо середнього значення);
- вартісні (характеризують у вартісному вимірі верхню та нижню межі певних боргових показників та оцінюють розмах коливань вартісних характеристик за заданого рівня ймовірності у визначений період часу);
- рейтингові (характеризують ризик за умовно визначеною шкалою, де рівні ризиків боргового портфеля узагальнені в окремі групи). Як правило, рейтингова оцінка ризиків боргового портфеля держави провадиться в рамках експертного методу оцінки.

Відмітимо, що в рамках оцінки ризику здійснюється також оцінка чутливості вартісних характеристик боргового портфеля держави до ідентифікованих факторів ризику. Щодо процесу оцінки (вимірювання) фінансових ризиків зазначимо, що «з концептуальної точки зору вимірювання фінансових ризиків ґрунтується на оцінці імовірнісного розподілу величини доходу/збитків або вартості окремого активу чи портфеля активів» [20, с. 78]. Ця концепція може в повній мірі бути адаптована щодо вимірювання ризиків боргового портфеля держави. Відповідно підкреслимо, що оцінка ризиків боргового портфеля держави здійснюється відносно принципово різних з погляду дальшого аналізу та управління боргових показників:

- 1) оцінка коливань вартості всього портфеля,
- 2) оцінка коливань вартості грошових потоків, що пов'язані з

погашенням та (або) обслуговуванням боргового портфеля.

В той же час, база оцінки ризиків є досить різноваріантною (оцінка ризику окремих операцій, оцінка ризику певних складових боргового портфеля, оцінка його загального ризику тощо).

Відповідно, у межах вартісної оцінки ризику на практиці використовується одночасно кілька *вимірів ризику* залежно від цілей аналізу, що їх мають на меті боргові менеджери.

Універсальна методологія оцінки фінансового ризику в широкому значенні, незалежно від сфери його виникнення, на основі показника ризикової вартості (Value-at-Risk, VAR) «набула величезної популярності в сучасному ризик-менеджменті, значно розширивши традиційний методичний інструментарій кількісної оцінки ризику. Під поняттям VAR найчастіше розуміють «визначену в грошових одиницях оцінку величини, яку не перевищать очікувані на протязі певного періоду часу збитки з заданою імовірністю» [16, с. 247]. В економічній літературі на користь переважного застосування показника VAR при оцінці ризиків висуваються, перед усім, такі аспекти: а) цей інструментарій дозволяє здійснювати зіставлення ризиків щодо різних портфелів та фінансових інструментів; б) за допомогою VAR провадиться оцінка ризику будь-якого портфеля, не зважаючи на його складність, єдиним числом; в) VAR дозволяє певному значенню ймовірності збитків визначити конкретну грошову суму. При цьому визначається, що «ця ймовірність та сума збитків, що кореспондує з нею, не пов'язані з жодною специфічною подією, проте охоплює усі події, що можуть бути причиною таких збитків» [40, с. 103].

Аналогічно використанню VAR в інвестиційних компаніях та банках, ця методологія оцінки ризику останнім часом знайшла своє застосування і в борговому ризик-менеджменті. Узагальнимо такі можливі напрямки використання результатів оцінки ризику боргового портфеля держави на основі показника VAR:

- 1) проведення внутрішнього моніторингу ризиків – проведення оцінки

коливань вартості боргового портфеля держави (як у розрізі певних боргових інструментів, так і за агрегованим борговим портфелем) залежно від зміни факторів ризику за певний часовий період, у тому числі на основі різних варіантів структурування такого портфеля;

2) використання в якості повноцінного стандарту інформації щодо ймовірного збільшення обсягів боргового портфеля держави та відповідної зміни показників боргового навантаження на економіку для поширення в офіційних звітах без розкриття інформації про склад боргового портфеля;

3) проведення моніторингу ефективності управління борговим портфелем держав в контексті недопущення значного зростання обсягів боргового портфеля держави;

4) створення певного «коридору» дій боргових менеджерів шляхом вимоги проводити будь-які операції з формування чи зміни складу боргового портфеля держави за умов не перевищення певного показника VAR. Такий підхід розширює можливості оперативного управління борговим портфелем держави.

Водночас, враховуючи переважну спрямованість дій в рамках боргового ризик-менеджменту на управління обсягами боргових платежів, а не номінальним обсягом зобов'язань, зауважимо, що з практичної точки зору використання результатів оцінки ризику боргового портфеля держави на основі показника VAR достатньо обмежене. Наведене є аргументом на користь переважного застосування методів оцінки ризику боргового портфеля держави з погляду коливань вартості обслуговування та (або) погашення такого портфеля, тобто на користь оцінки ризику на основі показників ризик бюджету (Budget-at-Risk) та витрати під ризиком (Cost-at-Risk).

Оцінка ризиків боргового портфеля держави на основі показників Budget-at-Risk та Cost-at-Risk дає можливість борговим менеджерам одержувати дані щодо масштабу витрат, які пов'язані з виплатою відсотків та погашенням основної суми зобов'язань боргового портфеля держави,

протягом певного періоду часу з заданою ймовірністю. Основна відмінність методів оцінки ризиків з використанням показників Budget-at-Risk та Cost-at-Risk полягає в тому, що перший метод має відношення до оцінки коливань боргових витрат, рівень яких має взаємну залежність з фіскальними показниками та обмежується відповідно до щорічних бюджетних лімітів (розмірів). Цільові функції в рамках оцінки ризику за допомогою використання вказаних показників визначаються борговими ризик-менеджерами виходячи з управлінських завдань. За результатами аналізу світової практики відмітимо, що традиційно з використанням показників Budget-at-Risk та Cost-at-Risk оцінюються масштаби коливань імовірнісних обсягів платежів з погашення та обслуговування боргового портфеля держави, імовірнісний розподіл співвідношення номінальної суми боргових виплат до доходів бюджету та інші коефіцієнти в рамках оцінки боргової безпеки країни.

Наведемо наступні напрямки використання результатів оцінки ризику боргового портфеля держави на основі показників Budget-at-Risk та Cost-at-Risk:

1) внутрішній моніторинг ризиків – розрахунок імовірнісного розподілу платежів з погашення та обслуговування боргового портфеля держави (як у розрізі певних боргових інструментів, так і за агрегованим борговим портфелем) у короткостроковому, середньостроковому та довгостроковому часовому періоді на основі різних припущень щодо поведінки ризикових факторів та на основі різних комбінацій боргових інструментів;

2) перспективна оцінка боргового навантаження на економіку з врахуванням потенційно можливих наслідків змін основних ризикових факторів;

3) база для прийняття тактичних та стратегічних рішень виходячи з таких оцінок: а) визначення найбільш вразливих до ризику позицій портфеля та аналіз можливої зміни його структури з метою мінімізації втрат; б)

зіставлення вартості застосування альтернативних стратегій запозичення в розрізі різноманітних інструментів, валют запозичення, ставок; в) оцінка потреби в ресурсах для покриття можливих втрат в разі незмінності структури боргового портфеля (у розмірі не меншому CAR);

4) база для розробки пропозиції щодо стратегічних стандартів боргового портфеля держави;

5) проведення моніторингу ефективності дій з управління борговим портфелем держави. Зазначимо, що, як свідчить аналіз, у разі встановлення в країні стратегічних портфельних стандартів (так звані «еталонні (зразкові) портфелі», практику застосування яких буде розглянуто далі) у рамках боргового ризик-менеджменту може провадитися зіставлення CAR фактично існуючого боргового портфеля держави та еталонного портфеля. Крім цього, способом порівняння величин CAR боргового портфеля до та після проведення операцій з активного управління його структурою може бути оцінена ефективність роботи боргових менеджерів щодо мінімізації негативного впливу потенційних ризиків;

б) створення певного «коридору» дій боргових менеджерів.

Теорія визначає кілька основних методів (технік) обчислення VAR: параметричний (аналітичний) метод (лінійний та нелінійний; реалізований в RiskMetrics J.P. Morgan); моделювання за історичними даними; метод імітаційного моделювання Монте-Карло; метод екстремальних значень (у моделюванні використовується комбінація кількох імовірних розподілів); моделювання з урахуванням ліквідності ринку, метод з використанням аналізу сценаріїв тощо. Три перші методи є класичними підходами, що мають переважне застосування, та демонструють дві основні групи підходів до оцінки VAR [16, с. 249]: 1) так зване локальне оцінювання (local valuation), що базується на лінійній або більш складній апроксимації функції вартості фінансового інструменту (прикладом є параметричний дельта-нормальний метод), 2) повне оцінювання (full valuation), що передбачає повний перерахунок вартості фінансового інструменту без апроксимуючих

припущень (історичний метод, метод Монте-Карло). Зазначимо, що вибір методів здійснюється борговими менеджерами на власний розсуд з огляду на переваги і недоліки кожного з цих методів та виходячи з цілей оцінювання. До уваги при цьому беруться також структура боргового портфеля та технічні можливості боргового офісу.

На основі узагальнення характеристик кожного з методів, наведених в економічній літературі [26, с. 48-49; 40, с. 104], з погляду боргового ризик-менеджменту доцільно зазначити що:

1) незважаючи на привабливість параметричного методу розрахунку VAR, який є простим у реалізації, потребує відносно невеликих витрат на збір даних та їх обчислення, не висуває особливих вимог до технічного забезпечення розрахунків та дає прийнятну точність оцінки, практичні можливості його реалізації суттєво обмежені. Це в першу чергу пов'язано із відсутністю в переважній кількості випадків нормального розподілу ймовірностей факторів фінансового ризику, із необхідністю знаходження залежностей для коефіцієнтів чутливості портфеля (в разі підрахунку VAR для портфеля, який складається з різноманітних інструментів), непридатністю методу для оцінки ризику щодо нелінійних інструментів (похідні фінансові інструменти);

2) перевагами методу історичного моделювання є його наочність, відносна простота реалізації, можливість запобігти ризику використання помилкової моделі для оцінки вартості інструментів, можливість використання цього методу щодо нелінійних інструментів, здатність урахувувати при оцінці ризику досить неординарні події на ринку. Одночасно необхідність зваженого та обережного підходу до застосування цього методу пояснюється ризиком суттєвої розбіжності тенденцій минулої та поточної поведінки фінансових характеристик інструментів запозичення, високою ймовірністю помилок виміру в разі використання даних за малої глибини історичної ретроспективи;

3) метод імітаційного моделювання (або метод Монте-Карло)

заснований на моделюванні випадкових процесів із заданими характеристиками. При цьому «реальні статистичні дані замінюються даними, отриманими на основі вибірки з чисел, що підкорюються тим самим законам розподілу, що й реальні» [27, с. 150]. Таке штучне моделювання факторів ризику передбачає можливість використання будь-яких історичних та гіпотетичних розподілів, моделювання складної поведінки ринку, необмежену кількість експериментів зі зміною параметрів моделі, що в результаті дозволяє досягнути найбільшої точності розрахунків [38, с. 133].

Сучасні програмні засоби дозволяють після підрахунку показників VAR (CAR, Budget-at-Risk) провести ранжирування складових факторів ризику залежно від їх впливу на вартість боргового портфеля (вартість погашення/обслуговування боргового портфеля). Результати так званого аналізу чутливості до факторів ризику має принципове значення для розробки дальших дій щодо мінімізації ризиків.

У практиці боргового ризик-менеджменту поряд з імовірнісним підходом до оцінки ризиків широке застосування має «стрес-тестування» (stress testing), що є складовою сценарного аналізу. В загальному значенні стрес-тестування використовується для «визначення головних ризиків фінансово-економічної системи шляхом отримання кількісної оцінки впливу надзвичайних, але цілком вірогідних макро- та мікроекономічних шоків як на фінансову систему в цілому, так і на окремі сектори та ринки» [30, с. 49-50]. Такий метод оцінки впливу ризиків на фінансовий сектор, як свідчить аналіз, має значне практичне використання в багатьох країнах світу, серед яких Австрія, Іспанія, Нідерланди, Норвегія, Південна Корея тощо. Хоч фінансовий ризик-менеджмент, в тому числі борговий ризик-менеджмент, базується в основному на апараті математичної статистики, де розглядаються усереднені характеристики величин та процесів, в разі проведення стрес-тестування найбільшу зацікавленість боргових менеджерів викликає оцінка ризику боргового портфеля в разі екстремальних подій. Іншими словами, стрес-тестування дозволяє оцінити, який вплив на вартісні характеристики

боргового портфеля держави будуть мати найбільш негативні сценарії розвитку подій на ринку.

На відміну від стандартних моделей оцінки ризику, стрес-тестування дозволяє оцінити обсяги непередбачуваного збитку з ймовірністю його виникнення на рівні 0,01-5 %.

Базовими для проведення стрес-тестування боргового портфеля є вибір факторів ризику, вплив яких необхідно проаналізувати, а також вибір методу моделювання. Так, оцінка може проводитися стосовно одного фактора ризику або охоплювати одночасно кілька видів ризику. Разом з тим для ефективної оцінки потенційного ризику принциповою є можливість не тільки тестування на історичних даних, але і використання довільних багатовимірних сценаріїв зміни ринкових факторів у часі, що відображають різні тенденції розвитку ринків та умови взаємодії їх учасників між собою.

Важливою складовою процесу боргового ризик-менеджменту є знаходження оптимального поєднання ризиків боргового портфеля держави з його вартісними характеристиками, розробка та реалізація на цій основі стратегічних та тактичних дій боргової політики держави у взаємозв'язку з іншими напрямками економічної політики держави. З огляду на це розгляд концептуальних підходів до управління ризиком боргового портфеля держави має відображати реалізацію цього процесу як на рівні структури зобов'язань, так і в більш широких межах управління макроекономічними процесами.

У рамках сучасної теорії та практики ризик-менеджменту принциповим є поділ ризиків на групи залежно від можливості впливу на джерела їх виникнення, а саме:

- ризики, виникнення яких є підконтрольним органу управління, що приймає боргові зобов'язання;
- ризики, пов'язані із зовнішніми стосовно до органу управління умовами.

З погляду боргового ризик-менеджменту до першої групи серед

окреслених в роботі ризиків, на нашу думку, доречно віднести ризик незбалансованості, переважну більшість складових кредитного ризику боргового портфеля держави, ризики операційно-технологічного характеру (особливо юридичний ризик).

Зазначимо, що управління цими ризиками здійснюється переважно на стадії формування боргового портфеля, залежить від якості перспективного фінансового планування, бюджетного планування, ефективності роботи щодо надання державних гарантій, ефективності юридичного забезпечення боргового менеджменту, механізмів контролю за діяльністю боргових менеджерів в процесі стратегічного та оперативного управління борговим портфелем держави. Водночас незважаючи на важливість управління ризиками другої групи на стадії планування нового запозичення при виборі основних фінансових характеристик інструментів запозичення, ці ризики мають переважний вплив на вже сформований борговий портфель та охоплюють такі головні ризикові фактори, як ринковий ризик (валютний та процентний), ризик рефінансування, втраченої вигоди.

Економічна література містить значний перелік універсальних методів впливу на ризик (його нейтралізації), які за своєю економічною сутністю можуть бути розподілені на наступні групи (методи): передача ризику третій особі, зниження ризику, збереження або уникнення ризику. Утім, як свідчить аналіз, визначені групи в цілому відповідають методам впливу на ризик, що діє стосовно до боргового портфеля держави. Відповідно, пропонуємо таке подання альтернативних методів впливу на ризик у рамках боргового ризик-менеджменту з виділенням їх типових складових (рис. 2.5):

Серед окреслених методів активний характер дій мають зниження та передача ризиків, на відміну від них, збереження ризику та його уникнення є пасивними методами впливу на ризик, що діє стосовно до боргового портфеля держави.

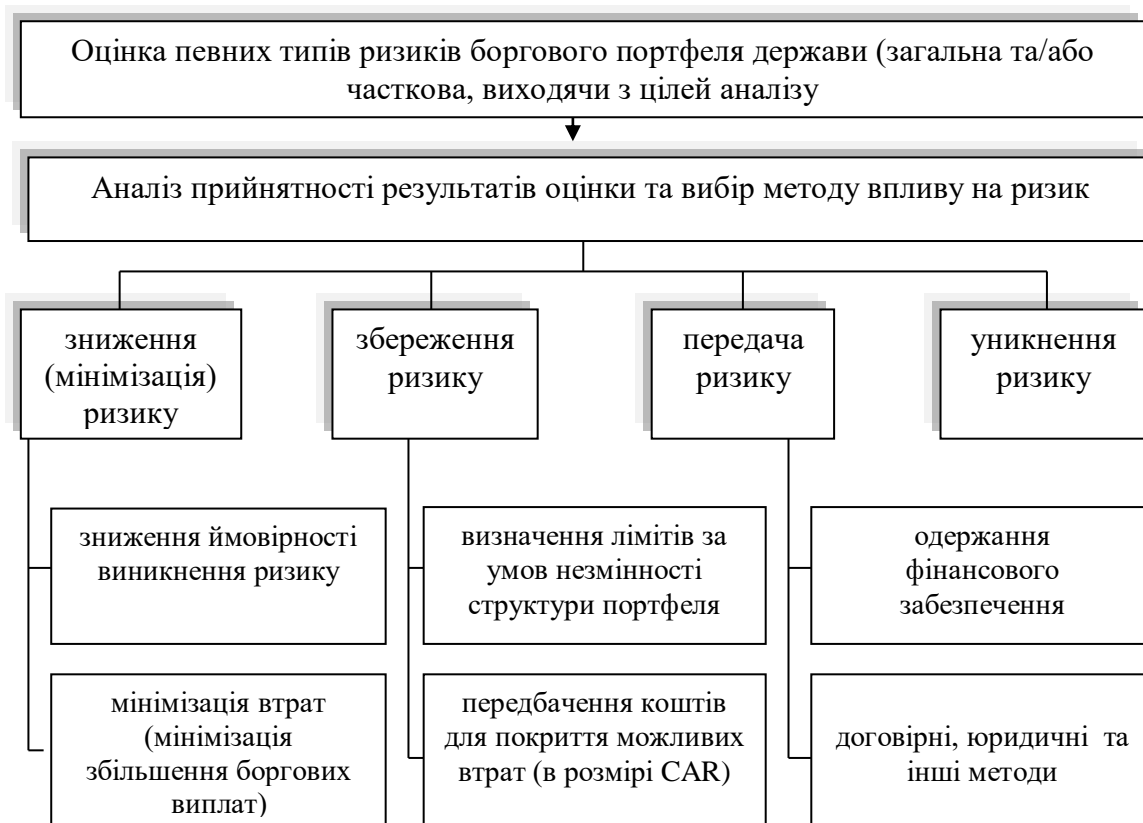


Рис. 2.5. Основні методи впливу на ризик боргового портфеля в рамках процесу боргового ризик-менеджменту*

*Складено самостійно актором

Вибір оптимальної структури боргового портфеля з позиції поєднання його вартісних характеристик та ризику відбувається на основі розробки та порівняння різних сценаріїв запозичення, в тому числі передбачають використання в розрахунках альтернативних значень базових параметрів кредитних угод та визначення результативного впливу певних операцій на вартісні показники сукупного боргового портфеля держави.

У загальному вигляді процес оптимізації структури боргового портфеля держави може бути поданий в такому вигляді (рис. 2.6):

Узагальнюючи інші фактори в прийнятті рішень щодо проведення активних оптимізаційних операцій, варто виділити: 1) фіскальні обмеження, в тому числі можливість забезпечення проведення таких операцій фінансовими ресурсами; 2) обмеження, пов'язані з платіжним балансом (відповідність таких операцій політиці щодо золотовалютних резервів); 3) співвідношення вартості та ризиків рефінансування (оцінка чистої позитивної

економії коштів за результатами проведення оптимізаційних операцій з урахуванням вартості і ризиків залучення нових позик).

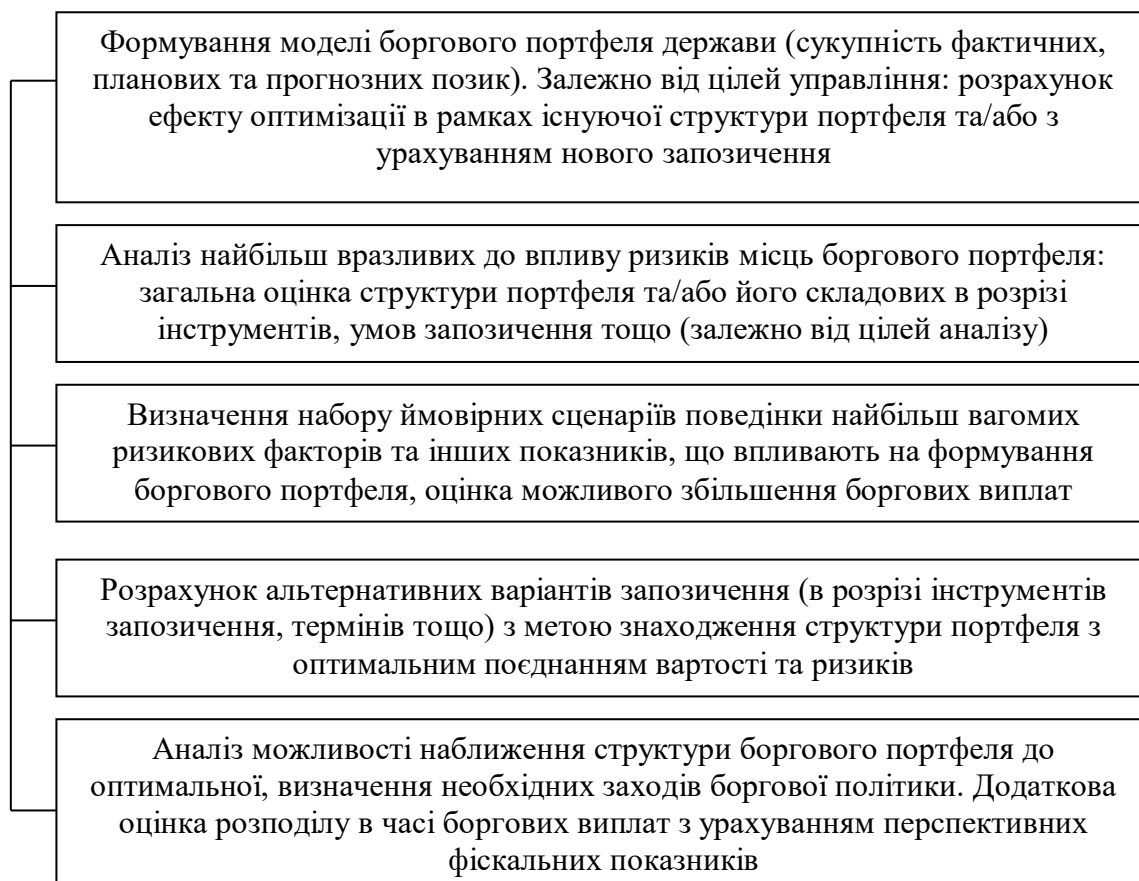


Рис. 2.6. Основні елементи процесу оптимізації боргового портфеля держави

Оптимізація структури боргового портфеля включає в себе комплекс активних операцій (зокрема хеджування, диверсифікацію тощо) та, в разі надмірного боргового навантаження, комплекс дій антикризового характеру (конверсія, консолідація, уніфікація, обмін за регресивним співвідношенням, достроковий викуп боргових зобов'язань, комплекс дій в рамках реструктуризації боргу тощо).

Найбільш дієвими інструментами з реалізації оптимізаційних завдань, що є в арсеналі боргових менеджерів, здебільшого визначаються операції з дострокового викупу боргових зобов'язань шляхом укладання угод з особами, яким належить право вимоги або державні цінні папери; операції обміну платежів за угодами; операції обміну правами вимоги за угодами;

операції хеджування (укладання форвардних, опціонних та ф'ючерських угод із фіксацією співвідношення курсів валют або відсоткових ставок); операції заміни майбутньої процентної ставки із плаваючої на фіксовану (або навпаки); операції заміни валюти платежу за зобов'язаннями боргового портфеля держави тощо.

Середня строковість боргових зобов'язань Уряду вважається основним показником вразливості фінансового стану держави до ризиків пролонгації боргу. Облігації зовнішньої державної позики України і кредити міжнародних фінансових організацій характеризуються тривалими термінами обігу, а тому, з одного боку, їм властивий невисокий ризик пролонгації боргу.

Однак, з іншого боку, кон'юнктура міжнародного ринку позичкових капіталів є нестабільною, у зв'язку з чим в окремі періоди Уряд може втрачати доступ до зовнішнього фінансування, що породжуватиме проблеми ліквідності. З врахуванням зазначених чинників ризику пролонгації боргу для зовнішніх облігаційних позик України є суттєвими. Спеціалісти Світового банку відзначають, що ймовірність виникнення кризових явищ в умовах накопичення значного обсягу зовнішньоборгових зобов'язань відбувається під дією таких чинників:

- недосконалостей міжнародного ринку капіталів, які породжують стадну поведінку інвесторів, спекулятивні атаки, нерациональні дії, "мильні бульбашки" та ін. Проблеми, пов'язані з асиметричністю інформації, у деяких випадках запускають у дію механізми розгортання фінансових криз навіть у країнах із здоровим макроекономічним середовищем;

- «ефекту зараження» або трансмісії фінансових шоків між країнами в умовах нерегульованого руху приватних капіталів між кордонами. Паніка і стадна поведінка інвесторів є своєрідними механізмами трансмісії фінансових шоків між ринками окремих країн, тому виникнення фінансових потрясінь в одній частині планети майже миттєво перекидається до іншої –

на фінансові ринки країн із схожими соціально-економічними умовами [8, с.15].

З огляду на відсутність проблеми недосконалостей міжнародного ринку капіталів на внутрішньому фінансовому ринку та меншу схильність внутрішніх інвесторів до «ефектів зараження», які поширюються на світових ринках, внутрішні боргові зобов'язання Уряду України характеризуються нижчими ризиками пролонгації боргу.

Завдяки виваженій борговій політиці в 2024 році вдалося підвищити прозорість здійснення державних внутрішніх запозичень, значно знизити їх ставку та подовжити термін, поліпшити структуру внутрішнього боргу в розрізі власників та зменшити питому вагу державного боргу у власності Національного банку України.

Станом на 30 грудня 2024 року у власності українців перебувають ОВДП на загальну суму 1,84 трлн грн. Ці гроші забезпечують Сили оборони всім необхідним і спрямовуються на закупівлю зброї, набоїв, дронів, одягу, харчування, медикаментів. Облігації внутрішньої державної позики, особливо військові, мають більшу дохідність, а ніж банківські депозити. Дохідність таких ОВДП коливається від 14% і вище.

Населення може купувати ОВДП у банках, а військові облігації можна купити в застосунку «Дія». Номінальна вартість однієї облігації – 1000 грн. На відміну від депозитів, дохід, отриманий від інвестування в облігації внутрішньої державної позики, не оподатковується, з нього також не стягується військовий збір.

Повернення коштів за облігаціями внутрішньої державної позики гарантується державою, тобто єдиним вагомим ризиком таких цінних паперів є виключно дефолт України за внутрішніми зобов'язаннями.

Запроваджені зміни сприяли поживленню попиту на ОВДП, що посилило спроможність уряду залучати необхідні обсяги фінансування на внутрішньому борговому ринку без звернення до емісійних джерел. Роловер вкладень в ОВДП за підсумками 2024 року становив 155% за номіналом у

всіх валютах. Відсутність оподаткування доходів від ОВДП на тлі їх високої реальної доходності посилювала інтерес населення до цього інструменту для заощаджень. Портфель гривневих ОВДП у власності фізичних осіб у 2024 році збільшився на більш ніж 50%, а його зростання в IV кварталі перевищило приріст строкових депозитів (рис. 2.7).

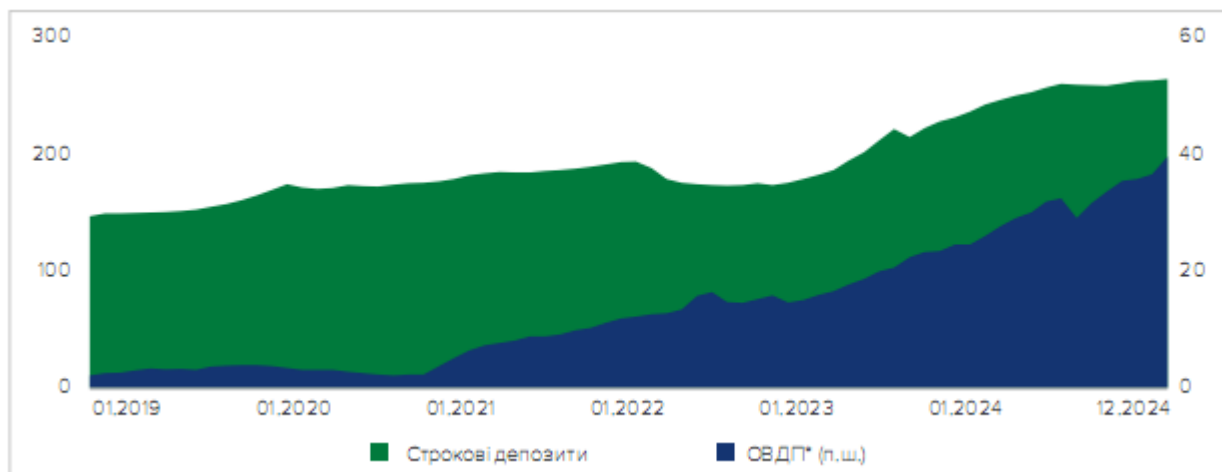


Рис. 2.7. Залишки гривневих ОВДП у портфелі ФО та гривневих строкових депозитів ФО, млрд грн [33].

Завдяки стабілізації економіки борг поступово зменшувався, і до початку пандемії Covid-19 співвідношення боргу до ВВП знизилося до 60%. Однак 2022 рік став найскладнішим для України за всю її історію. Для підтримки економіки було здійснено значні запозичення, що призвело до зростання державного боргу до 107% від ВВП. Це допомогло зберегти економічну стійкість і зменшити інфляційні процеси. Однак бюджет України не забезпечує достатньо коштів для покриття всіх потреб країни, оскільки значна частина фінансування спрямовується на оборону. Україні надають регулярну допомогу у вигляді кредитів чи грантів світові партнери.

Погашення та обслуговування державного боргу фінансується через виплати з державного бюджету. Це передбачає повернення основної суми боргу, сплату відсотків, а також покриття інших супутніх витрат і зборів.

Відповідно до даних, які публікує Міністерство фінансів, погашення внутрішнього боргу буде короткостроковим, обслуговування до 2036 року зменшиться помірно (додаток А). Найбільшим погашенням за

зобов'язаннями складає зовнішній борг, у 2024 році тіло позики до повернення становить 288,4 млрд. грн.

Протягом аналізованого періоду обсяг погашення боргу поступово зменшується, що свідчить про можливе полегшення боргового навантаження в майбутньому. Однак значні витрати на обслуговування боргу вказують на те, що уряд стикався з труднощами у залученні фінансування до бюджету в минулі роки. У той же час, поточна нестабільність в країні та наслідки війни можуть призвести до негативних наслідків, що значно вплинуть на обсяги запозичень України в найближчі роки.

Таким чином, враховуючи те, що незбалансована структура державного боргу створює передумови для реальних та потенційних загроз підвищення вразливості фінансового стану уряду до дії валютних, відсоткових, операційних, кредитних ризиків та ризиків пролонгації боргу, то цільова функція управління державним боргом має зводитися до «мінімізації ризиків у поєднанні з низькою вартістю обслуговування боргу». Відтак, управління ризиками боргового портфеля держави є комплексом взаємопов'язаних дій, вагомими складовими яких є оцінка та аналіз основних ризикових факторів, безпосереднє управління ідентифікованими ризиками із застосуванням різноманітних методів впливу на них (їх нейтралізації). Аналіз факторів ризику зводиться в першу чергу до економічного аналізу їх природи і лише потім – до кількісного оцінювання їх розміру. Проте через відсутність єдиного універсального підходу до оцінки ризиків боргового портфеля виникає об'єктивна необхідність розробки борговими менеджерами кожної з країн власного методологічного забезпечення цього процесу, що зокрема, має стати одним з перших щаблів становлення боргового ризик-менеджменту в Україні.

РОЗДІЛ 3

ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

За світовими стандартами боргового ризик-менеджменту при розподілі повноважень щодо реалізації його функцій основна увага має бути приділена відокремленню відповідальності за оцінку, моніторинг і контроль ризику боргового портфеля від ведення основних операцій з управління портфелем.

Розробка методології оцінки основних ризиків боргового портфеля держави, зокрема способом адаптування практики боргових офісів, що мають найбільш високі стандарти боргового ризик-менеджменту, та запровадження активного використання методів імітаційного моделювання та сценарного аналізу в процесі оцінки. На нашу думку, доречним є залучення зовнішніх консультантів до процесу методологічного забезпечення оцінки ризиків.

Збільшення ролі аналітичної складової в процесі прийняття тактичних та стратегічних рішень щодо формування боргового портфеля держави і управління ним у контексті мінімізації ризиків. Для цього пропонуємо: а) формалізувати процедури періодичного подання на розгляд вищого керівництва Міністерства фінансів України матеріалів щодо аналізу стану та структури боргового портфеля уряду України, обсягів боргових платежів, їх потенційних змін у коротко- та середньостроковій перспективі під впливом основних ризиків; б) запровадити подання у складі інформаційних матеріалів до проектів державних бюджетів України на відповідні роки матеріалів щодо аналізу боргової ситуації в середньостроковій перспективі з урахуванням потенційної дії основних ризикових факторів.

Розширення існуючої інформаційно-аналітичної системи з управління борговими зобов'язаннями уряду України в частині управління ризиком для повноцінного моделювання боргової ситуації на підставі аналізу ринків капіталу та макроекономічного середовища.

Запровадження оцінки ризику стосовно до гарантованих зобов'язань держави (оцінка ймовірності настання гарантійних випадків та збільшення

внаслідок цього платежів з державного бюджету).

Розробка боргової стратегії держави на середньострокову перспективу. Складовою цієї стратегії, на нашу думку, має стати визначення оптимальної структури боргового портфеля України на середньострокову перспективу (встановлення стратегічного портфельного стандарту). Основними критеріями оптимізації, що рекомендуються, є: а) співвідношення часток боргових зобов'язань, які передбачають сплату в гривнях, та зобов'язань, що сплачуються в інших валютах; б) співвідношення часток зобов'язань, прийнятих на умовах виплати за фіксованою та за плаваючою процентною ставкою; в) середня строковість боргового портфеля держави (окремо сформованого за рахунок зовнішнього/внутрішнього запозичення). Одночасно з оптимізацією структури боргового портфеля України доречним є вдосконалення системи критеріальних показників боргового навантаження на економіку України.

Для реалізації стратегії управління борговим портфелем держави необхідним є законодавче надання Міністерству фінансів України на постійній основі права оперативного управління структурою боргового портфеля держави за допомогою проведення активних операцій на первинному та вторинному ринках. Механізм реалізації такого права може бути розроблений шляхом законодавчого визначення загального порядку проведення відповідних операцій та необхідних процедур постановою Кабінету Міністрів України.

Створення механізму контролю результативності та оцінки дій боргових менеджерів у процесі управління борговим портфелем держави.

Забезпечення фінансування на постійній основі заходів щодо активного управління структурою боргового портфеля, в тому числі через створення відповідного фінансового резерву (фонду). Це потребує, зокрема, законодавчого визначення порядку використання відповідних фінансових ресурсів та порядку поновлення фінансування цього резерву (фонду).

Сприяння ухваленню Закону України «Про державний борг», що

регулюватиме весь комплекс питань, пов'язаних із формуванням боргових зобов'язань уряду України та управлінням ними, у тому числі в контексті ризик-менеджменту.

Забезпечення більш тісної координації дій Національного банку України, Міністерства фінансів України та Державного казначейства з питань грошово-кредитної, фіскальної та боргової політики. Практичну цінність з погляду управління ризиками боргового портфеля держави, на нашу думку, матимуть такі заходи:

- запровадження процедур регулярної консолідації інформації за всіма грошовими потоками та підтримка системи планування державних запозичень на основі середньо- та довгострокових прогнозів помісячних доходів та видатків;

- проведення спільних консультацій фахівців Міністерства фінансів України та Національного банку України щодо поведінки курсів валют запозичення та відсоткових ставок, які використовуються в розрахунках при формуванні показників державного бюджету України в частині державного боргу. Зазначені прогнози, на нашу думку, мають бути складовою інформаційних матеріалів, що подаються разом з проектом державного бюджету України на відповідний рік;

- удосконалення системи прогнозування інших показників, що безпосередньо впливають на формування боргового портфеля держави, визначають його вартість та вартість обслуговування, за допомогою створення моделі економіки України з виокремленням аналізу боргових аспектів.

Підкреслимо, що зміцнення координації діяльності всіх ланок та установ, залучених до управління борговим портфелем держави (Кабінет Міністрів України, Міністерство фінансів України, Національний банк України, Державна казначейська служба України, інші міністерства та відомства) має вирішальне значення для запровадження в Україні основних елементів методу координації грошових потоків на рівні держави, що є

дієвим інструментом управління ризиками боргового портфеля держави. У рамках часткової адаптації зазначеного методу основними необхідними напрямками дії ми вважаємо такі: 1) наближення структури боргового портфеля уряду України за складом валют та їх співвідношенням до структури надходження капіталу з-за кордону; 2) з метою мінімізації валютних ризиків проведення узгодженої політики Міністерства фінансів України та Національного банку України щодо відповідності структури міжнародних валютних резервів та валютного кошика зобов'язань боргового портфеля держави; 3) уникнення значних коливань курсу національної валюти в період надходження іноземного фінансування та здійснення значних за обсягом боргових виплат; 4) ефективний розподіл у часі та за обсягами боргових виплат для зниження ризику рефінансування, у тому числі гармонізація з надходженнями доходів державного бюджету та основними виплатами з метою уникнення значних бюджетних розривів.

На сьогодні уряди багатьох країн стикаються з проблемою надмірного боргового навантаження, яке за певних умов економічного зростання зменшує їхні можливості використовувати фіскальні стимули. Вони змушені балансувати, з одного боку, між викликами фіскальної консолідації для уникнення некерованого нарощування розміру боргу і зростанням ризиків пролонгації, з другого – підтриманням сталих темпів економічного зростання й пожвавленням економічної діяльності.

У розвинутих країнах державний борг продовжує збільшуватись високими темпами, що за непевних перспектив економічного зростання ставить під сумнів можливість утримання боргової стійкості. Статистичні дані свідчать про надмірний рівень боргового навантаження в деяких країнах, що наражає їхні економіки й фінансові системи на небезпеку виникнення чергового витка фінансової кризи (рис. 3.1).

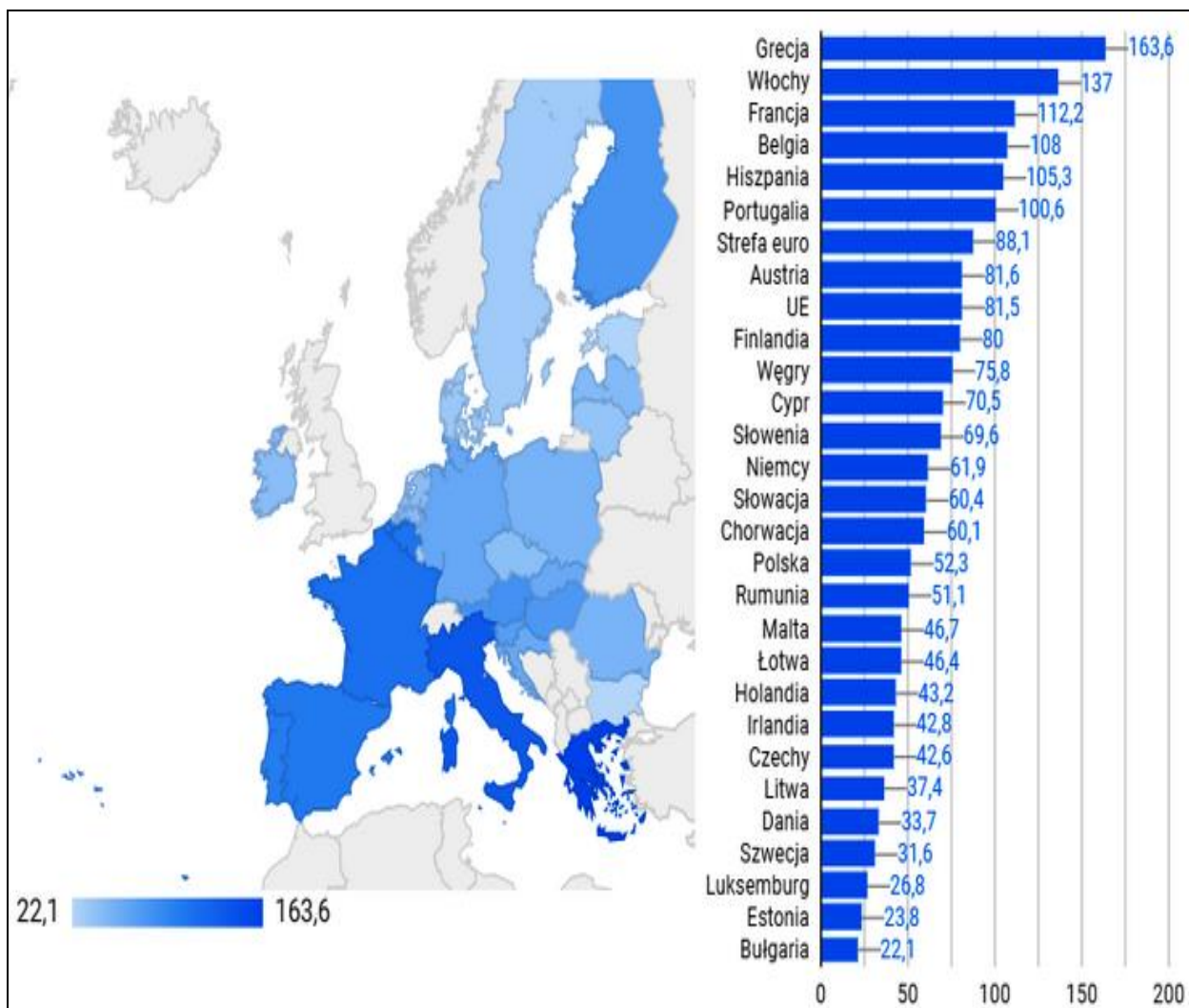


Рис. 3.1. Державний борг у країнах ЄС у II кварталі 2024 року [37].

У другому кварталі 2024 р. державний борг, виражений у процентах до ВВП, у зоні євро становив 88,1 %, а в ЄС – 81,3 %. Порівняно з попереднім кварталом заборгованість зросла в обох випадках.

Наприкінці другого кварталу 2024 року співвідношення валового боргу сектору державних і місцевих інституцій до ВВП у 20 країнах зони євро склало 88,1 % порівняно з 87,8 % наприкінці першого кварталу 2024 р.

Порівняно з 2023 роком співвідношення державного боргу до ВВП зменшилося. У зоні євро заборгованість знизилася з 88,8 % у другому кварталі 2023 р. до 88,1 %. В усій Євроспільноті борг зменшився з 81,9 % рік тому до 81,5 % у другому кварталі 2024 р. [37]

На кінець другого кварталу 2024 р. найвищі показники державного боргу до ВВП були зафіксовані в Греції, де борг становив 163,6 % ВВП.

Окрім Греції, заборгованість понад 100 % мали ще п'ять країн: Італія (137 % ВВП), Франція (112,2 %), Бельгія (108 %), Іспанія (105,3 %) та Португалія (100,6 %).

На іншому кінці списку з найнижчим боргом, менш як 30 % ВВП, розташовані Болгарія (22,1 %), Естонія (23,8 %) та Люксембург (26,8 %). Наступними були дві скандинавські країни, Швеція та Данія, з заборгованістю відповідно 31,6 % та 33,7 % ВВП.

У Польщі в другому кварталі 2024 р. державний борг зріс з 1,58 до 1,77 трлн. Це означає, що заборгованість становила 52,3 % ВВП, що значно нижче середнього показника для всього ЄС. У першому кварталі цього року заборгованість Польщі становила 51,5 % ВВП, а у 2023 році – 48,3 % ВВП [37].

Порівняно з першим кварталом 2024 р. дев'ять країн ЄС зафіксували зростання показника боргу до ВВП на кінець другого кварталу 2024 р., 17 – зниження, а показник залишився стабільним лише в Данії.

Найбільше зростання показника було зафіксовано у Фінляндії (+2 %), Австрії та Італії (по +1,8 %), Франції (+1,6 %), Португалії (+1,2 %), Польщі (+0,9 %) та Швеції (+0,6 %).

Найбільше падіння показника заборгованості було зафіксовано на Кіпрі (-2,1 %), у Хорватії (-2 %), Греції (-1,8 %), Литві (-1,7 %), Іспанії (-0,9 %), Чехії (-0,8 %), Нідерландах і Німеччині (по -0,7 %), Румунії (-0,6 %).

Порівняно з другим кварталом 2023 р. 13 країн Євросоюзу зафіксували зростання показника боргу до ВВП на кінець другого кварталу 2024 р., 13 – зниження, а показник залишився незмінним лише в Чехії.

Найбільше річне зростання показника було зафіксовано у Фінляндії (+5,2 %), Естонії (+4,7 %), Латвії та Польщі (по +4,1 %), Австрії (+3,1 %), Бельгії (+2,3 %), Румунії (+2,2 %) та Словаччині (+1 %).

Найбільше зниження зафіксували на Кіпрі (-10 %), у Греції (-8,9 %), Португалії (-8,1 %), Хорватії (-5,7 %), Іспанії (-3,5 %), Нідерландах (-2,2 %), Німеччині (-1,7 %) та Люксембурзі (-1,3 %) [37].

У цілому вплив державного боргу на економічне зростання може змінюватися залежно від макроекономічних, фінансових та інституційних факторів, що стосуються конкретної країни. Однак приклад Греції (193,3% зовнішнього боргу до ВВП, тобто у 1,9 рази перевищує реальний обсягів виробленого валового продукту у країні!) і показує, що надмірний рівень заборгованості небезпечний для економіки. Збільшення державного боргу суттєво впливає на найважливіші економічні показники, такі як: інфляція, економічний ріст, валютний курс, вартість державних облігацій. З іншого боку, державний борг іноді вигідний, він дає змогу утримувати постійний рівень споживання, інвестувати у непривабливі для бізнесу, але необхідні для суспільства проєкти (наприклад, енергозбереження, очищення води тощо) [39 с.7].

Таким чином, в останні роки багатьом країнам, у результаті підвищення ефективності управління державним боргом, вдалося досягти суттєвого покращення структури боргових портфелів у термінах валюти деномінації боргових зобов'язань, їх строковості і виду відсоткових ставок. Але вразливість до дії несприятливих чинників зовнішнього і внутрішнього характеру залишається високою у країнах із значним дефіцитом бюджету, високим рівнем боргового навантаження, суттєвим дефіцитом поточного рахунку та недиверсифікованою структурою експорту, в якій переважають сировинні товари і напівфабрикати.

Розкриваючи проблеми оптимізації структури державного боргу та управління фінансовими ризиками доцільно зупинитися на особливостях проблем моделювання оптимальної структури державного боргу.

Для оцінки ризикованості боргових портфелів уряди окремих країн використовують економіко-математичні моделі. До арсеналу більшості з них входять доволі прості моделі, які ґрунтуються на детерміністичних сценаріях і експертних оцінках. Декілька країн – Бразилія, Данія, Колумбія, Нова Зеландія і Швеція – застосовують методи стохастичного моделювання, які дозволяють оцінювати фінансові витрати і ризики, властиві різним

структурам боргового портфелю. Зокрема, Боргова Агенція Нової Зеландії для визначення потенційних фінансових втрат і ризиків, пов'язаних із різною структурою внутрішнього боргового портфеля, використовує стохастичну модель. Призначення даної моделі полягає у з'ясуванні можливостей для зниження витратності чи ризикованості боргового портфеля, проведенні стрес-тестів альтернативних стратегій і наданні інформації компетентним особам у процесі розробки програм запозичень на наступні роки.

Багато країн вдаються до використання стрес-тестів з метою оцінки ринкових ризиків боргових операцій і стійкості державних фінансів за різних сценаріїв проведення боргової політики держави.

З метою оптимізації структури боргу ряд країн з ринковими умовами господарювання, почали використовувати інструментарій управління активами і пасивами (зобов'язаннями) (ALM), у рамках якого ризики, властиві поточній структурі боргу, оцінюються і управляються на основі врахування характеристик активів, якими володіє уряд – податкових доходів та інших надходжень, що можуть спрямовуватися на обслуговування боргу. На основі методу ALM уряд отримує можливості для розробки загальної стратегії управління ризиками, які властиві його активам і зобов'язанням.

Сальдо фінансової позиції уряду, як основний показник ризикованості його балансу, обчислюється на основі оцінки вартості фінансових активів і зобов'язань. За методикою ALM до складу фінансових активів уряду включаються: поточна вартість майбутніх доходів уряду, офіційні золотовалютні резерви, ринкові цінні папери у портфелі уряду, позики державним підприємствам і установам, державні інвестиції, вартість об'єктів інфраструктури, які знаходяться у державній власності, вартість нерухомого майна бюджетних установ, ін. Фінансові зобов'язання у рамках загальної структури ALM складаються з поточної вартості видаткових зобов'язань, суми державного боргу, поточної вартості умовних зобов'язань.

За даною методикою у багатьох країнах основні невідповідності між складовими активів і зобов'язань виявляються у площині їх валютної

структури і структури за типом відсоткових ставок. Хоча на практиці досить складно збалансувати структуру фінансових зобов'язань уряду із структурою фінансових активів, фахівці з управління державним боргом у багатьох країнах вказують на високу практичну значущість інструментарію управління активами і зобов'язаннями для розробки довгострокових боргових стратегій і досягнення збалансованої структури боргу.

У країнах з розвинутою ринковою економікою, спираючись на описані вище моделі, боргові менеджери використовують такі технології управління державним боргом: а) визначена за моделлю структура державного боргу є основою для вироблення політики державних запозичень: параметри нових позик мають поступово наближати фактичну структуру боргу до бажаної; б) визначені оптимальні показники (частка короткострокового боргу в загальній сумі боргу, склад і частка валют деномінації боргових зобов'язань уряду, частка інструментів з плаваючою відсотковою ставкою, ін.) використовуються у процесі активного управління структурою боргового портфеля уряду. Таким чином, моделювання оптимальних показників боргового портфелю уряду вимагає від боргових менеджерів певних дій для узгодження фактичної структури боргу із оптимальною.

Суб'єктами управління ризиками боргового портфеля уряду в розвинутих країнах зазвичай виступають спеціалізовані боргові агенції або підрозділи центрального банку. На сьогодні ризик-менеджмент є однією із основних функцій боргових агенцій у країнах ОЕСР. Джерела ризиків у цих країнах, як правило, пов'язані з операціями урядів на внутрішніх ринках. Операції з деривативами, які поширюються як на внутрішні, так і на зовнішні боргові зобов'язання, (відсоткові, валютні свопи, ін.) використовуються у рамках загальної системи управління ринковими ризиками.

Міжнародний досвід свідчить про те, що моделі формування оптимального боргового портфелю, які розробляються з метою мінімізації фінансових ризиків, є важливим інструментом управління державним боргом лише за наявності місткого ринку внутрішніх запозичень, розвинутого

сегменту деривативів на внутрішньому ринку та доступу уряду до міжнародного ринку деривативів. Адже, базова модель боргового портфелю, який збалансовано за видами валют, термінів погашення, графіків платежів, структурою відсоткових ставок і т. п. є вихідним пунктом для розробки програми приведення фактичної структури боргу у відповідність з базовою. Однак основними інструментами для вирішення даного завдання слугують операції із похідними фінансовими інструментами, розміщення нових облігацій (із визначеними параметрами) і операції дострокового викупу облігацій. Такі методи управління державним боргом застосовуються в Ірландії, Данії, Швеції, Бельгії, Португалії, Австрії, Аргентині, Італії, Новій Зеландії.

Аналіз практики управління державним боргом у зарубіжних країнах показав, що серед світових лідерів є певні спільні тренди у підвищенні ефективності менеджменту зовнішньої заборгованості країни.

Ефективне управління державним боргом передбачає 5 кроків [39, с. 38]:

1. Зменшення відношення чистого державного боргу до ВВП.
2. Збільшення частки боргу, номінованого в гривні, у портфелі державного боргу.
3. Збільшення уваги до зовнішніх позик, орієнтованих на розвиток.
4. Оптимізація вартості та ризиків загального портфеля державного боргу.
5. Розвиток ринку казначейських цінних паперів.

Незалежно від інституційної моделі управління державним боргом, основними завданнями залишаються розроблення боргової стратегії, управління ліквідністю та обслуговування боргу. Серед важливих тез, що сформувалися під впливом аналізу результатів дослідження є наступні: необхідність зменшення відношення чистого державного боргу до ВВП; збільшення частки боргу, номінованого в гривні, у портфелі державного боргу; збільшення уваги до зовнішніх позик, орієнтованих на розвиток;

оптимізація вартості та ризиків загального портфеля державного боргу; розвиток ринку казначейських цінних паперів.

Україні необхідно проводити адаптацію зарубіжного досвіду у наступних напрямках: планування структури боргу; попередні ринкові консультації; використання запозичень; аналітична основа; врахування валютного співвідношення у структурі державного боргу; підвищення якості інституцій, створення надійних та ефективних інституцій; оптимізація структури державних видатків; залучення зелених облігацій; використання боргового гальма; залучення допомоги від об'єднань країн, створених цілеспрямовано для реалізації підтримки управління державним боргом.

З огляду на вищевикладене, інструментарій управління ризиками у сфері державного боргу, що застосовується у розвинутих країнах, не може автоматично переноситися до країн з ринками, що розвиваються. Структурні вади економік країн з ринками, що формуються, та нестабільність їх макроекономічного середовища обмежують можливості для побудови надійних моделей оптимізації структури боргового портфеля уряду та їх використання у якості практичного інструментарію при проведенні політики управління державним боргом. Навіть за наявності адекватної моделі управління ризиками (яку необхідно постійно поновлювати і вдосконалювати) у боргових менеджерів часто виникатиме необхідність відхилення фактичного курсу від траєкторії «оптимізації», визначеної на основі економіко-математичної моделі. Так, наприклад, у кризових умовах Міністерство фінансів України змушене розміщувати на ринку більшу частку короткострокових інструментів або більшу частку цінних паперів з плаваючими відсотковими ставками, що зменшуватиме практичну цінність моделі оптимізації структури боргового портфелю уряду.

ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі наведено концептуальні основи формування боргової безпеки держави, проведено оцінку боргової безпеки та окреслено шляхи вдосконалення забезпечення боргової безпеки уряду України. Проведене дослідження дозволило сформувати ряд висновків науково-прикладного характеру, які відображають вирішення основних його завдань.

1. Управління борговим портфелем держави є комплексною та надзвичайно складною системою, враховуючи, з одного боку, тісний безпосередній взаємозв'язок та взаємовплив сфери боргових запозичень держави з іншими важливими економічними процесами на рівні держави, з другого, – необхідність управління вартістю боргового портфеля держави (вартістю боргових виплат) на рівні його внутрішньої структури.

2. В сучасних умовах глобалізації та поширення ринкових методів запозичення ефективність формування боргових портфелів держав залежить від здатності боргових менеджерів знайти баланс між ризиком та вартісними характеристиками такого портфеля. А це, в свою чергу, неможливо без створення сучасної та професійної системи боргового ризик-менеджменту. Визначені значні трансформаційні процеси в інституціональній побудові боргових офісів з урахуванням світової практики, зокрема, якісно новий рівень використання можливостей боргового ризик-менеджменту, підвищення автономності боргових офісів разом із розширенням повноважень та можливостей оперативного управління. У дипломній роботі підкреслено, що саме ступінь розвитку боргового ризик-менеджменту здебільшого характеризує рівень зрілості всієї системи управління борговим портфелем держави.

3. На основі аналізу сучасної практики визначено, що попри вимогу комплексної реалізації боргового ризик-менеджменту, нерідко питання оптимального структурування боргового портфеля держави залишається без належної уваги. Одночасно зазначено брак теоретичних та практичних розробок щодо проблематики оцінки та аналізу ризиків боргового портфеля

держави, недостатній рівень дослідження питань управління структурою зобов'язань держави-позичальника.

4. Водночас аналіз взаємного зв'язку факторів фінансових криз останнього часу та боргової політики держав визначив, що саме нехтування зваженим формуванням структури боргових зобов'язань держави виступало здебільшого каталізатором поширення кризових явищ та зростання боргового навантаження на економіку. В цьому контексті підкреслено, що основне навантаження державних боргових зобов'язань на фіскальну сферу та економіку в цілому обумовлено необхідністю відволікання значного обсягу коштів на їх сплату. Визначено головним завданням в реалізації боргового ризик-менеджменту контроль за вартістю обслуговування боргового портфеля держави.

5. Виходячи з узагальнення світового практичного та вітчизняного досвіду, в Україні слід вдаватися до скерованого управління ризиками боргового портфеля держави та здійснення відповідних Заходів у кількох напрямках: 1) управління структурою боргового портфеля держави, зокрема необхідним є запровадження практики визначення стратегічного портфельного стандарту на середньострокову перспективу; 2) забезпечення координації грошових потоків на рівні держави (часткове адаптування в Україні концепції урахування бюджетних потоків та управління зобов'язаннями та активами); 3) використання вдосконаленої системи показників боргового навантаження. Зазначені заходи націлені на управління ринковим ризиком боргового портфеля держави, який має універсальний вплив на вартість державного запозичення та обсяги боргових виплат.

6. Враховуючи те, що в Україні спостерігається початковий рівень становлення боргового ризик-менеджменту, тому існує необхідність створення інституційних, методологічних та законодавчих засад цього процесу, його фінансове, технічне, інформаційно-аналітичне та кадрове забезпечення. Спершу слід здійснити наступні заходи:

- розробити процедури оцінки та управління найбільш вагомими

ризиками, що впливають на борговий портфель, в першу чергу ринковим, та запровадити оцінку ризику по відношенню до гарантованих зобов'язань держави. В процесі оцінки та аналізу рекомендовано активне застосування методів сценарного аналізу та імітаційного моделювання; проведення оцінки ризику з використання показників ризик бюджету (Budget-at-Risk) та витрати під ризиком CAR (Cost-at-Risk);

- розробити та затвердити постановою Кабінету Міністрів України боргову стратегію держави в середньостроковій перспективі, в рамках якої слід: 1) запровадити практику використання стратегічного портфельного стандарту боргового портфеля уряду України на середньострокову перспективу 2) коригувати граничні розміри коефіцієнтів, з використанням яких оцінюється боргове навантаження на економіку України, та розробити критерії, які безпосередньо стосуються структури боргового портфеля держави;

- удосконалити процес прийняття рішень щодо формування боргового портфеля держави і управління ним у контексті мінімізації ризиків;

- розширити існуючу інформаційно-аналітичну систему з управління борговими зобов'язаннями уряду України в частині управління ризиком;

- сприяти ухваленню Закону України «Про державний борг»;

- розробити та прийняти постанову Кабінету Міністрів України, яка регулюватиме порядок проведення операцій з управління структурою боргового портфеля держави, визначатиме критерії щодо ефективності таких дій та забезпечуватиме необхідний контроль щодо їх реалізації;

- забезпечити фінансування заходів з управління структурою боргового портфеля, в тому числі шляхом створення відповідного фінансового резерву (фонду) та його щорічного наповнення на постійній основі.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Боргові платежі та прогнози. Міністерство Фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi>
2. Боргова статистика державного боргу України. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
3. Боргова політика: ОВДП. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp>
4. Босенко О. С. Управління державними борговими зобов'язаннями в зарубіжних країнах. *Наукові праці НДФІ*. 2016. № 2.
5. Вахненко Т. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками. *Світ фінансів*. 2008. № 1 (березень). С. 10-28.
6. Вербицька Г. Проблеми міжнародної заборгованості на глобальних фінансових ринках. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2008. липень-вересень (№3). С. 77-84.
7. Висновки про результати аналізу річного звіту про виконання Закону України «Про Державний бюджет України на 2023 рік»: Рішення Рахункової палати №22-1 від 07.05.2024.
8. Висоцький В., В. Калитчук, Драчук Ю., Котович Т. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні. *Світ фінансів*. 2008. березень (№1). С. 41-49.
9. Галайко Н. Оцінка впливу окремих показників на зовнішній борг України. *Економіка та суспільство*. 2023. № 48. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-73>
10. Гобела В. В., Леськів Г. З., Фляк В. М. Забезпечення боргової стійкості держави в сучасних умовах. *Економічний простір*. 2022. № 181. С. 192-196.
11. Горин В. П., Квасниця О. В., Романків А. А. Тенденції фінансування бюджетного дефіциту та пріоритети боргової політики України в умовах війни. *Ефективна економіка*. 2023. № 9. URL:

- <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/>
12. Державний борг України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2024/>
 13. Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України: офіц. сайт. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
 14. Динаміка співвідношення державного боргу до ВВП, 2014-2023рр. URL: <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-pokazniki-st>
 15. Економічний ризик: ігрові моделі: Навч. посіб. / В. В. Вітлінський, П. І. Верченко, А. В. Сігал, Я. С. Наконечний; За ред. д-ра екон. наук, проф. В. В. Вітлінського. К: КНЕУ, 2002 446 с.
 16. Жмурко Н. В. Рудик О. Р., Гринкевич Т. М. Економічний зміст та класифікація державного боргу. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2021/59_2021/21.pdf.
 17. Іваненко Ю., Мамишев А. Агенство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії. *Вісник Національного банку України*. 2008. №3. С.14-19.
 18. Іванова А. М. Прогнозування державного боргу України з використанням економіко-математичних моделей. *Науковий вісник Херсонського державного університету: Економічні науки*. 2017. Випуск 24. Час. 2. С. 92-95.
 19. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.12.2024). URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
 20. Камінський А. Б. Концептуальні підходи до вимірювання фінансових ризиків. *Фінанси України*. 2006. № 5. С. 78 – 85.
 21. Квасниця О. В. Теоретичні підходи до обґрунтування ризиків державного боргу. *Економічний аналіз*. 2014. Вип. 18. №1. С. 162-168
 22. Кириленко О.П. Проблеми оптимізації структури державного боргу. *Вісник ТНЕУ*. 2007. Вип. 5. С. 115-119.

23. Колот О. Практичні аспекти застосування системи боргового ризик-менеджменту. *Вісник Національної академії державного управління*. 2006. №3. С.326-330
24. Крайчак Є. В. Система управлінням державним зовнішнім боргом України. *Економіка та держава*. 2018. №5. С. 38-42.
25. Круп'як І. Й. Управління державним боргом України в контексті збалансування економічного розвитку. *Світ фінансів*. 2024. № 1 (78). С. 74-84. URL: <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1673/1684>.
26. Кубах Т. Г., Рябушка Л. Б. Боргова безпека України: теоретична та практична складова. *Ефективна економіка*. 2022. Вип. 5. С. 1-12.
27. Машина Н. І. Економічний ризик і методи його вимірювання: Навч. посіб. К.: Центр навч. літ., 2003. 188 с.
28. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/budget-process-projects-declaration;>
https://mof.gov.ua/uk/budget_2022-538;
https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582;
https://mof.gov.ua/uk/budget_of_2024-698
29. Павленко В. В. Боргова безпека України в умовах воєнного конфлікту. *Право і безпека*. 2023. № 3 (90). С. 154-186.
30. Попов Д., Лисенко Р. Міжнародний досвід побудови системи фінансової стійкості як елемента загальнодержавного управління економікою країни. *Вісник НБУ*. 2005. № 4. С. 48 – 51.
31. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022-2025 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України №1805-р від 29 грудня 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-%D1%80#Text>
32. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки: Постанова Кабінету Міністрів України №1117 від 27 жовтня 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1117-2023-%D0%BF#Text>

- 33.Річний звіт Національного банку України за 2024 рік.. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2024-rik>
- 34.Романовська Ю., Смоляр Л. Аналіз державного боргу України в умовах війни. *Економіка та суспільство*. 2024 (62). DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-62-106>
- 35.Савчук С. В. Управління державним боргом: сучасні тенденції та зарубіжний досвід. *Причорноморські економічні студії*. 2019. Випуск 48. С. 108-112
- 36.Сочка К. Державний борг України: поточні реалії та проблеми. *Acta Academiae Berregrasiensis. Economics*. 2022. Випуск 2. С. 172-183.
- 37.Стало відомо, які борги мають країни ЄС. URL: <https://www.monitorpress.info/uk/news/22347-stalo-vidomo-yaki-borgi-mayut-krayini-jes>
- 38.Старостіна А. О., Кравченко В. А. Ризик-менеджмент: теорія та практика: Навч. посіб. К.: Політехніка, 2004. 200 с.
- 39.Стрілець В. Моделі управління державним боргом у зарубіжних країнах та можливості їх адаптації в Україні. Аналітичне дослідження. Вищий навчальний заклад Укоопспілки «Полтавський університет економіки і торгівлі» ГО «Інститут аналітики та адвокації», 2022. 43с.
- 40.Тимошенко О. В. Оцінка умов та загроз співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями. 2022. The 15 th International scientific and practical conference “Modern scientific research: achievements, innovations and development prospects”. August 14-16, 2022. MDPC Publishing, Berlin, Germany. 2022. 426 p.
- 41.Третяк К. В., Климаш Н. І., Роганова Г. О. Державний борг України: виклики та загрози для економіки. *Бізнес Інформ*. 2022. № 10. С. 152-161.
- 42.Фінанси: підруч. / В. П. Горин, В. Г. Дем'янишин, О. П. Кириленко [та ін.] ; за ред. А. І. Крисоватого. Тернопіль : ЗУНУ, 2024. 632 с. До 55-річчя кафедри фінансів ім. С. І. Юрія.

43. Credit Ratings. Міністерство фінансів України. URL:
<https://mof.gov.ua/en/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini>
44. Guidelines for Public Debt Management / Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, March, 2001. 41p. (сайт Світового банку <http://treasury.worldbank.org/web/pdf/guidelines>)
45. Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management // Fiscal and Debt Management Policies. A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs, N. J. P. 143-218. Abg, (1978).