

Міла Ю. Разінкова\*

## ПІДХІД ДО ОЦІНКИ РІВНЯ ЗОВНІШНЬОЇ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ ЕКОНОМІКИ КРАЇНИ

*Удосконалено підхід до оцінювання рівня зовнішньої боргової безпеки економіки країни. Розглянуто основні етапи оцінки безпеки зовнішнього боргу країни. Встановлено принципи, на яких базується підхід до оцінки боргової безпеки країни. Виокремлено основні методи визначення оптимального рівня боргової безпеки. Визначено складові системи показників безпеки зовнішнього боргу держави. Проведено частковий аналіз зовнішньої боргової безпеки України. Проаналізовано боргове навантаження в Україні крізь призму індикаторів боргової безпеки.*

*Ключові слова:* борг, боргова безпека, зовнішня боргова безпека, економіка, країна, оцінка, підхід.

*Рис. 7. Табл. 3. Літ. 11.*

*DOI: 10.32752/1993-6788-2024-1-274-238-247*

Mila Yu. Razinkova

## APPROACH TO ASSESSING THE LEVEL OF EXTERNAL DEBT SECURITY OF THE COUNTRY'S ECONOMY

*The approach to assessing the level of external debt security of the country's economy has been improved. The main stages of assessing the security of the country's external debt are considered. The principles on which the approach to assessing the country's debt security is based have been established. The main methods of determining the optimal level of debt security are highlighted. The components of the country's foreign debt security indicator system have been determined. A partial analysis of external debt security of Ukraine was carried out. The debt burden in Ukraine was analyzed through the lens of debt security indicators.*

*Keywords:* debt, debt security, external debt security, economy, country, assessment, approach.

*Peer-reviewed, approved and placed: 23.04.2024.*

**Постановка проблеми.** Оцінка та аналіз рівня безпеки зовнішнього боргу є важливим інструментом управління фінансовими ризиками та забезпечення національної фінансової стабільності. Зокрема, оцінка стану зовнішнього боргу допомагає сформулювати обґрунтовані стратегії та прийняти ефективні рішення щодо залучення іноземних ресурсів. Аналіз за результатами оцінки дозволяє визначити ступінь фінансової стійкості та виявити ризики та потенційні перешкоди для економічного зростання. Цей процес необхідний для визначення найкращої стратегії взаємодії з міжнародними фінансовими установами та уникнення ситуацій економічної нестабільності та недоліків у фінансовому управлінні. Загалом оцінка, моніторинг та аналіз безпеки зовнішнього боргу допомагають країні адаптуватися до змін у світовій економіці, своєчасно реагувати на ризики та забезпечити ефективне управління фінансовими ресурсами. Ці інструменти аналізу зовнішнього державного боргу є стратегічно важливими для підтримки фінансової незалежності та забезпечення сталого економічного розвитку.

---

\* University of Customs and Finance. Ukraine.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Розглядаючи сучасні підходи до оцінки рівня зовнішньої боргової безпеки економіки країни, можна стверджувати, що існує декілька векторів проведення такого оцінювання. Представники наукової спільноти М.Антонов [7], О.Барановський [8], О.Новосьолова [10], Т.Богдан [9], І.Школьник [11], А.Івашина [11], Ф.Журавка та інші вивчають питання оцінки рівня зовнішньої боргової безпеки економіки країн світу. Але окремі аспекти даних питань є й досі не деталізовано вивченими.

**Метою дослідження** визначено вдосконалення підходу до оцінювання рівня зовнішньої боргової безпеки економіки країни.

**Основні результати дослідження.** Підхід до оцінки зовнішньої боргової безпеки країни передбачає комплексний аналіз усіх аспектів її боргової та фінансової стабільності. Оцінка ґрунтується на вимірюванні різноманітних індикаторів, які дозволяють оцінити ризики зовнішнього боргу. Основними етапами оцінки безпеки зовнішнього боргу можна назвати такі [1], [2], [3]:

1. Збір і аналіз даних (масштаб і структура зовнішнього боргу, витрати на погашення боргу, склад кредиторів, строк погашення тощо).

2. Оцінка здатності країни сплачувати відсотки та основну суму боргу вчасно та без проблем. Це може включати аналіз співвідношення боргу до ВВП, дефіциту бюджету, поточних облігацій тощо.

3. Розрахунок зовнішнього боргового навантаження (оцінка співвідношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг допомагає оцінити розмір боргових зобов'язань відносно зовнішніх доходів).

4. Аналіз платіжного балансу.

5. Оцінка ризиків (зміни обмінного курсу, зростання процентних ставок, економічна нестабільність, геополітичні ризики тощо).

6. Розгляд різних сценаріїв розвитку подій, у тому числі негативних, для оцінки можливих наслідків для безпеки зовнішнього боргу.

7. Розробка стратегії забезпечення безпеки зовнішнього боргу (реформи бюджетної та фінансової політики, розширення економічних можливостей тощо).

8. Моніторинг і адаптація.

9. Взаємодія з кредиторами.

10. Прозорість і комунікація.

Підхід до оцінки безпеки зовнішнього боргу є динамічним процесом, який продовжує змінюватися відповідно до національної фінансової ситуації та міжнародного економічного середовища. Оцінка має бути поглибленою, об'єктивною та ретельною, щоб уникнути ризиків і негативних наслідків, які може спричинити зовнішній борг. Визначення оптимального рівня надійності боргу є важливим завданням для країни, оскільки занадто великий борг може призвести до фінансових труднощів і ризиків. Для цього використовуються різні методи визначення стабільності та безпеки фінансової ситуації країни в контексті боргового навантаження. Міжнародний досвід показує, що політика державних запозичень повинна мати наукове обґрунтування для визначення найвищого прийняттого рівня державного зовнішнього боргу, його стабільності та керованості. У таблиці 1 наведено основні методи

визначення оптимального рівня боргової безпеки для економік, що розвиваються.

*Таблиця 1. Основні методи визначення оптимального рівня боргової безпеки, сформовано автором на основі даних [4, 7]*

Метод	Характеристика
Аналіз динаміки боргу	Вивчення темпів змін зовнішнього боргу
Порівняння з іншими країнами	Порівняння рівня зовнішнього боргу та його складових з показниками інших держав
Коефіцієнти фінансової вразливості	Використання параметрів оцінки кредитного рейтингу держав світу
Метод VaR (Value-at-Risk)	Використовуються різні тести чутливості для оцінки впливу різних змін макроекономічних параметрів
Метод Дж. Мендози - П. Ов'єдо для визначення стійких коефіцієнтів державного боргу	Аналіз можливості держави генерувати доходи
Стрес-тестування	Моделювання різних сценаріїв умов для визначення спроможності країни впоратися зі зростаючим борговим навантаженням

Підхід до оцінки боргової безпеки базується на кількох ключових принципах, зокрема: 1

1) комплексно проаналізувати стан і структуру зовнішнього боргу. Аналіз включає не лише загальну суму боргу, але й джерела зовнішнього боргу, розподіл за строками погашення, валютний ризик, умови емісії тощо;

2) обрати відповідні показники та їх значення: важливо брати до уваги особливі обставини кожної країни та результати емпіричних досліджень, щоб вибрати найбільш відповідні показники та їх граничні значення;

3) здійснити прогнозування та аналіз показників заборгованості: цей підхід передбачає розгляд різних сценаріїв, а також врахування різноманітних ризиків для країни, таких як глобальні економічні зміни, політична та економічна нестабільність.

Система показників безпеки зовнішнього боргу – це інструмент, який оцінює здатність фінансової системи країни виконувати свої боргові зобов'язання без значних ризиків і необхідності накопичувати новий борг. Під час оцінки надійності зовнішнього боргу зазвичай враховуються різноманітні економічні, фінансові та політичні фактори, зокрема:

1) співвідношення боргу до ВВП (один із ключових показників для оцінки стійкості зовнішнього боргу);

2) співвідношення обслуговування боргу до експорту (цей показник порівнює виплати країни з обслуговування боргу);

3) валютні резерви (адекватні валютні резерви мають вирішальне значення для того, щоб здійснювати ефективне управління зовнішнім боргом);

4) економічне зростання (стійке економічне зростання має важливе значення для отримання доходів, необхідних для погашення зовнішнього боргу);

5) бюджетна та фіскальна політика;

6) зовнішні потрясіння (оцінка вразливості країни до зовнішніх потрясінь, таких як коливання цін на сировинні товари або зміни світових процентних ставок).

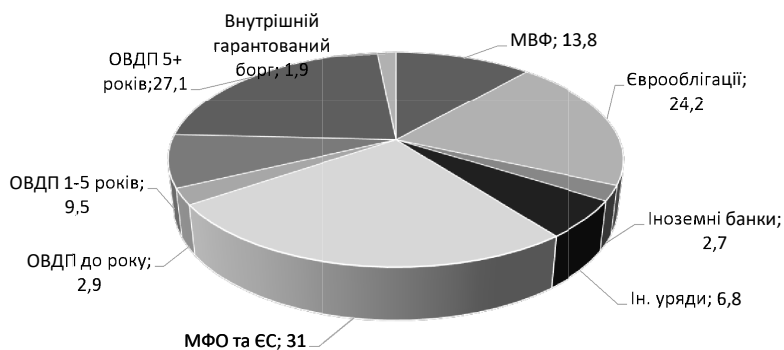
Проведемо частковий аналіз зовнішньої боргової безпеки України. Частка державного зовнішнього боргу в загальній структурі відображає залежність країни від зовнішніх фінансових ресурсів та потенційні ризики для економічної стабільності та розвитку. Варто зазначити, що відповідно до показників, затверджених законодавчо, очікуваний обсяг запозичень становить орієнтовно 525,9 млрд гривень, що становить 24,0% від загального обсягу запозичень. З урахуванням запозичень із спеціального фонду Державного бюджету України обсяг державної програми зовнішніх запозичень становить 1668,1 млрд. грн., що становить 76,0 % від загального обсягу (табл. 2). У плані зазначено, що розмір держборгу до кінця 2024 року буде визначатися рядом факторів: фінансовою допомогою у вигляді кредитів і грантів, отриманих від міжнародних партнерів, зміною реального курсу національної валюти тощо. Прогнози показують, що зовнішній державний борг продовжить зростати до кінця 2024 року, оскільки тривають переговори щодо забезпечення нового фінансування. Слід зазначити, що Україна отримувала надзвичайно вигідні кредити з нульовими або найнижчими відсотковими ставками та вигідними умовами. Структуру державного та зовнішнього боргу України наведено на рисунку 1.

*Таблиця 2. Показники фінансування Державного бюджету України у 2024 році, млрд грн., сформовано на основі даних [5]*

	Загальний фонд	спеціальний фонд	всього держбюджет
Фінансування бюджету	1 509,1	62,4	1 571,5
Фінансування бюджету за борговими операціями	1 505,1	62,2	1 567,3
<b>Зовнішнє</b>	<b>1 423,7</b>	<b>62,2</b>	<b>1 485,9</b>
Внутрішнє	81,4		81,4
Державні запозичення, в т.ч.	2 131,8	62,2	2 194,0
<b>Зовнішні</b>	<b>1 606,0</b>	<b>62,2</b>	<b>1 668,1</b>
Внутрішні	525,9		525,9
Погашення державного боргу, в т.ч.:	626,7		626,7
<b>Зовнішнього боргу</b>	<b>182,3</b>		<b>182,3</b>
Внутрішнього боргу	444,5		444,5
Надходження від приватизації державного майна	4,0		4,0
Розміщення коштів на депозитах та/або придбання цінних паперів / зміни обсягів бюджетних коштів		0,2	0,2

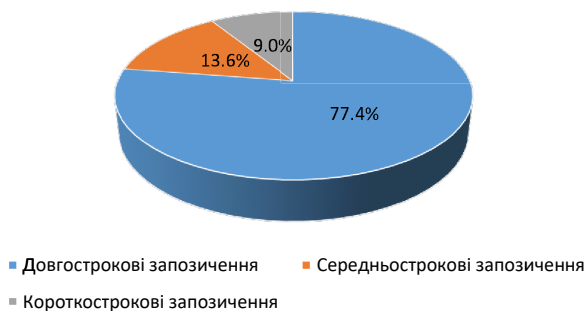
Більше половини зовнішнього державного боргу становлять пільгові довгострокові позики донорів та іноземних держав (найбільші кредитори – Європейський Союз, Міжнародний банк реконструкції та розвитку,

Європейський інвестиційний банк тощо), надані на пільгових умовах. При цьому можна сказати, що в умовах воєнного стану та обмежених бюджетних ресурсів основним пріоритетом є залучення довгострокових кредитів на вигідних умовах для фінансування сфери охорони здоров'я, освіти та соціальних послуг.

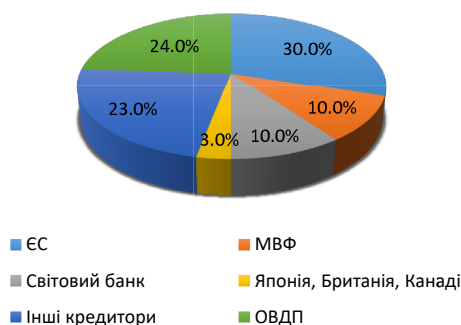


*Рис. 1. Структура державного боргу України станом на 31.07.2023 р., побудовано на основі даних [6]*

Велика увага також приділяється планам енергоефективності та відновлення муніципальної інфраструктури, а також реабілітації та реконструкції інфраструктурних проєктів, які постраждали від збройної агресії. Особливий акцент зроблено на підтримці енергетичного сектору, якому іноземними державами, фінансовими установами та міжнародними фінансовими організаціями надано велику кількість кредитів та грантів. Також варто зазначити, що облігації зовнішнього боргу України продовжено на 2023 рік, вказуючи на те, що реструктуризація очікується у 2024 році. Це означає, що інвестори отримують лише частину номінальної вартості. У березні 2024 року ціни на облігації зросли на 19-22%. Умови реструктуризації визначатимуть привабливість інвестицій в українські облігації. Аналізуючи строкову структуру державного зовнішнього боргу, варто зазначити, що загальний короткостроковий зовнішній борг все ще залишається на відносно високому рівні. Законом про держбюджет на 2024 рік визначено, що більшість державних запозичень складатиметься за довгостроковими інструментами – 77,4%, або 1 698,1 млрд грн., а за середньостроковими – 13,6%, або 299,2 млрд грн., за короткостроковими – 9,0% або 196,6 млрд грн. (рис. 2). Близько половини державних запозичень буде здійснено за рахунок кредитів Європейського Союзу, Світового банку та Міжнародного валютного фонду. Також планується залучити спеціальні кошти міжнародних фінансових організацій та інших урядів для забезпечення 62,2 мільярда гривень на проєкти економічного та бюджетного розвитку. Боргові джерела фінансування державного бюджету за типами у 2024 році наведено на рис. 2 та рис. 3.



**Рис. 2. Боргові джерела фінансування державного бюджету за типом боргового зобов'язання у 2024 році, %, сформовано на основі даних [5]**



**Рис. 3. Боргові джерела фінансування державного бюджету за типом кредитора у 2024 році, %, сформовано на основі даних [5]**

Співвідношення внутрішніх боргових інструментів до зовнішніх боргових інструментів може змінюватись залежно від умов запозичення та фінансової ситуації, а також відповідно до передбаченого законодавством обсягу фінансування боргових операцій. Структура зовнішнього державного та гарантованого державою боргу України у розрізі валют погашення наведена на рис. 4.

Основними валютними складовими структури державного боргу України є долар США та євро. Зокрема, частка боргу, деномінованого в євро, зросла до 28,36% (на 31 грудня 2015 року: 5,93%). Зменшення частки боргу в іноземній валюті може свідчити про зниження вартості обслуговування боргу, оскільки це передбачає меншу залежність від коливань обмінного курсу. Станом на кінець четвертого кварталу 2023 року основною валютою зовнішніх запозичень України залишається долар США. На США припадає 47,7% загального зовнішнього боргу. Варто зазначити, що EURIBOR (Європейська міжбанківська ставка) та LIBOR (Лондонська міжбанківська ставка) становлять значну частку боргу з плаваючою ставкою, що робить обслуговування цієї частини державного боргу дуже чутливим до змін процентних ставок. Станом на кінець 2023 року середньозважена вартість державного та гарантованого державою боргу становила 6,24%. (рис. 5).

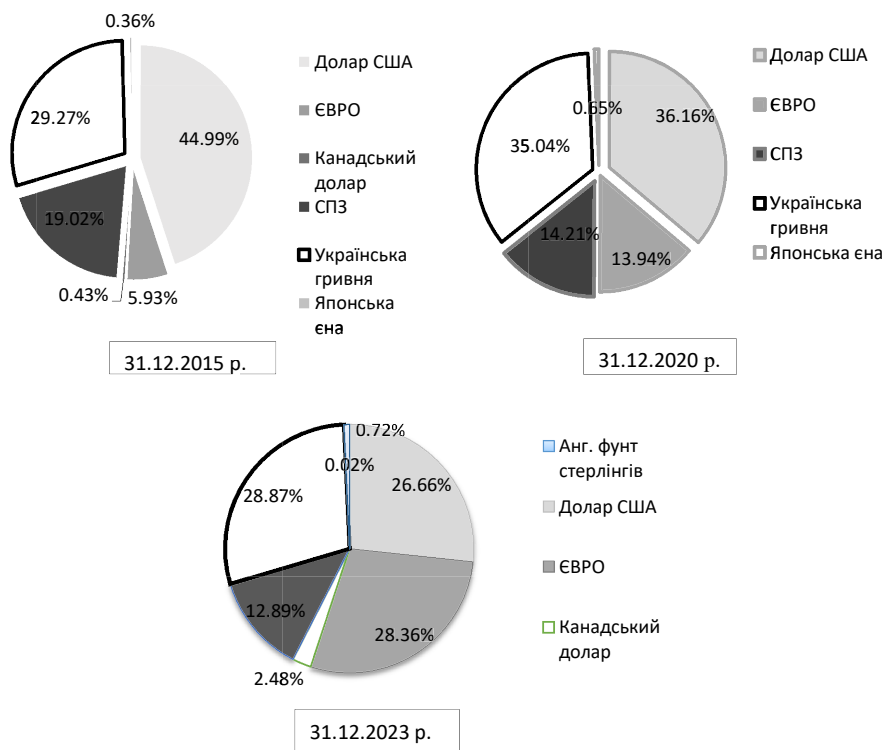


Рис. 4. Структура зовнішнього державного та гарантованого державою боргу України у розрізі валют погашення за 2015 р., 2020 р., 2023 р., %, побудовано на основі даних [6]

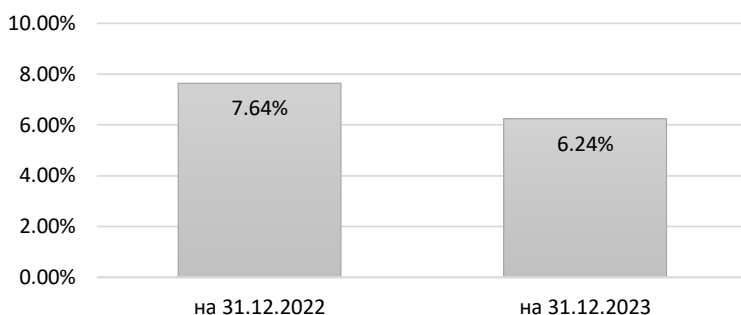


Рис. 5. Середньозважена вартість державного та гарантованого державою боргу, побудовано на основі даних [6]

Протягом 2023 року середньозважений термін до погашення державного та гарантованого боргу України збільшився та склав 10,56 року (рис. 6).

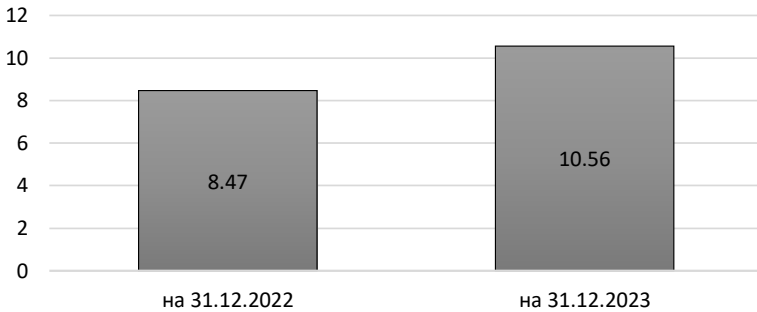


Рис. 6. Середньозважений термін до погашення державного та гарантованого державою боргу, років, побудовано на основі даних [6]

Проаналізуємо боргове навантаження в Україні крізь призму індикаторів боргової безпеки (табл. 3).

Таблиця 3. Система показників рівня зовнішньої боргової безпеки, розрахунки на основі даних [6]

№	Індикатори боргової безпеки	Розрахункове значення					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Зовнішнє боргове навантаження (зовнішній борг до ВВП), %	39,26	29,17	36,22	28,58	50,3	64,85
2	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	2713,2	2896,6	3008,8	3132,5	3207,8	4449,9
3	Валовий зовнішній борг до експорту товарів та послуг, %	193,8	191,5	207,0	159,1	231,5	367,8
4	Відношення офіційних золотовалютних резервів (ЗВР) до валового зовнішнього боргу	41,3	51,7	54,2	54,1	39,9	39,8

Загальний зовнішній борг як частка експорту товарів і послуг є ключовим показником для оцінки фінансової стабільності країни та її здатності ефективно управляти доступністю зовнішнього боргу. Загальне зростання цього показника зумовлене зростанням загального державного зовнішнього боргу. Зокрема, у четвертому кварталі 2023 року загальний зовнішній борг України зріс. Співвідношення боргу до ВВП зросло. Зовнішній борг державного сектора збільшився. Зобов'язання приватного сектора зросли. Зобов'язання загального державного управління зросли [6]. Показник відношення валютного боргу до зовнішнього боргу країни показує, що країна не захищена від фінансових труднощів чи непередбачуваних обставин, у тому числі спричинених війною (рис. 7). Зазначимо, що міжнародні резерви України зросли до \$35,9 млрд у 2023 році (станом на квітень 2023 року). Порівняння зовнішнього державного боргу України з її золотовалютними резервами викликає серйозне занепокоєння у 2024 році. Останнім часом зовнішній борг України продовжує перевищувати її валютні резерви.

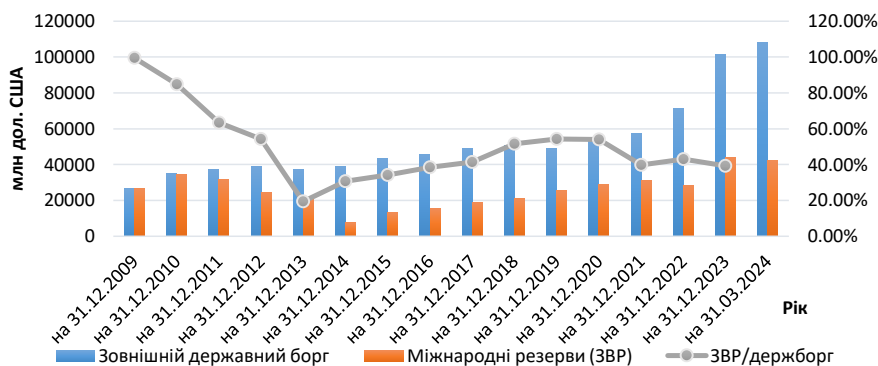


Рис. 7. Показники співвідношення зовнішнього державного боргу до ЗВР, за 2009-березень 2024 рр. млн дол. США, побудовано на основі [6]

Варто також зазначити, що нинішня тенденція до зниження грошових переказів з-за кордону в Україну дуже чітка. Експерти вважають, що головною причиною цього є те, що багатьом трудовим мігрантам просто нема кому надсилати грошові перекази, оскільки вони знаходяться далеко від своїх родичів, і що допомога від влади з усієї Європи, ймовірно, скоротиться. Не очікується, що ця тенденція зміниться найближчим часом.

**Висновки.** Було вдосконалено підхід до оцінки рівня зовнішньої боргової безпеки економіки країни та розглянуто основні етапи оцінки безпеки зовнішнього боргу країни. Встановлено принципи, на яких базується підхід до оцінки боргової безпеки країни, а також виокремлено основні методи визначення оптимального рівня боргової безпеки. Визначено складові системи показників безпеки зовнішнього боргу країни. Проведено частковий аналіз зовнішньої боргової безпеки України. Проаналізовано боргове навантаження в Україні крізь призму індикаторів боргової безпеки.

1. Ghosh A. R., Ostry J. D., Qureshi M. S. Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment. *IMF Economic Review*. 2015. Vol.63. P.238–276.

2. Gnegne Y., Jawadi F. Boundedness and nonlinearities in public debt dynamics: A TAR assessment. *Economic Modelling*. 2013. Vol.34. P.154–160.

3. Napo S. Assessing public debt sustainability under COVID-19 uncertainty: Evidence from Côte d'Ivoire. *African Development Review*. Vol. 34(S1). 2022. P.141–160.

4. Berti K. Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries. *Economic and Financial Affairs. Economic Paper No 480*. 2013. P.1–26.

5. Програма управління державним боргом на 2024 рік: Наказ Міністерства фінансів України від 31.01.2024 року № 43. URL : [https://mof.gov.ua/storage/files/Програма\\_управління\\_державним\\_боргом\\_на\\_2024\\_рік.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/Програма_управління_державним_боргом_на_2024_рік.pdf).

6. Міністерство фінансів України. Статистичні матеріали. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnijborg-ta-garantovanij-derzhavjuborg>

7. Антонов М.С. Управління борговою стійкістю держави: дисертація. канд. екон. наук.; наук. керівник С.В. Леонов. Суми: СумДУ, 2017. 261 с.

8. Барановський О. І. Дослідження теоретичних засад боргової безпеки держави. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2016. Вип. 1(47). Т. 1. С.327–337.

- 
9. Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. Вісник Національного банку України. 2012. № 4. С.8–15.
  10. Новосьолова О. Боргова безпека як визначальний фактор макроекономічної стабільності держави. Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія «Економічні науки». 2014. Вип. 35.1. С.123–128.
  11. Школьник І.О., Івашина А.О. Критерії оцінки боргової стійкості: світова та вітчизняна практика. Економіка та суспільство. 2018. № 15. С. 799–806. URL : [https://economyandsociety.in.ua/journals/15\\_ukr/121.pdf](https://economyandsociety.in.ua/journals/15_ukr/121.pdf)
- 

1. Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2015). Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment. *IMF Economic Review*, 63, 238–276.
2. Gnegne, Y., & Jawadi, F. (2013). Boundedness and nonlinearities in public debt dynamics: A TAR assessment. *Economic Modelling*, 34, 154–160.
3. Napo, S. (2022). Assessing public debt sustainability under COVID-19 uncertainty: Evidence from Côte d'Ivoire. *African Development Review*, 34(S1), 141–160.
4. Berti, K. (2013). Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries. *Economic and Financial Affairs. Economic Paper No. 480*, 1–26.
5. Програма управління державним боргом на 2024 рік: Наказ Міністерства фінансів України від 31.01.2024 року № 43. URL : [https://mof.gov.ua/storage/files/Програма\\_управління\\_державним\\_боргом\\_на\\_2024\\_рік.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/Програма_управління_державним_боргом_на_2024_рік.pdf).
6. Ministry of Finance of Ukraine. (n.d.). Statystychni materialy [Statistical materials]. Retrieved from <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnijborg-ta-garantovaniy-derzhavjuborg>
7. Antonov, M.S. (2017). *Upravlinnia borhovoju stijkistiu derzhavy: dysertatsiia. kand. ekon. nauk.; nauk. kerivnyk S.V. Lieonov. Sumy: SumDU*, 261 s.
8. Baranovskij O. I. (2016). *Doslidzhennia teoretychnykh zasad borhovoї bezpeky derzhavy. Naukovyj visnyk Uzhhorods'koho universytetu. Seriia «Ekonomika»*, 1(47), T. 1, 327–337.
9. Bohdan T. P. (2012). Borhova bezpeka ta ii rol' u harantuvanni finansovoї stabil'nosti. *Visnyk Natsional'noho banku Ukrainy*, 4, 8–15.
10. Novos'olova O. (2014). Borhova bezpeka iak vyznachal'nyj faktor makroekonomichnoi stabil'nosti derzhavy. *Zbirnyk naukovykh prats' ChDTU. Seriia «Ekonomichni nauky»*, 35.1, 123–128.
11. Shkol'nyk I.O., & Ivashyna A.O. (2018). Kryterii otsinky borhovoї stijkosti: svitova ta vitchyzni-ana praktyka. *Ekonomika ta suspil'stvo*, 15, 799–806. Retrieved from : [https://economyandsociety.in.ua/journals/15\\_ukr/121.pdf](https://economyandsociety.in.ua/journals/15_ukr/121.pdf)