

DATA ABOUT THE AUTHORS

Studinski Volodymyr, Ph.D. in Economical Science, D. in Historical Science, Executive Director of the PrincipS Research and Training Center
Box 123, Kiev, 03191, Ukraine
e-mail: studzinskiw@bigmir.net

Studinska Galyna, Doctor of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of International Economic Relations, National University of Food Technologies,
a/s 123, Kyiv, 03191, Ukraine
e-mail: studinska.galina@gmail.com

УДК 336.763.33: 336.27(477)

<https://doi.org/10.31470/2306-546X-2023-57-142-151>

ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ

Чеберяко О. В.,
Закрушевський Р. О.

Предметом дослідження є концептуальні засади випуску державних цінних паперів для забезпечення боргової безпеки в умовах повномасштабної війни.

Метою статті є з'ясування економічної сутності категорії боргова безпека через визначення структурних її елементів, а також особливостей, переваг та причин випуску державних цінних паперів в умовах повномасштабної війни.

Метод або методологія проведення дослідження. При проведенні дослідження для реалізації принципу об'єктивності використовувалися історичний, аналітико-емпіричний, індуктивно-дедуктивний, порівняльний методи; при оцінці індикаторів боргової безпеки - метод аналізу та синтезу; при розрахунку середньозваженої дохідності військових облігацій - графічне представлення результатів дослідження.

Результати статті. У статті досліджено питання сутності, причин випуску та дохідності державних цінних паперів в умовах воєнного стану в Україні, розглянуто необхідність управління державними цінними паперами, як єдиним інструментом в підпорядкуванні уряду з позицій забезпечення боргової безпеки України в умовах повномасштабної війни. З'ясовано, що повноцінний та ліквідний внутрішній ринок державних цінних паперів дозволить зменшити вартість державних запозичень і знизити ризики дефолту. Розглянуто питання емісії та дохідності нового для України фінансового інструменту - військових ОВДП. Досліджено боргову безпеку як динамічний процес з урахуванням позитивних ефектів від використання позичених зовнішніх та внутрішніх коштів. Визначено, що повномасштабна війна переломила позитивну тенденцію до зменшення частки державного боргу в ВВП й змусила відійти від стратегії зміцнення боргової безпеки, а зростання державного боргу впродовж воєнного стану є вимушеним явищем.

Галузь застосування результатів. Результати дослідження можуть бути використані в теорії та практиці управління державним боргом в умовах повномасштабної війни. Оцінка боргових індикаторів та їх аналіз буде доцільним джерелом інформації для вироблення шляхів зміцнення боргової безпеки України у мирний час.

Висновки. Зростання державного боргу впродовж воєнного стану є вимушеним явищем: податкові надходження дозволяють фінансувати видатки лише на третину. Проаналізувавши структуру державного боргу з позицій інструментів залучення коштів, можемо дійти висновку, що ДЦП виступають єдиним підконтрольним державі інструментом забезпечення боргової безпеки в умовах вимушеного і неконтрольованого зростання передусім зовнішнього державного боргу. Військові облігації мають цільове призначення, а економічні ризики, обумовлені військовим вторгненням не дозволяють використовувати ОЗДП та євробонди в якості інструментів рефінансування боргу.

Ключові слова: державні цінні папери, ОЗДП, ОВДП, єврооблігації, військові облігації, державний борг, боргова безпека, індикатори боргової безпеки, повномасштабна війна.

GOVERNMENT SECURITIES IN ENSURING THE DEBT SECURITY OF UKRAINE IN CONDITIONS OF FULL-SCALE WAR

Cheberyako Oksana,
Zakrushevskiy Roman

The subject of research there is conceptual principles of issuing government securities to ensure debt security in conditions of full-scale war.

The purpose of the article is to clarify the economic essence of the debt security category through the definition of its structural elements, as well as the features, advantages and reasons for issuing government securities in conditions of full-scale war.

Method or methodology of the study. During the research, historical, analytical-empirical, inductive-deductive, comparative research methods were used to implement the principle of objectivity of scientific presentation; the method of analysis and synthesis - when evaluating indicators of debt security; graphical presentation of research results - when calculating the weighted average yield of military bonds.

Results of the article. The article examines the issue of the essence, reasons for the issue and profitability of government securities in the conditions of martial law in Ukraine, considers the need for the management of government securities as the only tool in subordinating the government from the standpoint of ensuring Ukraine's debt security in the conditions of a full-scale war. It is considered that a full-fledged and liquid internal market of government securities will allow to reduce the cost of state borrowing and reduce the risks of default. Attention is paid to the matter of the issue and profitability of a new financial instrument for Ukraine - military OVDP. Debt security is studied as a dynamic process taking into account the positive effects of the use of borrowed external and internal funds. It was determined that the full-scale war reversed the positive trend towards a decrease in the share of public debt in GDP and forced a departure from the strategy of strengthening debt security, and the growth of governmental debt during the state of war is a forced phenomenon.

Field of application of results. The results of the research can be used in the theory and practice of public debt management in conditions of full-scale war. The assessment of debt indicators and their analysis will be a relevant source of information for developing ways to strengthen Ukraine's debt security in peacetime.

Conclusions. The growth of the public debt during martial law is a forced phenomenon: tax revenues allow to finance expenditures by only one third. Having analyzed the structure of the public debt from the standpoint of instruments for attracting funds, we can come to the conclusion that government securities are the only state-controlled instrument for ensuring debt security in conditions of forced and uncontrolled growth, primarily of external state debt. Military bonds have a specific purpose, and the economic risks caused by a military invasion do not allow the use of OZDP and Eurobonds as debt refinancing instruments.

Key words: government securities, OZDP, OVDP, eurobonds, military bonds, public debt, debt security, debt security indicators, full-scale war

JEL Classifications: H81:H63

Актуальність теми дослідження. Такі кризові явища у світовій економіці, як фінансові кризи 2008–2009 рр., 2013–2015 рр., девальвація національної валюти, криза енергоресурсів, гібридна війна, пандемія COVID-19 обумовили стрімке зростання передусім зовнішнього боргу України для забезпечення життєздатності економіки. Стан державного боргу в Україні в умовах повномасштабної війни постійно погіршується, а рівень боргової безпеки знижується з небезпечного до критичного рівня. Проблемою в області державної заборгованості залишається і відсутність можливості стійкого рефінансування боргу за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень в необхідних обсягах і на сприятливих умовах, оскільки здатність здійснювати зовнішні запозичення обмежується не лише низьким кредитним рейтингом України, а й ризиком скорочення доступу на ринки запозичень через повномасштабну війну.

Хронічне зростання державного боргу України потребує ефективного управління, а проблема лавиноподібного зростання державної заборгованості, як зовнішньої, так і внутрішньої в умовах повномасштабної війни, викликає все більші побоювання щодо платоспроможності воюючої країни та можливого дефолту.

Об'єктом дослідження є боргова безпека України в умовах воєнного стану, а предметом – теоретичні засади та практика використання державних цінних паперів в її забезпеченні.

Постановка проблеми. Необхідність дослідження механізму управління державними цінними паперами, як єдиним інструментом в підпорядкуванні уряду з позицій забезпечення боргової безпеки України під час війни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Використання державних цінних паперів як інструмента управління борговою безпекою держави досліджувалося в працях багатьох вітчизняних науковців, зокрема Базилевича В., Богдан Т., Вахненко Т., Гапонюка М., Кудряшова В., Лютого І., Шелудько Н. Серед іноземних дослідників у цій сфері варто виділити роботи Кейнса Дж., Фабоцці Ф., Фрідмана М. та інших.

Метою статті є оцінка на основі використання різноманітних індикаторів боргової безпеки України в умовах воєнного стану та визначення напрямів її зміцнення; з'ясування за допомогою аналізу структури державного боргу ролі державних цінних паперів в забезпеченні боргової безпеки України.

Викладення основного матеріалу. Емісія державних цінних паперів (ДЦП) займає важливе місце у фінансовій діяльності держави, забезпечуючи своєчасне покриття дефіциту державного бюджету і повноцінне виконання основних цілей та завдань державної військової чи соціально-економічної політики. Практично кожна держава періодично стикається з бюджетним дефіцитом, тому ДЦП перетворюються на один із основних інструментів не лише державного кредиту, а і фінансового ринку країни.

Держави почали використовувати позики ще за часів античності. Але в сучасному розумінні на світовій фінансовій арені облігації з'явилися вперше в XVI столітті у Франції. Справжня історія облігацій почалася в епоху швидкого розвитку капіталізму, коли вони перетворилися в засіб об'єднання приватних капіталів для фінансування великих капіталістично-організованих виробництв у всіх основних галузях економіки.

Державні облігації випускаються державою або від її імені і вважаються менш ризикованими, ніж корпоративні. У держави майже завжди існує можливість розрахуватися за борговими зобов'язаннями за

рахунок випуску нових боргових зобов'язань. Тому дохідність за державними облігаціями є нижчою, ніж за корпоративними.

Відповідно до ст. 2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» державні цінні папери – це державні облігації України, казначейські зобов'язання України, фінансові казначейські векселі, державні деривативи. Державні облігації України поділяються на облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) України та облігації зовнішніх державних позик (ОЗДП) України (ст. 16) [2]. Вони можуть бути іменними або на пред'явника та існувати виключно в електронній формі.

Емісія державних облігацій України є:

- одним із інструментів здійснення боргової політики;
- частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню НКЦПФР;
- регулюється Бюджетним кодексом України та законом про Державний бюджет України на відповідний рік, яким встановлюється граничний розмір державного боргу.

НБУ виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням ОВДП України, їх погашенням і виплатою доходів за ними, а також відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України» провадить депозитарну діяльність щодо таких цінних паперів [3]. Порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням таких облігацій, відповідно до закону встановлюється Національним банком України за погодженням із центральним органом виконавчої влади, уповноваженим на реалізацію державної бюджетної політики у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом. Особливості провадження депозитарної діяльності з державними облігаціями України визначаються відповідно до закону НКЦПФР за погодженням із НБУ.

Витрати на підготовку розміщення, а також на розміщення та погашення державних облігацій України здійснюються відповідно до умов розміщення державних облігацій України за рахунок коштів державного бюджету, передбачених на такі цілі у Державному бюджеті України на відповідний рік.

Повномасштабна війна росії проти України, яка розпочалася 24 лютого 2022 року, стала не лише масштабним системним шоком для України, зокрема, для її економічної, фінансової, екологічної, соціальної та інших систем, а й спричинила втрату інтересу інвесторів та різке здешевлення українських єврооблігацій. Тому з початком широкомасштабної війни в Україні НКЦПФР зупинила розміщення, обіг і викуп усіх без виключення цінних паперів, хоча винятком стали операції, необхідні для здійснення НБУ монетарної та грошово-кредитної політики та Міністерством фінансів України операцій з обслуговування державного боргу. Згодом НКЦПФР дозволила торгівлю військовими ОВДП первинним дилерам в гривні, доларах США та Євро з метою підтримки державного бюджету.

ОВДП – це цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішніх ринках капіталу і підтверджуються зобов'язанням України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій. Номінальна вартість ОВДП України може бути визначена в іноземній валюті. Розміщення ОВДП України здійснюється в національній або іноземній валюті, а ОЗДП України – у валюті запозичення або в іншій валюті відповідно до умов розміщення. Ціна розміщення державних облігацій України може бути більшою, меншою за їхню номінальну вартість або дорівнювати їхній номінальній вартості.

Випуск ОВДП дозволяє державі досягнути наступних цілей:

- здійснювати грошово-кредитне регулювання, зменшуючи або збільшуючи розмір грошової маси за рахунок продажу або купівлі власних боргових цінних паперів;
- фінансувати дефіцит державного бюджету і забезпечувати виконання військових, економічних та соціальних функцій, шляхом емісії середньо- та довгострокових облігацій, що не супроводжується зростанням грошової маси і не може спричинити інфляції;
- використовуючи ДЦП, як інструменти фінансової політики, держава має змогу впливати на економіку, стимулюючи або стримуючи її залежно від поточних умов та стратегії соціально-економічного розвитку
- підтримувати на належному рівні економічну безпеку країни;
- фінансувати погашення частини державного внутрішнього боргу, що виник завдяки попереднім емісіям боргових цінних паперів;
- забезпечувати неперервне фінансування державних видатків за умов несвоєчасного надходження бюджетних коштів шляхом емісії короткострокових ОВДП;
- стимулювати сукупний попит державного сектору за рахунок залучених через емісію облігацій коштів;
- забезпечувати суб'єктів господарювання високоліквідними низько ризикованими фінансовими інструментами, а дрібних власників капіталу – додатковими можливостями у сфері інвестування заощаджених коштів, що збільшує місткість ринку цінних паперів країни і стимулює розвиток фінансових інститутів;
- перерозподіляти кошти економічних суб'єктів на фінансування важливих для економіки країни проєктів, а в умовах війни – підтримки економіки та армії;
- уникати значного політичного та економічного впливу від одного або кількох кредиторів, шляхом дроблення суми позики на менші частини;
- залучати значні суми коштів через доступність фінансування мізерної частини позики фізичними особами за умови наявності довіри до держави.

Проблеми, які стоять перед країною, регіоном чи підприємством, неможливо вирішити не забезпечивши їм фінансову безпеку. Вона визначається конкретними показниками функціонування економічної системи

держави за певний проміжок часу: величиною внутрішнього й зовнішнього боргу; рівнем інфляції; стійкістю національної валюти; сальдо платіжного балансу.

Визначальним фактором економічного розвитку держави є розмір державного боргу, який є одночасно і фактором, і критерієм боргової безпеки країни, відображає економічний і фінансовий стан країни загалом та ефективність функціонування її урядових структур.

Сьогодні існує багато підходів до визначення сутності боргової безпеки держави як складного і суперечного явища. Боргова безпека є підсистемою фінансово-економічної безпеки, елементом фінансової безпеки, яка є підсистемою економічної безпеки держави, а економічна - підсистемою національної.

Відповідно до наказу Міністерства економіки «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» боргова безпека визначається як відповідний рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для задоволення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує суверенітету держави та її фінансовій системі [4].

Якісною характеристикою боргової безпеки держави є визначення боргового навантаження і рівня платоспроможності. Для оцінки цих параметрів світова практика використовує близько двох десятків показників-індикаторів і ще більшу кількість їх граничних (порогових) значень. Зокрема, для аналізу боргової безпеки держави Світовий банк пропонує використовувати Мінімальну стандартну модель, де визначено основні боргові індикатори. Також відома модель показників боргової безпеки, розроблена фахівцями МВФ [15].

В Україні для розрахунку індикаторів економічної безпеки використовуються Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України [4]. Порогові значення індикаторів і розроблена методологія розрахунку інтегрального показника боргової стійкості дають змогу оцінити вірогідність виникнення боргової кризи.

Боргова безпека, як стан навантаження на державний бюджет з обслуговування боргів, з урахуванням позитивних ефектів від використання позичених коштів, є динамічним поняттям і визначається якістю здійснення боргової політики. Тісна переплетеність останньої із бюджетною, грошово-кредитною, валютною, фінансовою та іншими складовими фінансової політики держави обумовлюють особливу вразливість всієї фінансової безпеки до боргової як однієї з її складових. Аналіз боргової безпеки будується на системі індикаторів, зображених в таблиці 1.

На основі здійсненого аналізу боргової безпеки України можна зробити висновок, що показник боргової безпеки зменшується. Дискутувати про порушення порогових значень індикаторів боргової безпеки в умовах широкомасштабної війни є недоцільним, адже нормативні значення індикаторів базуються на розрахунках економіки мирного часу. Більше того, дані таблиці свідчать, що певні індикатори вже перебували в критичному діапазоні у 2021 році, що обумовлено кумуляцією наслідків довоєнної боргової політики. Найбільший вплив на значення боргової безпеки здійснюють такі індикатори як відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП та відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП.

Таблиця 1. Нормовані значення індикаторів боргової безпеки України у 2021–2022 рр.

№	Індикатор	Характеристика	Критичне значення	2021	2022
1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відсотків	Два найважливіші та найпоширеніші показники боргової безпеки. Визначають питому вагу зобов'язань у відношенні до ВВП. Окреме виділення частки зовнішнього боргу обумовлене підвищеною чутливістю боргової безпеки в цьому аспекті до мінливих зовнішніх умов та залежності від зовнішніх кредиторів	60	48,9	78,4
2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, відсотків		70	64,8	83,0
3	Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, відсотків	Вплив відсоткових ставок за ОВДП на вартість обслуговування державного боргу: чим більше ставка, тим вища вартість обслуговування боргу	11	11,34	18,26
4	Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна	Різниця в прибутковості єврооблігацій України та казначейських зобов'язань США, що характеризує кредитний ризик України, а відповідно й ризик дефолту	1000	1062	404,9
5	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, відсотків	Показник-стимулятор, що розкриває міру погашення валового зовнішнього боргу за рахунок золотовалютних резервів	20	23,85	21,58

Джерело: складено авторами на основі [4, 13, 14]

Варто зазначити, що справжній тягар боргових виплат на державний бюджет є набагато вищим, тому що за існуючої методології підрахунку розміру державного боргу до його складу не входить цілий ряд внутрішніх та зовнішніх зобов'язань уряду, виплати за якими здійснюються за рахунок державного бюджету. Йдеться про виплати щодо знецінених заощаджень громадян, заборгованості із відшкодування ПДВ, з погашення та обслуговування боргу перед банками, з погашення кредиторської заборгованості бюджетних організацій та заборгованості за внесками до міжнародних організацій [9].

Розмір державного боргу відображає економічний і фінансовий стан держави загалом, ефективність функціонування її урядових структур, тому державний борг повинен мати економічно обґрунтовані межі. Статтею 18 Бюджетного кодексу України встановлено загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу: на кінець бюджетного періоду він не може перевищувати 60 відсотків річного номінального обсягу ВВП України [1]. У разі очікуваного перевищення цієї граничної величини Кабінет Міністрів України невідкладно звертається до ВРУ за дозволом на тимчасове перевищення такої граничної величини та подає для схвалення план заходів з приведення загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу до встановлених вимог.

Державі може бути оголошений дефолт (визнання її неплатоспроможною), якщо вона має занадто великий зовнішній або внутрішній державний борг та нездатна виплачувати борг або платіжні зобов'язання за ним перед кредиторами.

Державний борг може частково погашатися у разі профіциту бюджету. Зі збільшенням ставки відсотка за державними запозиченнями, витрати на погашення боргу також збільшуються.

У міжнародній практиці безпечним вважається державний борг, що не перевищує 60% від ВВП. Така вимога міститься у ст. 104 Маастрихтської угоди як критерій для країн Європейського валютного союзу.

Важливим є аналіз структури державного боргу з позиції джерел із яких здійснюються запозичення. Так, частка зовнішнього боргу у 2022 році зросла на 5,72% й на кінець року становила 64,12% від обсягу загального державного боргу, що пов'язано з необхідністю залучення колосального обсягу фінансових ресурсів для фінансування потреб воюючої країни – позики від МФО, урядів держав-союзників та іноземних фінансових установ [13].

Загалом у 2022 році обсяг державного боргу зріс на 29,5% і складав близько 78,4% від ВВП, а в 2023 році прогнозується подальше зростання цього показника до 106% від ВВП, що не має прецедентів в історії незалежної України [13].

Відповідно до дослідження Світового банку, якщо розмір державного боргу перевищує певну межу, то його подальше зростання призводить до уповільнення темпів росту ВВП. Для розвинених країн такою межею є 77% від ВВП. Для країн, що розвиваються, до яких належить Україна, – 64% від ВВП.

Як вважають у Світовому банку, перевищення держборгу відносно ВВП країни на 1% понад 64% коштує економіці 0,02% зростання. Це означає, що борг 106% від ВВП може уповільнити зростання української економіки на 0,84% на рік [16].

Попри негативні наслідки для економічного зростання, багато розвинених держав світу живуть в умовах, коли їх державний борг перевищує ВВП.

За даними ОЕСР, найвищий державний борг відносно ВВП серед розвинених країн має Японія – майже 260% у 2021 році. Борг понад 200% накопичила Греція. У Сполучених Штатах цей показник становить 150,5% від ВВП [16].

Щодо України, то власних надходжень воюючій державі наразі не вистачає, щоб покрити навіть військові видатки, не кажучи про соціальну сферу, освіту й медицину. Тому коштів, яких не вистачає, компенсують західні партнери у формі грантів, але переважно – кредитують. І як наслідок, Україна щомісяця збільшує борг на десятки мільярдів гривень.

Серед зовнішніх кредиторів Україна найбільше винна власникам євробондів – близько 22,52 млрд. дол або 823,4 млрд. грн [16]. Однак протягом найближчих двох років цей борг не буде тиснути на державні фінанси, оскільки уряду вдалося домовитися про відтермінування виплат за єврооблігаціями.

Крім кредитів у формі євробондів, Україна позичала в міжнародних фінансових корпорацій – Cargill, Credit Agricole Corporate and Investment Bank та Deutsche Bank. Заборгованість перед ними становить близько 1,6 млрд. дол [16].

Решту грошей Україна взяла в кредит у МФО, зокрема МВФ, а також в урядів інших держав. Так, з початку 2022 року Кабмін уклав кредитні угоди з Італією та Канадою на 62,6 млрд. грн [16].

Україна також винна близько 605,8 млн. дол росії і з початку 2022 року розмір цього боргу не змінювався [16]. Але якщо врахувати збитки, завдані росією через широкомасштабну війну, коли в умовах воєнного стану економіка України втрачає 50–60% «невиробленого» ВВП, а прямі збитки (без урахування втрат економічного зростання) для інфраструктури України за попередніми розрахунками на початок 2023 року сягають щонайменше 700 млрд. дол. США, то ці кошти можуть бути зараховані як репарації від країни-агресора.

Завдяки успішним переговорам з власниками українських єврооблігацій в умовах війни, уряд знизив боргове навантаження на бюджети 2022 та 2023 років, а борги перед МФО, зокрема МВФ, влада, ймовірно, рефінансує. Це дозволить уникнути навантаження зовнішнього боргу на бюджет у 2023 році.

Більшість виплат уряд здійснюватиме внутрішнім кредиторам, зокрема НБУ. Це означає, що витрачені на виплати за цим боргом кошти частково повернуться до бюджету у вигляді прибутку Нацбанку. Проте це станеться лише через рік.

З 2024 року тиск боргу на державні фінанси суттєво зросте і більшу частину виплат потрібно буде робити саме за зовнішніми позиками.

Досліджуючи питання ролі ДЦП у забезпеченні боргової безпеки України, варто звернути увагу на взаємозв'язок їх дохідності і боргового навантаження. На нашу думку доцільно проаналізувати показник середньозваженої дохідності ОВДП на первинному ринку, адже його значення відображає протиріччя в цілях та завданнях здійснення фінансової політики двох інституцій (Міністерства фінансів та НБУ), що покладене в основу формування економічної політики держави. З одного боку, висока процентна ставка по ОВДП підриває боргову безпеку держави, збільшуючи навантаження на державний бюджет по обслуговуванню державного боргу, а з іншого – забезпечує відповідність кон'юнктури ринку державних запозичень високій інфляції. Перша ситуація суперечить інтересам Мінфіну, завдання якого мають короткостроковий горизонт планування й зводяться до фінансування дефіциту бюджету та потреб ЗСУ, а в другій ситуації зацікавлений НБУ, який має ширший горизонт планування для забезпечення макрофінансової стабільності та утримання інфляції на рівні таргету. Зрештою, Мінфін таки почав поступово піднімати відсоткові ставки за борговими інструментами, що посилює боргове навантаження на державний бюджет.

Роль інструментів державного боргу надзвичайно важлива: дохідність і терміни обігу державних облігацій є економічним орієнтиром параметрів всього монетарного ринку.

Аналіз динаміки структури портфеля державних боргових зобов'язань протягом воєнного періоду свідчить про розмивання частки державних цінних паперів (передусім ОВДП) у зв'язку з вимушеним зростанням зовнішніх позик. Відповідно, вищенаведене обумовлює необхідність дослідження механізму управління державними цінними паперами з позицій забезпечення боргової безпеки України під час війни. Структура розподілу ДЦП у портфелі державних боргових зобов'язань свідчить про домінанту ОВДП. Це пов'язано з переорієнтацією України на внутрішні запозичення для зменшення вразливості економіки до зовнішніх ризиків.

Досвід використання ОЗДП та євробондів свідчить про відсутність системної боргової політики, а тому базується на прийнятті виключних рішень, які створюють ілюзію короткострокової ефективності. Проблема низької ємності внутрішнього ринку, що спричинена негативними процесами в економіці та недовірою населення до ДЦП впродовж років сприяла зростанню частки зовнішнього державного боргу. В ситуації коли умови позик від МФО передбачають здійснення ряду реформ, що зазвичай не збігається з політичними інтересами керівництва держави, ОЗДП та євробонди виступають досить привабливою альтернативою. Зворотний бік медалі, у вигляді пожинання наслідків від вищих відсотків на позичені кошти та необхідності підпорядкування визначеним зовнішнім правилам в українських реаліях враховується постфактум, що обумовлює додаткові загрози борговій безпеці.

Події 24 лютого внесли свої корективи: будь-які нестабільності в державі, а особливо такого масштабу як повномасштабна війна, підривають впевненість інвесторів у платоспроможності держави, у зв'язку з чим доступ до зовнішніх ринків облігацій, а відтак інструментів рефінансування боргу стає відсутнім. За таких умов ОВДП виступають чи не єдиним можливим інструментом управління державним боргом. З початку повномасштабної війни Уряд України залучив від продажу ОВДП станом на 3 квітня 2023 р. майже 395 млрд. грн., які в повному обсязі спрямовуються на погашення раніше випущених облігацій. Після фінансування дефіциту бюджету України в 2022 р. в обсязі 400 млрд. грн. НБУ тримає в портфелі левову частку ОВДП, що знаходяться в обігу (понад 48%). З початку 2023р. дещо зросла (на 2,22%) частка облігацій в портфелі банків, яка наразі становить 37,23% від ОВДП, що знаходяться в обігу. Це спричинено наданням центральним банком дозволу розміщувати 50% обов'язкових резервів банків у середньострокові бенчмарк-ОВДП. З метою підвищення попиту іноземних інвесторів на купівлю облігацій після рішення про дозвіл на репатріацію відсотків, Мінфін підвищив ставки по 6 місячним доларовим облігаціям з 4,25% до 4,74%, по 7 місячним з 3,9% до 4,59% та по річним з 4,5% до 4,84%. Обсяг ОВДП у портфелі фізичних осіб залишається незначним - 2,56% [13, 14].

Одним із дієвих та ефективних способів залучення коштів на забезпечення проведення пріоритетних видатків держбюджету України в умовах воєнного стану є придбання військових облігацій, рішення про емісію яких КМУ прийняв 25 лютого 2022 року. У березні 2022 року розпочалися аукціони з продажу військових облігацій. Вони є різновидом ОВДП - цільові боргові цінні папери, емітентом яких є держава в особі Міністерства фінансів України, інвестиційний інструмент підтримки державного бюджету, доступний для громадян, бізнесу та іноземних інвесторів, які призначені для потреб Збройних сил України та потреб держави у військовий час. Військові облігації доступні до придбання у гривні, доларах США та євро. Їх перевагою є те, що дохід у вигляді відсотків не оподатковується, тобто не сплачується податок на прибуток та військовий збір.

Військові облігації, як фінансовий інструмент, мають давню історію – понад 200 років, а термін «військові облігації» виник у США на початку XIX століття. Розквіт таких облігацій припав на дві світові війни у XX столітті. Завдяки їм, наприклад, США та Велика Британія змогли покрити більшу частину своїх військових витрат [17].

Кожен віаторок Мінфін проводить аукціони з продажу військових ОВДП. На сьогодні розміщено наступні інструменти (Таблиця 2).

Зазвичай на аукціонах первинні дилери скуповують військові облігації у великих обсягах, після чого вже здійснюють їх продаж своїм клієнтам на так званому вторинному ринку. Первинними дилерами є банки, в тому числі державні (АБ «УКРГАЗБАНК», АТ «Ощадбанк», АТ «Райффайзен Банк», АТ «ОТП Банк», ПАТ «Сітібанк», АТ «Укресімбанк», ПАТ «ПУМБ», АТ КБ «ПРИВАТБАНК», ПАТ «СЕНС БАНК», ПАТ «КРЕДОБАНК», ПАТ АБ «ПІВДЕННИЙ»), а також фінансові установи, інвестиційні фонди.

На першому аукціоні всі військові облігації були викуплені банківськими установами на суми, що обчислюються в кілька мільярдів гривень. Особа, яка бажає придбати військові облігації, може придбати їх у первинних дилерів на тих умовах, які ними встановлюються.

Тому в умовах війни і зниження кредитних рейтингів України пріоритетним залишається активізація внутрішнього боргового ринку. Зокрема, в календарі аукціонів щодо розміщення ОВДП з 13 запланованих лише 6 в іноземній валюті.

Також, для збільшення попиту серед населення України на військові ОВДП Мінфін в координації з НБУ поступово підвищує ставки за борговими інструментами, що пов'язано із зростанням облікової ставки НБУ [рис. 1].

Таблиця 2. Військові ОВДП України, розміщені у 2022–поч. 2023 рр. [13]

ISIN код військових облігацій	Термін до погашення	Дата погашення	Остання дата розміщення	Ставка
Гривня				
UA4000226658	6 місяців	10.05.2023	13.12.2022	14%
UA4000225809	1 рік	21.06.2023	03.05.2022	11%
UA4000226195	6 місяців	05.07.2023	24.01.2023	13%
UA4000226260	9 місяців	27.09.2023	28.02.2023	15%
UA4000225908	1,5 роки	25.10.2023	28.06.2022	11,5%
UA4000226450	1 рік	13.03.2024	09.05.2023	18,5%
UA4000226286	1,2 роки	26.06.2024	25.04.2023	19,0%
Долар США				
UA4000225874	6 місяців	25.05.2023	20.12.2022	4,25%
UA4000226120	6 місяців	22.06.2023	27.12.2022	4,25%
UA4000227052	6 місяців	20.07.2023	21.02.2023	4,25%
UA4000227300	6 місяців	14.09.2023	28.03.2023	4,74%
UA4000227474	6 місяців	26.10.2023	09.05.2023	4,75%
UA4000227003	8 місяців	28.12.2023	25.04.2023	4,80%
UA4000227409	1 рік	21.03.2024	02.05.2023	4,85%
Євро				
UA40002268S4	6 місяців	11.05.2023	29.11.2022	2,5%
UA4000227136	6 місяців	10.08.2023	14.02.2023	2,5%
UA4000226039	1 рік	15.06.2023	10.01.2023	3,0%
UA4000227540	9 місяців	22.02.2024	09.05.2023	3,15%

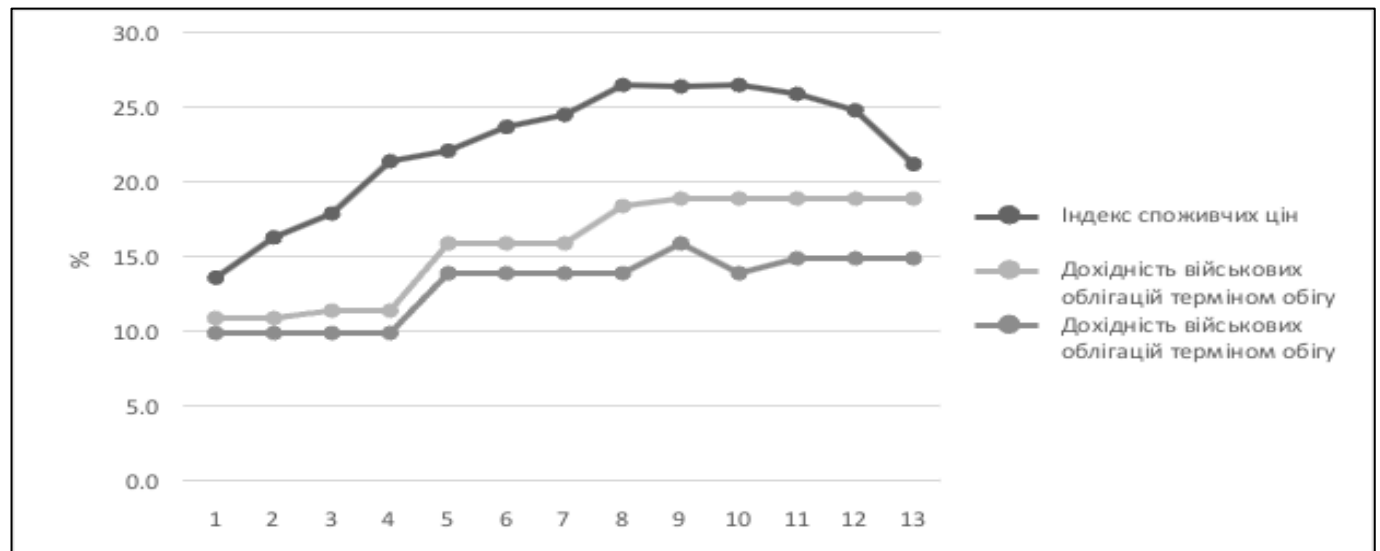


Рисунок 1. Середньозважена дохідність військових облігацій номінованих у національній валюті в розрізі термінів обігу у порівнянні з ІСЦ у 2022 - поч. 2023 рр.

Джерело: складено авторами на основі [13, 14]

Впродовж року повномасштабної війни дохідність за коротко- та середньостроковими ОВДП зростає на понад 72%. Також, враховуючи значення індексу інфляції, можемо констатувати, що відбувається знецінення державного боргу, що є позитивним для боргової безпеки держави, адже зменшується навантаження з його обслуговування на державний бюджет.

Отже, зростання державного боргу впродовж воєнного стану є вимушеним явищем: податкові надходження дозволяють фінансувати видатки лише на третину. Проаналізувавши структуру державного боргу з позицій інструментів залучення коштів, можемо дійти висновку, що ДЦП виступають єдиним підконтрольним державі інструментом забезпечення боргової безпеки в умовах вимушеного і неконтрольованого зростання передусім зовнішнього державного боргу. Військові облигації мають цільове призначення, а економічні ризики, обумовлені військовим вторгненням не дозволяють використовувати ОЗДП та євробонди в якості інструментів рефінансування боргу. Станом на 12 квітня 2023 року, ОВДП були другим за обсягом коштів джерелом неемісійного фінансування бюджету України і їх частка складала 24,36% від сумарного обсягу залучених коштів (в т.ч. кредитів МВФ та Світового Банку, грантів Урядів держав-союзників та двосторонніх програм фінансування) [13].

Для підтримки довіри інвесторів й розбудови внутрішнього боргового ринку наразі пріоритетним завданням в забезпеченні боргової безпеки є обслуговування внутрішнього боргу, що в перспективі дозволить уникнути залежності від іноземних кредиторів. Щодо зовнішнього боргу, зокрема очікуваних виплат по ОЗДП, євробондах та ВВП-варантах уже тривають й очікуються подальші переговори щодо реструктуризації та можливого списання частини боргу. У межах цього процесу важливо підкреслити необхідність активізації переговорів із лондонським та паризькими клубами кредиторів. До того ж, в майбутньому розглядається можливість погашення зовнішнього боргу за рахунок заморожених російських активів.

На жаль, повномасштабна війна переломила позитивну тенденцію до зменшення частки державного боргу в ВВП й змусила відійти від стратегії зміцнення боргової безпеки. Повномасштабна війна змушує Україну нарощувати заборгованість для проведення бойових дій та вирішення соціальних питань, що в перспективі без можливості списання боргів матиме дестимулюючий вплив на економіку.

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

Незважаючи на серйозні загрози борговій та, як наслідок, економічній безпеці, в поточних умовах Україна залежить від позикових коштів, передусім зовнішніх, адже вони виступають безкомпромісним та основним інструментом підтримки дефіцитного бюджету воюючої країни. Звісно, що після закінчення війни з росією ринок ДЦП України не почне інтенсивно зростати, оскільки національна економіка потребуватиме значних зовнішніх надходжень для її відновлення, проте саме ринок ДЦП і рішення прийняті регулятором будуть відігравати значну роль в ефективності їх залучення та використання.

Список використаних джерел

1. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 року № 2456-VI URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/page>.
2. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» від 23 лютого 2006 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
3. Закон України «Про депозитарну систему України» 6 липня 2012 року № 5178-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text>
4. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 №1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>
5. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75–92.
6. Кубах Т. Г., Рябушка Л.Б. Боргова безпека України: теоретична та практична складова. *Ефективна економіка*. 2022. Вип. №5. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/5_2022/97.pdf
7. Кудряшов В. П. Управління державною заборгованістю з урахуванням фіскальних правил. *Наукові праці НДФІ*. 2019. №3 (88). С. 5–24.
8. Чеберяко О. В., Пасічна Н. М. Державний борг як індикатор боргової безпеки. *Економічний вісник університету*. 2016. Вип. 31(1). С. 283-291.
9. Чеберяко О. В., Гнатюк О. Ю. Державний борг України як визначальний фактор боргової безпеки держави. *Економічний вісник університету*. 2019. Вип. №43. С. 205–212.
10. John Maynard Keynes. «The General Theory of Employment, Interest and Money». 1936. Vol. 51, No. 4. P. 600-603.
11. Frank J. Fabozzi and Francesco A. Fabozzi. «Bond Markets, Analysis, and Strategies, tenth edition». 2021. The MIT Press, Cambridge. P. 906.
12. Milton Friedman. «Capitalism and freedom; with the assistance of Rose D. Friedman; with a new preface by the author40th anniversary edition». Originally published 1962, reissued with a new Preface in 1982, and again in 2002. P. 253.
13. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk>
14. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua>

15. Офіційний сайт Міжнародного Валютного Фонду. URL: <https://imf.org/en/Home>

16. Вінокуров Я. Державний борг України перевищить 100% ВВП. Що це означає? Економічна правда. 25 жовтня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/10/25/692991/#:~:text=%D0%94%D0%BB%D1%8F%20%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%97%D0%BD%2C%20%D1%89%D0%BE%20%D1%80%D0%BE%D0%B7%D0%B2%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%8E%D1%82%D1%8C%D1%81%D1%8F%2C%20%D0%B4%D0%BE,0%2C84%25%20%D0%BD%D0%B0%20%D1%80%D1%96%D0%BA>

17. Пивоваров С., Спірін Є. Україна випустила військові облигації задля підтримки армії. URL: <https://babel.ua/texts/78615-ukrajina-vipustila-viyskovi-obligacii-zadlya-pidtrimki-armiji-a-tak-uzhe-htos-robiv-ranishe-i-ce-dopomagalo-u-viyni-shche-y-yak-i-borgi-povertali-ne-lishe-peremozhci-istoriya-v-arhivnih-foto>

References

1. Biudzhetni kodeks Ukrainy vid 8 lypnia 2010 roku № 2456-VI [Budget Code of Ukraine dated July 8, 2010 No. 2456-VI]. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/page>.

2. Zakon Ukrainy «Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky» vid 23 liutoho 2006 roku [Law of Ukraine «On Capital Markets and Organized Commodity Markets» dated February 23, 2006]. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>

3. Zakon Ukrainy «Pro depozytarnu systemu Ukrainy» 6 lypnia 2012 roku № 5178-VI [Law of Ukraine «On the depository system of Ukraine» of July 6, 2012 No. 5178-VI]. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text>

4. Nakaz Ministerstva ekonomichnoho rozvytku i torhivli Ukrainy «Pro zatverdzhennia Metodichnykh rekomendatsii shchodo rozrakhunku rivnia ekonomichnoi bezpeky Ukrainy» vid 29.10.2013 № 1277 [Order of the Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine «On approval of Methodological recommendations for calculating the level of economic security of Ukraine» dated October 29, 2013 No. 1277]. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>

5. Bohdan T. P. (2018). Stratehichne upravlinnia derzhavnym borhom v umovakh nestiikoi borhovoï pozytsii [Strategic management of public debt in conditions of an unstable debt position]. *Finansy Ukrainy – Finances of Ukraine*, 4. 75–92.

6. Kubakh T. H., Riabushka L. B. (2022). Borhova bezpeka Ukrainy: teoretychna ta praktychna skladova [Debt security of Ukraine: theoretical and practical component]. *Efektivna ekonomika – Efficient economy*, 5. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/5_2022/97.pdf

7. Kudriashov V. P. (2019). Upravlinnia derzhavnoi zaborhovanistiu z urakhuvanniam fiskalnykh pravyl [State debt management taking into account fiscal rules]. *Naukovi pratsi NDFI – Scientific works of NDFI*, 3 (88). 5–24.

8. Cheberiaiko O. V., Pasichna N. M. (2016). Derzhavnyi borh yak indyktor borhovoï bezpeky [State debt as an indicator of debt security] *Ekonomichnyi visnyk universytetu – Economic Bulletin of the University*, 31(1). 283–291.

9. Cheberiaiko O. V., Hnatiuk O. Yu. (2019). Derzhavnyi borh Ukrainy yak vyznachalnyi faktor borhovoï bezpeky derzhavy [State debt of Ukraine as a determining factor of the state's debt security]. *Ekonomichnyi visnyk universytetu - Economic Bulletin of the University*, 43. 205–212.

10. John Maynard Keynes. «The General Theory of Employment, Interest and Money». 1936. Vol. 51, No. 4. P. 600–603.

11. Frank J. Fabozzi and Francesco A. Fabozzi. «Bond Markets, Analysis, and Strategies, tenth edition». 2021. The MIT Press, Cambridge. P. 906.

12. Milton Friedman. «Capitalism and freedom; with the assistance of Rose D. Friedman; with a new preface by the author 40th anniversary edition». Originally published 1962, reissued with a new Preface in 1982, and again in 2002. P. 253.

13. Ofitsiyni sait Ministerstva finansiv Ukrainy [Official website of the Ministry of Finance of Ukraine]. URL: <https://mof.gov.ua/uk>

14. Ofitsiyni sait Natsionalnoho banku Ukrainy [Official website of the National Bank of Ukraine]. URL: <https://bank.gov.ua>

15. Ofitsiyni sait Mizhnarodnoho Valiutnoho Fondu [Official website of the International Monetary Fund]. URL: <https://imf.org/en/Home>

16. Vinokurov Ya. (2022). Derzhavnyi borh Ukrainy perevyshchyt 100% VVP. Shcho tse oznachaie? [The public debt of Ukraine will exceed 100% of GDP. What does it mean?]. *Ekonomichna pravda – Economic truth*. 25 zhovtnia. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/10/25/692991/#:~:text=%D0%94%D0%BB%D1%8F%20%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%97%D0%BD%2C%20%D1%89%D0%BE%20%D1%80%D0%BE%D0%B7%D0%B2%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%8E%D1%82%D1%8C%D1%81%D1%8F%2C%20%D0%B4%D0%BE,0%2C84%25%20%D0%BD%D0%B0%20%D1%80%D1%96%D0%BA>

17. Pyvovarov S., Spirin Ye. Ukraina vypustyla viiskovi oblihotsii zadlia pidtrymky armii [Ukraine issued military bonds to support the army]. URL: <https://babel.ua/texts/78615-ukrajina-vipustila-viyskovi-obligacii-zadlya-pidtrimki-armiji-a-tak-uzhe-htos-robiv-ranishe-i-ce-dopomagalo-u-viyni-shche-y-yak-i-borgi-povertali-ne-lishe-peremozhci-istoriya-v-arhivnih-foto>

ДАНІ ПРО АВТОРІВ

Чеберяко Оксана Вікторівна, доктор історичних наук, кандидат економічних наук, професор, Київський національний університет імені Тараса Шевченка / Національна академія Служби Безпеки України.

ФІНАНСИ, ГРОШОВИЙ ОБІГ, КРЕДИТ

пров. Жуковського 10, кв. 53, м. Київ, 03022, Україна.

e-mail: cheberyako@ukr.net

ORCID ID 0000-0002-1563-9611

Researcher S-2078-2019

Закрушевський Роман Олександрович, студент кафедри фінансів, Київський національний університет імені Тараса Шевченка.

вул. Чорновола 2в, кв. 50, м. Луцьк, 43024, Україна.

e-mail: roman.zakrushevskyi@gmail.com

DATA ABOUT THE AUTHORS

Cheberyako Oksana, Doctor of Historical Science, Ph.D. in Economics, Professor, Taras Shevchenko National University of Kyiv / National Academy of the Security Service of Ukraine.

Zhukovskogo Provulok, 10, ap. 53, Kyiv, 03022, Ukraine.

e-mail: cheberyako@ukr.net

Zakrushevskyi Roman, student of the Department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv.

Chornovola Street, 2b, ap. 50, Lutsk, 43024, Ukraine.

e-mail: roman.zakrushevskyi@gmail.com