МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Кафедра фінансів

Допущено до захисту
Завідувач кафедри
_____

“___”_____20___ р.

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на здобуття освітнього ступеня магістра

зі спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»

за освітньою програмою «Управління публічними фінансами»

за темою: «Державна боргова політика України: формування та реалізація»

Студента 6 курсу
Факультету фінансів та банківської справи
Некраш Євгеній Валерійович

Науковий керівник:
к.е.н., доц.
Коцюрубенко Г. М.

Одеса 2025 р.

АНОТАЦІЯ

Неркаша Є. В. **«**Державна боргова політика України: формування та реалізація**»**

Кваліфікаційна робота на здобуття освітнього ступеня магістра зі спеціальності «072 Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» за освітньою програмою «Управління публічними фінансами» – Одеський національний економічний університет. – Одеса, 2025.

Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, додатків та списку використаних джерел.

У першому розділі кваліфікаційної роботи досліджено теоретичні та організаційні засади формування та реалізації державної боргової політики, розкрито теоретичні підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави.

У другому розділі роботи проведено аналіз динаміки та структури державного боргу України за видами і джерелами запозичень, здійснено оцінку ефективності боргової політики України.

У третьому розділі розглянута зарубіжна практика управління державним боргом і можливості його використання в Україні, обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління державним боргом, окреслено пріоритетні напрями підвищення ефективності боргової політики України.

Ключові слова: державний борг, боргова політика, управління державним боргом, ОВДП

ABSTRACT

Nerkasha E. «State debt policy of Ukraine: formation and implementation»

Qualification work for obtaining a master's degree in the specialty «072 Finance, banking, insurance and stock market» under the educational program «Public finance management» – Odesa National University of Economics. – Odesa, 2025.

The qualification work consists of an introduction, three chapters, conclusions, appendices and a list of used sources.

In the first chapter of the qualification work, the theoretical and organizational principles of the formation and implementation of the state debt policy are investigated, theoretical approaches to evaluating the effectiveness of the implementation of the state's debt policy are revealed.

In the second section of the work, the analysis of the dynamics and structure of the state debt of Ukraine by types and sources of borrowing was investigated, and the effectiveness of the debt policy of Ukraine was evaluated.

The third chapter examines the foreign practice of public debt management and the possibilities of its use in Ukraine, substantiates proposals for improving the institutional and instrumental support of public debt management, outlines the priority directions for increasing the effectiveness of Ukraine's debt policy.

Key words: public debt, debt policy, public debt management, Treasury Bills

ЗМІСТ

ВСТУП 3

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ 7

1.1. Економічна сутність та структура державного боргу 7

1.2. Механізм управління державним боргом у структурі формування та реіалізації боргової політики 12

1.3. Теоретичні підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави 25

РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ 33

2. 1. Аналіз динаміки та структури державного боргу України за видами і джерелами запозичень 33

2.2. Оцінка ефективності боргової політики України 51

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ 74

3.1. Зарубіжна практика управління державним боргом і можливості її використання в Україні 74

3.2. Пропозиції щодо вдосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління державним боргом 82

3.3. Пріоритетні напрями підвищення ефективності боргової політики України 94

ВИСНОВКИ 105

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 110

ДОДАТКИ 117

ВСТУП

У сучасних умовах воєнного стану та глибокої трансформації національної економіки України проблема дієвого урядування державним боргом набуває особливої ваги. Збройна агресія проти України спричинила суттєве зростання бюджетних витрат, насамперед на оборону, безпеку, гуманітарні потреби та підтримку внутрішньо переміщених осіб. Це, у свою чергу, зумовило збільшення обсягів державних позик, як внутрішніх, так і зовнішніх, та змінило структуру державного боргу. У таких умовах державна боргова політика стає ключовим інструментом забезпечення фінансової стабільності, макроекономічної рівноваги та довіри міжнародних партнерів до економіки України.

Зростання боргового навантаження, ризики рефінансування, підвищена залежність від зовнішніх кредиторів і грантових ресурсів вимагають пошуку нових підходів до управління боргом. Розумне формування боргової політики має базуватися на засадах фінансової безпеки, прозорості, стійкості до кризових явищ та орієнтації на післявоєнне відновлення економіки. У цьому контексті важливим є не лише забезпечення поточних фінансових потреб держави, а й створення передумов для поступового зменшення боргового навантаження в середньо- та довгостроковій перспективі. Воно сприяє розробці ефективних механізмів урядування державним боргом, удосконаленню фінансової політики та зміцненню економічної безпеки держави.

Питанням виявлення причин та наслідків зміни структури державного боргу досліджували такі науковці, як: Т.П. Вахненко , А.С. Гальчиський, Б.М. Данилишин, К.М. Данелюк, І.Ю. Кондрат, В.М. Крикунова, О.В. Пасько, Н.Б. Ярошевич та ін. Аналіз стану та структури державного боргу розвинених країн зроблено у праці О. Будякова. Необхідно зазначити, що проблема зростання державного боргу в Україні та зміни його структури не є достатньо висвітленою. Науковці досліджують питання впливу державного та гарантованого державою боргу, на економічне зростання, на рейтинг країни,

на економічну безпеку, на валютний курс. Важли вим є виявлення тенденцій зміни державного внутрішнього, зовнішнього та га рантованого державою боргу а також зміни співвідношень між ними у дов готерміновій перспективі. Дискусійним є питання щодо кричної межі процен тного відношення державного боргу до ВВП у перехідних економіках.

Отже, дослідження процесів формування та реалізації державної боргової політики України в умовах воєнних і післявоєнних викликів є актуальним як у науковому, так і в практичному вимірах.

Об'єкт дослідження – процес формування та реалізації державної боргової політики України в умовах воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки.

Предмет дослідження – економічні відносини, що виникають в процесі формування та реалізації державної боргової політики України з урахуванням сучасних фінансових викликів, пов'язаних із війною та необхідністю відновлення державних фінансів.

Мета дослідження – обґрунтувати теоретичні засади, проаналізувати сучасний стан і розробити практичні рекомендації щодо підвищення ефективності формування та реалізації державної боргової політики України в умовах воєнних викликів та післявоєнної реконструкції економіки.

Для досягнення поставленої мети в роботі визначено такі **завдання дослідження**:

1. Розкрити економічну сутність і структуру державного боргу.
2. Дослідити принципи, інструменти та механізми управління державним боргом у структурі формування та реіалізації боргової політики.
3. Узагальнити теоретичні підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави
4. Проаналізувати динаміку та структуру державного боргу України за видами і джерелами запозичень
5. Оцінити ефективності боргової політики України.

6. Узагальнити міжнародний досвід управління державним боргом та можливості його використання в Україні.

7. Розробити пропозиції щодо вдосконалення державної боргової політики України з урахуванням забезпечення фінансової стійкості та післявоєнного відновлення.

Методи дослідження. При підготовці роботи використовувались наступні методи: абстрактно-логічний (при розкритті економічної природи, сутності державного боргу), статистико-економічні методи, зокрема: графічний, розрахунково-аналітичний (при дослідженні динаміки та структури державного боргу), наукового узагальнення, аналізу та порівняння (при проведенні аналізу іноземних досвіду управління державним боргом), методи аналізу та синтезу, групування, порівняння та наукової абстракції (при розробці ключових напрямів удосконалення боргової політики).

Інформаційно–аналітичною базою дослідження є: навчально-методична література, вітчизняні та зарубіжні теоретичні дослідження, аналітичні матеріали, наукові публікації. Діючі законодавчі акти України, такі як Податковий кодекс та Бюджетний кодекс України, навчально-методичні посібники, матеріали науково–практичних конференцій, монографії, періодичні видання та інтернет–ресурси.

Публікації результатів дослідження. Результати дослідження**,** що були проведені в кваліфікаційній роботі, викладені в наукових тезах «Зелені» облігації в системі післявоєнної реконструкції та управління державним боргом» що були опубліковані у збірнику матеріалів XIII Всеукраїнської науково–практичної онлайн конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Сучасна фінансова політика України: проблеми та перспективи», 2 грудня, 2025 р., м. Київ.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури і додатків. У першому розділі кваліфікаційної роботи досліджено теоретичні та організаційні засади формування та реалізації державної боргової політики, розкрито теоретичні

підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави. У другому розділі роботи досліджено аналіз динаміки та структури державного боргу України за видами і джерелами запозичень, проведено оцінку ефективності боргової політики України. У третьому розділі розглянута зарубіжна практика управління державним боргом і можливості її використання в Україні, обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління державним боргом, окреслено пріоритетні напрями підвищення ефективності боргової політики України.

Кваліфікаційна робота складається зі вступу,трьох розділів,висновків та списку використаної літератури. Основний зміст роботи викладено на 125 сторінках. Робота містить 5 таблиць та 16 рисунків.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРАГІНАЗЦІЙНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Економічна сутність та структура державного боргу

Недостатність фінансово–економічних ресурсів суб'єктів господарювання та державного сектору зумовлює потребу у залученні додаткових джерел фінансування як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. У сучасному науковому дискурсі поняття державного боргу трактується по–різному, оскільки дослідники акцентують увагу на різних його аспектах: змістовому, формальному, правовому, інституційному тощо.

Державний борг доцільно розглядати як форму фінансових відносин, у межах яких держава виступає позичальником, кредитором або гарантом виконання боргових зобов'язань. У ширшому економічному розумінні державний борг становить сукупність усіх непогашених зобов'язань держави, у тому числі тих, що можуть бути реалізовані внаслідок надання державних гарантій або виникнути відповідно до законодавчих норм чи договірних угод.

Обсяг державного боргу формується у грошовій оцінці як сума непогашеної основної частини прямих боргових зобов'язань. Його величина фіксується станом на останній день звітного періоду з урахуванням усіх операцій, проведених протягом цього дня. Держава також виконує функцію гаранта за кредитними операціями недержавних резидентів з метою підтримки стратегічно важливих підприємств та реалізації пріоритетних програм.

У науковій літературі відсутня єдина узагальнена дефініція державного боргу. Наприклад, М. Кучерявенко розглядає державний борг як сукупність правових відносин, пов'язаних з емісією, обслуговуванням і погашенням державних зобов'язань [6]. Р. Макконелл і С. Брю відносять державний борг до категорії суспільних активів. Такий підхід, започаткований, зокрема, Рау К., ґрунтується на тезі, що населення фактично сплачує проценти самому собі, якщо боргові інструменти належать резидентам країни. За цієї логіки

державна заборгованість постає як внутрішній борг держави перед власними громадянами та може інтерпретуватися як форма самозаборгованості.

У навчальній літературі з макроекономіки державний борг визначається як сукупність зобов'язань уряду перед власниками державних цінних паперів, що дорівнює накопиченим бюджетним дефіцитам (за мінусом бюджетних надлишків). Однак таке трактування не повною мірою відображає складні механізми формування боргу, оскільки боргові зобов'язання можуть збільшуватися не лише внаслідок дефіциту бюджету. За даними Економічної енциклопедії, державний борг класифікується залежно від ринку розміщення на внутрішній і зовнішній, а за строками погашення – на поточний і капітальний. Сучасний підхід, релевантний умовам лібералізації та зростання інтегрованості національної економіки у світові фінансові ринки, пропонує класифікацію за критерієм резидентності інвестора.

Визначення, запропоноване В. Федосовим, С. Огородником та В. Суторміною, зводить державний борг до суми непогашених внутрішніх позик і фінансових зобов'язань перед іноземними кредиторами на певну дату. Однак таке формулювання не розкриває глибинної сутності категорії, оскільки оперує занадто широким поняттям «державна заборгованість» [2].

Т. П. Вахненко розглядає державний борг як заборгованість, що формується в процесі мобілізації додаткових фінансових ресурсів за рахунок вільних грошових коштів населення, бізнесу та іноземних держав [9]. Г. Скороход пропонує двокомпонентне визначення: у широкому сенсі державний борг – це сума коштів, яку уряд зобов'язаний повернути зовнішнім кредиторам; у вузькому – це система фінансових відносин, що виникають через неможливість держави забезпечити фінансування суспільних потреб виключно за рахунок бюджетних ресурсів [4]. Дослідник також виокремлює низку характеристик державного боргу, зокрема його публічність, строковість, забезпеченість державними активами, зв'язок із покриттям дефіциту бюджету та виконанням попередніх зобов'язань, а також залежність від міжнародно–правових угод [36].

Узагальнюючи наукові підходи, можна стверджувати, що економічна природа державного боргу є багатоаспектною, а його оцінка – неоднозначною. Державні запозичення здатні стимулювати економічне зростання лише за умов ефективного використання залучених ресурсів, спрямування їх на інвестиційні цілі, функціонування інституцій, спроможних забезпечити прозоре та результативне управління борговими потоками. У глобалізованому середовищі такі чинники визначають конкурентні переваги держави та її роль у міжнародному поділі праці [44].

У законодавстві закріплено термінологічно визначення «державного боргу» безпосередньо у статті 2 Бюджетного кодексу України (БКУ), де зазначається, що «державний борг – це загальна сума боргових зобов'язань країни з повернення отриманих та непогашених кредитів станом на звітну дату, що виникають внаслідок державних запозичень» [1].

Виникнення державного боргу відбувається внаслідок отримання державою грошових запозичень, прийняття на себе зобов'язань інших суб'єктів, емісії боргових інструментів як у готівковій, так і в безготівковій формі, а також у зв'язку з потребою у державному кредитуванні. З економічного погляду державний борг відображає систему відносин між державою як позичальником та її кредиторами, спрямовану на перерозподіл частини створеної вартості ВВП на умовах повернення, платності та визначених строків.

З огляду на викладене, державні запозичення відіграють роль фінансового джерела для інвестиційних процесів, інструмента нейтралізації несприятливих зовнішніх шоків та чинника, що може прискорювати розширення економічного потенціалу країни. Отримання додаткових позикових ресурсів дає змогу державі задовольняти суспільні потреби, подолати структурно-технологічну відсталість і забезпечувати формування траєкторії довгострокового економічного зростання. Водночас неефективність економічної політики або несприятлива макроекономічна кон'юнктура

можуть трансформувати ці зобов’язання у надмірний борговий тиск, що тільки поглиблює фіскальні дисбаланси та ризики платоспроможності.

Узагальнюючи концептуальні підходи, державний борг доцільно визначати як сукупність грошових зобов’язань держави за непогашеними внутрішніми та зовнішніми позиками. Як економічна категорія він характеризується низкою специфічних ознак:

– є інструментом вторинного перерозподілу валового суспільного продукту та частини національного доходу;

– залучення та надання коштів здійснюється на принципах повернення і платності;

– носить ситуаційний та добровільний характер для кредиторів.

Традиційно державний борг поділяють на внутрішній і зовнішній. Зовнішній борг становить частину загального державного боргу і охоплює зобов’язання перед іноземними державами, міжнародними фінансовими організаціями та іншими нерезидентами. Натомість внутрішній борг формується у процесі взаємодії держави з резидентами, що володіють державними цінними паперами або виступають кредиторами держави.

Як об’єкт економіко-правового регулювання державний борг має низку характерних рис:

– специфічним учасником боргових відносин виступає держава, якій властиві особливі повноваження під час залучення запозичень;

– рух коштів у межах боргового процесу має двосторонній характер (залучення та погашення);

– боргові зобов’язання існують у межах установлених строків;

– борг за своєю природою має тенденцію до накопичення, відображаючи сукупність заборгованості минулих років і новоутворених зобов’язань.

Окремі види боргових інструментів вирізняються специфічними параметрами, що визначають підходи до управління боргом:

1. Право емісії: можливість випуску боргових інструментів належить центральним і місцевим органам влади.

2. Коло держателів: кредиторами можуть бути як фізичні, так і юридичні особи.

3. Ринок розміщення: внутрішній, зовнішній або змішаний.

4. Ступінь обіговості: ринкові та неринкові боргові зобов’язання залежно від рівня їх вільного обігу.

5. Номінальна вартість: це сума, зазначена на борговому документі, що відображає капітал, залучений емітентом, на відміну від ринкової (курсової) вартості, яка формується на вторинному ринку.

6. Детермінанти дохідності, зокрема: номінальна процентна ставка, яка відображає дохід, отриманий у формі купонних виплат або різниці між ціною продажу та номіналом у випадку дисконтних інструментів; методи виплати доходів (процентні, виграшні, комбіновані, дисконтні, цільові облігації); ринковий курс купівлі-продажу; податкові стимули, що впливають на інвестиційну привабливість боргових інструментів.

Дослідження вказаних характеристик дозволяє формувати різні моделі боргових зобов’язань та адаптувати механізми боргового регулювання до потреб економічного середовища. Переважна більшість держав світу має певний рівень боргової заборгованості, а ключовим фактором її впливу на економічний стан є ефективність використання запозичених коштів.

Як підкреслює О.О. Присяжнюк, державний борг може справляти низку негативних ефектів на економіку, серед яких:
– підвищена вразливість фінансової системи до глобальних ринкових коливань;

– несталість валютних курсів, яка ускладнює виконання боргових зобов’язань у визначені терміни;

– валютні диспропорції між валютою запозичення і валютою активів

– розриви між строками залучення зовнішніх ресурсів та поверненням коштів від реалізації інвестиційних проєктів;

– ризики втрати доступу до джерел іноземної валюти;

– зниження ліквідності світових фінансових ринків, що обмежує можливості реструктуризації боргу [44].

Причини виникнення державного боргу можуть бути як об'єктивними, так і суб'єктивними. До об'єктивних належать:

1. раптова поява кризових явищ у національній економіці;
2. погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури;
3. потреба у фінансуванні масштабних національних програм розвитку;
4. стихійні лиха та інші форс–мажорні обставини;
5. борги, успадковані внаслідок зміни державного устрою;
6. перерозподіл боргів після утворення нових держав;
7. впровадження нових технологій у провідних країнах світу, що впливає на конкурентоспроможність економіки.

До суб'єктивних причин належать:

1. помилки у валютно–курсовій політиці;
2. популістські соціальні ініціативи, не підкріплені фінансовими ресурсами;
3. неякісне бюджетне планування;
4. затримки у міжбюджетних трансфертах;
5. нецільове чи неефективне використання бюджетних коштів;
6. недосконала організація державних закупівель;
7. порушення термінів реалізації інфраструктурних та інвестиційних проєктів;
8. корупційні практики, що підвищують собівартість проєктів і знижують їх результативність.

1.2. Механізм управління державним боргом у структурі формування та реіалізації боргової політики

Державний борг виступає важливим чинником соціально–економічного розвитку та виконує роль індикатора ефективності державної боргової

політики, а його прогнозування є ключовим елементом забезпечення економічної безпеки країни [37].

Боргова політика становить необхідну складову бюджетної та фінансової політики держави. Для комплексного розкриття економічної сутності поняття «боргова політика» доцільно розглядати її як окремий елемент фінансової політики, що інтегрує риси державної, економічної та фінансової політик і враховує специфіку боргових відносин. У низці праць українських учених боргова політика подається у вузькому сенсі – як синонім управління державним боргом, тобто як діяльність органів влади, спрямована на регламентацію та реалізацію заходів, пов'язаних із визначенням концептуальних засад боргової політики, її завдань, суб'єктів, об'єктів, механізмів і критеріїв ефективності [15,23]. В. М. Опарін підкреслює, що боргова політика визначає межі та умови державного запозичення, співвідношення між його формами та між кредиторами, а також порядок погашення державного боргу [23]. В. Данилюк наголошує на тому, що боргова політика має здійснюватися уповноваженими органами державної влади, безпосередньо пов'язана з управлінням державним боргом, передбачає розробку заходів з обслуговування боргових зобов'язань і має своїм кінцевим призначенням забезпечення економічного зростання [9]. Окремі автори розглядають боргову політику як складову саме бюджетно–податкової політики [9]. Водночас у вітчизняних дослідженнях наявні й більш широкі підходи. Так, Т. Богдан визначає боргову політику як сукупність дій щодо здійснення державних позик, обслуговування та погашення державного боргу, а також регулювання зовнішніх корпоративних запозичень, із акцентом на забезпеченні своєчасного виконання зобов'язань, мінімізації витрат на обслуговування боргу та підтриманні боргової безпеки [4]. Н. М. Костіна розширює зміст боргової політики, включаючи до неї заходи органів місцевого самоврядування щодо здійснення муніципальних запозичень [10].

Таким чином, у науковому середовищі спостерігається тенденція до розширення змісту категорії «боргова політика». Це дає змогу сформувати її

узагальнене визначення як діяльності уповноважених державних органів, спрямованої на нормативне визначення умов здійснення державних і гарантованих державою запозичень, а також запозичень органів місцевого самоврядування та суб'єктів господарювання (для зовнішніх позик), на залучення та ефективне використання позикових ресурсів, їх обслуговування і погашення, а також на контроль за всіма видами боргових зобов'язань, що впливають на рівень боргової безпеки. Зміст боргової політики обумовлюється законодавчими та інституційними умовами її реалізації, історичними особливостями управління боргом і спектром наявних боргових інструментів. Крім того, на боргову політику поширюються характерні риси державної, економічної та фінансової політик, складовою яких вона є. Саме тому формування типології боргової політики доцільно здійснювати на основі групування її ознак за економічними, управлінськими, функціональними та фінансовими критеріями (рис. 1.1):.

1. Функціональні – базуються на усвідомленні того, що боргова політика становить самостійний вектор публічного адміністрування, який враховує специфіку публічних фінансів. У процесі розроблення та реалізації боргової політики держава виступає провідним суб'єктом, внаслідок чого делімітація компетенції органів державної влади у фінансовому секторі та структурування їхньої діяльності відіграють визначальну роль у досягненні задекларованих цілей. Особливості управлінських механізмів і структура державних інституцій суттєво впливають на зміст і ефективність боргової політики.

2. Економічні – зумовлені тим, що боргова політика є складовою загальної економічної політики держави. Її зміст визначається системою соціально–економічних цілей розвитку, пріоритетами виконавчої влади та інструментами їх досягнення. На думку В. Козюка, боргова політика перебуває в тісному взаємозв'язку з монетарною, фіскальною та інвестиційно–відтворювальною компонентами макроекономічної політики держави, а також

ґрунтується на прямій взаємодії інструментів та заходів їх реалізації, що проявляється у «полі взаємної детермінації» [47].



Рис.1.1. Групи класифікаційних ознак для визначення типів боргової політики держави

3. Фінансові – пояснюються тим, що боргова політика є взаємопов'язаною та взаємодоповнюючою складовою фінансової політики держави. Її формування потребує урахування особливостей функціонування публічних фінансів: історичних умов становлення фінансових відносин, рівня розвитку фінансових інститутів, взаємодії між елементами фінансової системи та стану фінансового ринку. Класифікація боргової політики за фінансовими критеріями повинна ґрунтуватися передусім на специфіці фінансової політики держави.

4. Специфічні – відображають той факт, що боргова політика становить окрему сферу застосування спеціалізованих методів та інструментів регулювання боргових відносин між державою, суб'єктами господарювання, домогосподарствами та міжнародними інституціями. У цьому контексті

класифікація боргової політики залежить від видів боргових інструментів, цілей запозичень та напрямів використання залучених ресурсів.

Доцільно зазначити, що боргова політика не зводиться лише до регулювання обсягів державного боргу, а має охоплювати формування його раціональної та збалансованої структури. Для здійснення класифікації боргової політики важливо розмежувати поняття «тип» і «вид» політики. Хоча вони мають зовнішню подібність, їх зміст суттєво різниться. Поняття «тип» охоплює групу явищ або об'єктів із притаманними їм спільними характеристиками, тобто має ширший зміст. Натомість «вид» відображає конкретизацію спільних рис, виявляючи ступінь їх вираженості. Тип боргової політики об'єднує кілька її видів, виокремлюючи загальні риси, моделі поведінки та характерні тенденції у сфері боргових відносин. Усередині кожного типу можуть існувати окремі різновиди, що формуються залежно від специфічних інструментів, суб'єктів та наслідків реалізації боргових рішень.

Класифікація боргової політики, подана в Додатку А2, поглиблює розуміння її сутності, уточнює цілі та окреслює шляхи вирішення боргових проблем.

Механізм управління державним боргом є ключовим елементом системи державних фінансів та інструментальною основою реалізації боргової політики. Його зміст включає сукупність принципів, методів, інституційних структур та процедур, спрямованих на планування, залучення, обслуговування та погашення державних боргових зобов'язань. У межах боргової політики цей механізм забезпечує підтримання оптимального рівня боргового навантаження, збалансування внутрішніх і зовнішніх запозичень, а також контроль вартості й строкової структури боргових інструментів.

У процесі реалізації боргової політики механізм управління виконує операційну функцію і забезпечує практичну реалізацію стратегічних цілей у сфері боргової безпеки та макрофінансової стабільності. Він охоплює процедури залучення ресурсів на фінансових ринках, використання інструментів рефінансування та реструктуризації, управління ліквідністю та

ризиками, а також моніторинг динаміки боргових показників. Управління державним боргом розглядається як комплекс заходів щодо визначення умов і обсягів запозичень, їх розміщення та погашення, виплати доходів кредиторам, зміни умов уже випущених позик та забезпечення платоспроможності держави.

Механізм управління державним боргом ґрунтується на низці принципів, серед яких: безумовне виконання державою своїх боргових зобов'язань; урахування всієї сукупності державних і муніципальних зобов'язань; мінімізація впливу зовнішніх ризиків та коливань фінансових ринків; підтримання оптимальної структури боргових інструментів; забезпечення фінансової незалежності через оптимальне співвідношення внутрішнього і зовнішнього боргу; зниження вартості обслуговування боргу, у тому числі шляхом дострокового викупу зобов'язань; прозорість на всіх етапах процесу запозичення та погашення боргу, включно з наданням міжнародним рейтинговим агентствам достовірної інформації про економічну ситуацію в країні.

Цілі механізму управління державним боргом поділяються на стратегічні, тактичні та оперативні. До стратегічних належать обмеження боргового навантаження на бюджет, мінімізація вартості обслуговування боргу, оптимізація його структури та забезпечення потреб уряду у фінансових ресурсах. Тактичні цілі передбачають збільшення частки довгострокових запозичень та контроль ефективності використання залучених коштів. Оперативні цілі стосуються підтримання ринкової вартості державних цінних паперів і залучення ресурсів за прийнятними відсотковими ставками. Поелементна структура механізму управління державним боргом відображена на рисунку 1.2.

У світовій практиці боргова стратегія визначається як система заходів, спрямованих на запобігання або подолання боргових проблем та забезпечення платоспроможності держави. Вона формує кінцеву мету управління державним боргом, що полягає у досягненні максимального ефекту від

фінансування за рахунок запозичених ресурсів і збереженні фінансової стійкості держави. Ефективне управління боргом ґрунтується на стратегічній та оперативній боргових стратегіях, що охоплюють повний облік зобов'язань, контроль боргового навантаження, зниження вартості обслуговування, розширення кола інвесторів, мінімізацію ризиків та забезпечення стабільного залучення фінансових ресурсів на кредитній основі. [25].

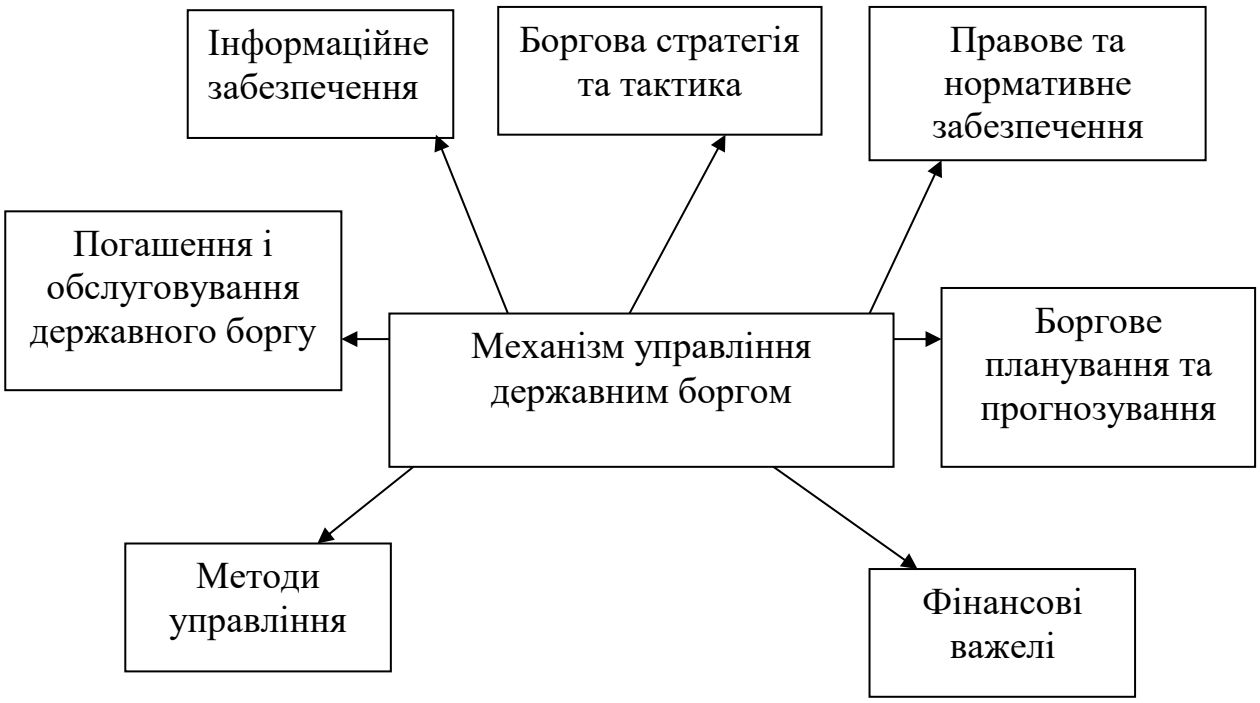


Рис. 1.2. Структура механізму управління державним боргом

Боргова тактика окреслює параметри та умови здійснення державних запозичень, визначає співвідношення між їх видами, між інституційними кредиторами держави, а також регламентує порядок і механізми погашення державної заборгованості. Вона зосереджується на розв'язанні актуальних проблем, що виникають у процесі обслуговування боргових зобов'язань, тобто на подоланні труднощів тимчасової платоспроможності. Крім того, боргова тактика формує ключові завдання, які реалізуються в межах системи управління державним боргом.

Прогнозування державної заборгованості становить систему наукових передбачень щодо траєкторій розвитку майбутнього стану боргових

зобов’язань держави. Отримані результати інтегруються у прикладні моделі формування очікуваних макроекономічних індикаторів економічного зростання.

Боргове планування виступає складовою частиною загального фінансового планування держави та орієнтоване на визначення перспективних джерел і обсягів державних запозичень, необхідних для фінансування суспільних потреб.

У процесі залучення позикових ресурсів ключовим завданням є мінімізація витрат, пов’язаних із погашенням боргу, з урахуванням таких чинників:

- величина залучених позик;
- форми та умови кредитування (процентні ставки, валюта запозичення, строки погашення, пільгові періоди, а також загальноекономічні та політичні умови);
- структура боргових зобов’язань (за видами кредиторів і формами позик).

Управління використанням залучених коштів є центральним елементом системи менеджменту державного боргу. Воно має ґрунтуватися на принципі максимізації доходів від позик та формуванні джерел їхнього погашення.

Використання позикових ресурсів може здійснюватися у трьох формах:

- фінансовій, коли державні кредити спрямовуються на інвестиційні проєкти та розвиток національного виробництва. Це найбільш прогресивний спосіб застосування боргових інструментів, що потребує ретельного відбору високоефективних конкурентних проєктів, здатних забезпечити повернення залучених ресурсів;
- бюджетній, коли позики використовуються для покриття поточних бюджетних витрат, включно з фінансуванням дефіциту бюджету. Такий підхід вважається найменш результативним;
- фінансово–бюджетній, що поєднує фінансування поточних потреб бюджету з інвестиційним розвитком економіки.

Погашення та обслуговування державного боргу реалізується через здійснення платежів за виконання боргових зобов’язань перед кредиторами, включаючи повернення основної суми позики, сплату процентів та супутніх витрат, визначених умовами випуску державних цінних паперів, кредитними угодами чи державними гарантіями.

Необхідно чітко розрізняти:

- погашення боргу – виконання зобов’язань щодо повернення основної суми позики, визначеної кредитною угодою або номінальною вартістю державних цінних паперів;
- обслуговування боргу – виплату процентних доходів кредиторам відповідно до умов позикових угод чи емісії державних цінних паперів.

На стадії погашення позик здійснюється ранжування можливих сценаріїв – від повного виконання боргових зобов’язань до абсолютного дефолту, що означає відмову від погашення та обслуговування боргу.

Боргова тактика окреслює параметри, умови та допустимі межі державних запозичень, визначаючи співвідношення між різними інструментами залучення ресурсів, групами кредиторів, а також порядок і організаційний механізм погашення боргових зобов’язань держави. По суті, боргова тактика фокусується на розв’язанні нагальних проблем, спричинених ускладненнями в обслуговуванні боргу (тобто ситуативними розривами ліквідності), і формує перелік оперативних завдань, які постають у процесі боргового менеджменту.

Прогнозування державного боргу є системою науково обґрунтованих оцінок майбутніх параметрів боргової динаміки. Отримані результати інтегруються в прикладні моделі формування очікуваних макроекономічних показників.

Боргове планування становить елемент загальнодержавного фінансового планування і передбачає визначення потенційних джерел та обсягів майбутніх державних запозичень, які необхідні для фінансування державних витрат та стратегічних програм розвитку.

У період залучення позикових ресурсів ключовою метою має бути мінімізація витрат, пов’язаних із майбутнім погашенням боргу, що передбачає врахування таких чинників, як: обсяг запозичень; умови та форми залучення (валюта, відсоткові ставки, строки погашення, пільгові періоди, супутні економічні й політичні ризики); структура позик за видами кредиторів та інструментів.

Управління напрямами використання залучених коштів є центральною ланкою системи боргового менеджменту. Базовим принципом такого управління є забезпечення максимального економічного ефекту від інвестування запозичених ресурсів та формування джерел для їх подальшого погашення. Залежно від цілей використання державні запозичення можуть мати:

– фінансовий характер, коли позики спрямовуються на реалізацію інвестиційних проєктів та розвиток економіки, що є найбільш продуктивною формою застосування боргових ресурсів і потребує відбору інвестиційних проєктів із високим рівнем віддачі;

– бюджетний характер, за якого позикові кошти використовуються для поточного фінансування бюджету, включаючи покриття бюджетного дефіциту, що є найменш ефективним способом використання боргових ресурсів;

– фінансово–бюджетний характер, який поєднує інвестиційні напрями з фінансуванням поточних бюджетних потреб.

Погашення й обслуговування державного боргу здійснюється шляхом виконання зобов’язань перед кредиторами щодо сплати основної суми боргу, процентів та додаткових витрат, визначених умовами цінних паперів, кредитних угод або державних гарантій. Важливо розмежовувати: погашення боргу – сплату основного боргового зобов’язання; обслуговування – здійснення процентних виплат, що формують дохід кредитора.

На етапі погашення боргу здійснюється оцінка можливих сценаріїв – від повного виконання зобов’язань до повної відмови від платежів (дефолту).

Контроль у системі боргового регулювання є механізмом забезпечення цільового та результативного використання залучених коштів. До інституцій, які здійснюють контроль відповідно до законодавства, належать Верховна Рада України, Міністерство фінансів, Державна казначейська служба, Національний банк України, органи державного аудиту та Рахункова палата.

Інформаційне забезпечення представлено системою інформаційних потоків між елементами механізму боргового регулювання, що забезпечують своєчасність, точність і повноту даних для ухвалення тактичних і стратегічних рішень у сфері боргової політики.

Фінансово–економічні інструменти формують цілісну систему важелів, за допомогою яких регулюються боргові відносини та коригуються дії учасників ринку державних запозичень. Кожний інструмент має власну функціональну характеристику та спрямований на підтримання фінансової стійкості держави.

Для забезпечення державою своєї платоспроможності застосовуються різні методи управління заборгованістю (Рис1.3.). Найбільш поширеними з них є рефінансування та реструктуризація заборгованості.

Рефінансування боргу передбачає погашення основної суми та процентів за рахунок нових запозичень. Ефективне застосування такого механізму можливе лише за умови високої кредитної репутації держави на світових фінансових ринках, яку відображають міжнародні рейтинги.

Реструктуризація боргу полягає у перенесенні строків або зміні умов виконання боргових зобов’язань. Різні варіанти реструктуризації, які нині застосовуються для зовнішньої заборгованості, розроблені Паризьким клубом. Одним із варіантів є тимчасове відтермінування виплат на строк до трьох років; іншим – конверсія боргу в акції для подальшого інвестування в економіку країни.

Система методів управління державним боргом формує багатокомпонентний комплекс фінансових інструментів, що забезпечує адаптивність держави до змін макроекономічного середовища та підтримання

стійкості публічних фінансів. До цих інструментів належать: конверсія, консолідація, уніфікація, обмін боргових зобов'язань за регресивним коефіцієнтом, відтермінування погашення, анулювання боргу та механізм викупу державних цінних паперів на вторинному ринку.

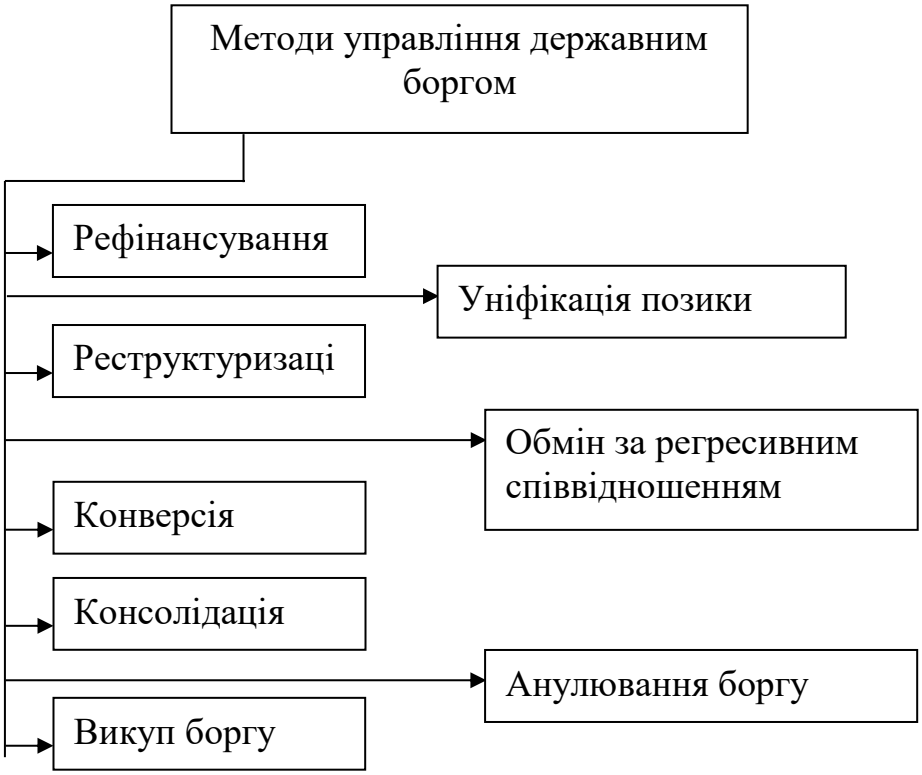


Рисунок 1.3. Методи управління державним боргом [16]

- Конверсія передбачає коригування параметрів дохідності позики. Найчастіше держава ініціює зниження процентних ставок з метою зменшення фіскального навантаження на бюджет, хоча у певних економічних ситуаціях можливе і їх підвищення для стимулювання інвестиційної привабливості. Конверсія є засобом оптимізації балансу інтересів між кредиторами та суб'єктом запозичення.

- Консолідація означає зміну термінів обігу позики – як у бік пролонгування, так і скорочення. Вона може інтегруватися з конверсією, формуючи комплексний механізм реструктуризації боргу.

- Уніфікація полягає в агрегації декількох емісій позик в єдиний стандартизований випуск, що сприяє спрощенню адміністрування боргового портфеля та мінімізації операційних витрат.
- Обмін боргових зобов’язань за регресивним співвідношенням є радикальним інструментом зменшення обсягу боргу, що фактично еквівалентно частковій відмові держави від виконання своїх зобов’язань. Застосування цього механізму негативно впливає на кредитну репутацію країни.
- Відтермінування погашення передбачає перенесення термінів кінцевих виплат, але, на відміну від консолідації, супроводжується призупиненням нарахування та сплати відсотків.
- Анулювання боргу є крайнім заходом, що репрезентує повну відмову держави від виконання боргових зобов’язань. Такий крок може спровокувати дефолт і викликати застосування жорстких санкцій з боку міжнародних інституційних кредиторів.
- Викуп боргу на вторинному ринку дозволяє державі зменшити суму боргових зобов’язань шляхом придбання власних цінних паперів із дисконтом. Це сучасний інструмент управління, який часто використовується для цілеспрямованої оптимізації структури боргового портфеля.

Управління зовнішнім та внутрішнім боргом охоплює низку операційних заходів, спрямованих на його обслуговування: сплату процентних платежів, погашення основної суми позик, а також уточнення умов емісії та обігу державних цінних паперів. Фінансування погашення здійснюється передусім коштом бюджетних асигнувань, хоча держава періодично вдається до рефінансування, тобто емісії нових позик для покриття існуючих зобов'язань.

Основний обсяг видатків на обслуговування боргу припадає на процентні виплати та кошти, спрямовані на погашення позик. Додаткові операційні видатки включають витрати на виготовлення, розміщення,

розповсюдження та адміністративне забезпечення обігу державних цінних паперів, що також створює фіскальне навантаження на бюджет.

Для об'єктивної оцінки боргового навантаження застосовується коефіцієнт обслуговування боргу. У контексті зовнішніх зобов'язань він визначається як співвідношення сукупного обсягу виплат з обслуговування до загальних валютних надходжень держави. Рівень до 25% традиційно вважається відносно безпечним, оскільки він не спричиняє критичного тиску на платіжний баланс.

Обслуговування зовнішнього боргу реалізується в межах виконання Державного бюджету України з урахуванням прогнозних показників валютного курсу, а фактичні платежі виконує Державна казначейська служба. Внутрішній борг обслуговується Міністерством фінансів через банківську систему шляхом організації розміщення, погашення та виплати доходу (купону) за державними цінними паперами.

Отже, боргова політика окреслює стратегічні орієнтири, засадничі принципи та завдання держави у сфері запозичень, тоді як механізм управління боргом забезпечує їхню оперативну та практичну імплементацію. Ефективність боргової політики залежить від спроможності держави мінімізувати фіскальні ризики, підтримувати стійку динаміку боргу та гарантувати макрофінансову стабільність.

1.3. Теоретичні підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави

Теоретичні підходи до оцінювання ефективності реалізації боргової політики держави ґрунтуються на системному аналізі взаємозв’язку між параметрами державного боргу, інструментами управління ним та макроекономічними результатами, які формуються внаслідок прийнятих боргових рішень.

Козюк окреслює два базові методичні підходи до дослідження державного боргу – макроекономічний та мікроекономічний [10].

Макроекономічний підхід ґрунтується на аналізі агрегованих економічних показників і виявленні їх впливу на параметри державного боргу. Мікроекономічний метод, навпаки, спрямований на оцінювання взаємозв'язку між обсягами державних запозичень і результатами інвестування залучених ресурсів у національну економіку. У цьому разі ефективність залучення позикових коштів визначають за співвідношенням приросту боргу, капіталовкладень і генерованого економічного ефекту. Макроекономічний аналіз дає змогу ідентифікувати залежності між структурними характеристиками державної заборгованості та загальними тенденціями економічного розвитку, а також прогнозувати динаміку функціонування економіки на перспективу. Метод передбачає розрахунок системи співвідносних показників, що порівнюють сукупний борг і його компоненти з ключовими макроекономічними змінними, такими як ВВП, бюджетний дефіцит та елементи платіжного балансу. У межах цього підходу особлива увага зосереджується на етапі обґрунтування доцільності залучення позикових ресурсів. Отримані розрахунки уможливлюють встановлення безпечного рівня внутрішньої та зовнішньої заборгованості з огляду на витрати на її обслуговування та оптимальне співвідношення складових боргу, що не загрожує фінансовій стабільності держави та її економічному суверенітету.

Структурний аналіз державного боргу має принципове значення для визначення результативності боргової політики, оскільки дає змогу простежувати зміни в економічних пріоритетах держави. До критеріїв такого аналізу відносять критерій ринковості, що характеризує зміну питомої ваги боргових інструментів, які перебувають в обігу на фінансовому ринку; критерій строковості, який акцентує на важливості збільшення частки довгострокових інструментів та їх впливі на скорочення витрат з обслуговування боргу; критерій диверсифікації джерел запозичень, що визначає ступінь довіри іноземних інвесторів до внутрішніх економічних реформ [13].

У працях американського економіста Дж. Тобіна стратегія управління державним боргом характеризується трьома основними критеріями: мінімізацією витрат на сплату процентів, забезпеченням економічної стабільності шляхом узгодження фіскальної та монетарної політики, а також нейтралізацією впливу боргового фінансування на функціонування фінансового ринку [15]. У контексті України сьогодні особливо значущими є питання координації фіскальної та монетарної політики та забезпечення боргової стійкості. Одним із ключових інструментів монетарного регулювання та виконання боргових зобов'язань держави є золотовалютні резерви, що використовуються для врегулювання від'ємного сальдо платіжного балансу.

Фахівці Світового банку пропонують власні критерії оцінювання відповідності обсягу зовнішнього боргу економічним можливостям держави [17]. Перший критерій передбачає інвестування залучених коштів у продуктивні сектори економіки, що повинні забезпечити їх повне відшкодування, тобто позитивну рентабельність державних інвестицій. Однак в Україні запозичення здебільшого спрямовуються на фінансування дефіциту бюджету та обслуговування раніше утворених боргів, що унеможливлює коректне визначення окупності капіталовкладень. Другий критерій ґрунтується на вимозі перевищення національних заощаджень над національними інвестиціями на величину процентних виплат за боргом. Третій критерій пов'язаний із підтриманням високої кредитоспроможності держави та зниженням рівня суверенного ризику. Застосування цих критеріїв дає можливість оцінити результативність державної політики у сфері запозичень, її вплив на бюджетну дисципліну, монетарні орієнтири та динаміку економічного розвитку.

А. Мних визначає ефективність боргової політики через досягнення цілей боргової стратегії, які згруповані у три блоки [16]. Перший блок передбачає макроекономічну стабілізацію і підтримку структурних перетворень. Другий – формування інструментів зменшення боргового навантаження, включно з ринковими та неринковими заходами. Третій блок

спрямований на нарощення валютних надходжень, що є передумовою зниження боргового тиску. Під час ухвалення рішень щодо доцільності нових запозичень ключовим критерієм має бути їх цільове спрямування та потенційна економічна віддача.

У процесі погашення державного боргу важливо враховувати тенденції зовнішньоекономічної діяльності, зокрема структуру експорту, яка в умовах ресурсної орієнтованості економіки є вразливою. Для країн із трансформаційною економікою стратегічне значення має переорієнтація експорту на продукцію з високою доданою вартістю та розвиток спільних інноваційних проектів із країнами–кредиторами, що сприятиме розширенню ринків збуту, підвищенню зайнятості та зміцненню бюджетної бази. Розвинені держави широко застосовують випуск державних облігацій із фіксованою ставкою для прогнозування бюджетних витрат на обслуговування боргу, однак така практика за умов політичної нестабільності може посилювати дисбаланси. Внутрішній борг не варто розглядати як механізм автоматичної стабілізації, оскільки його зростання випереджаючими темпами щодо ВВП підвищує ризики інфляційного та фінансового тиску.

До ключових критеріїв результативності боргової політики належать: рівень стійкості фінансової системи, що оцінюється за масштабами бюджетного дефіциту, стабільністю банківського сектору, динамікою валюти та фінансових ринків; стан зовнішньоекономічної рівноваги та структура зовнішньої торгівлі; соціально–економічна стабільність та рівень життя населення; інвестиційна привабливість держави. Ефективне управління боргом базується на дотриманні принципів безумовності, оптимальності, мінімізації ризиків, прозорості та збереження фінансової незалежності [27].

Міжнародні організації, зокрема МВФ, ЄС та Світовий банк, застосовують систему макроекономічних індикаторів для визначення критичних рівнів державної заборгованості та оцінювання боргової стійкості. Світовий банк пропонує вісім кількісних показників, що характеризують позицію країни у світовій економіці, зокрема величину валового зовнішнього

боргу, динаміку торгівлі, обсяги міжнародних резервів, боргові платежі та короткострокові зобов’язання.

МВФ у Керівництві зі статистики зовнішнього боргу (2003) виокремлює п’ять груп боргових індикаторів: платоспроможності, ліквідності, заборгованості державного сектору, фінансового сектору та приватного сектору [36]. Для аналізу приватного боргу застосовують індикатори левериджу, структури боргу, рентабельності активів та чистих валютних потоків. Водночас у цих методиках відсутні показники, що безпосередньо характеризують вплив боргових процесів на відтворення та соціально–економічний розвиток, що зумовлює необхідність доповнення системи індикаторів параметрами інноваційного та соціального розвитку (Додаток А3).

Підход, який використовується Міжнародним валютним фондом, включає аналіз стійкості боргу (Debt Sustainability Analysis, DSA). Це методологія, що дозволяє комплексно оцінити здатність країни обслуговувати свій борг без порушення економічної стабільності.

DSA складається з двох взаємодоповнюючих компонентів: аналізу стійкості загального державного боргу та аналізу стійкості зовнішнього боргу. Кожен компонент включає базовий сценарій, заснований на макроекономічних прогнозах, які відображають наміри уряду, та серію тестів на чутливість, що дозволяють оцінити вразливість країни до платіжної кризи за різних припущень щодо політичних змінних, макроекономічного розвитку та вартості фінансування. Результати DSA не повинні інтерпретуватися механістично або жорстко; вони мають оцінюватися з урахуванням конкретних обставин країни, включаючи особливості її боргу, політичний досвід та можливості політики [41]. У 2021 році МВФ оновив свою методологію DSA для країн з доступом до ринків (Market Access Countries – MACs), до яких належить і Україна. Нова рамка (MAC DSA) має на меті завдання, відображені на рис. 1.2.

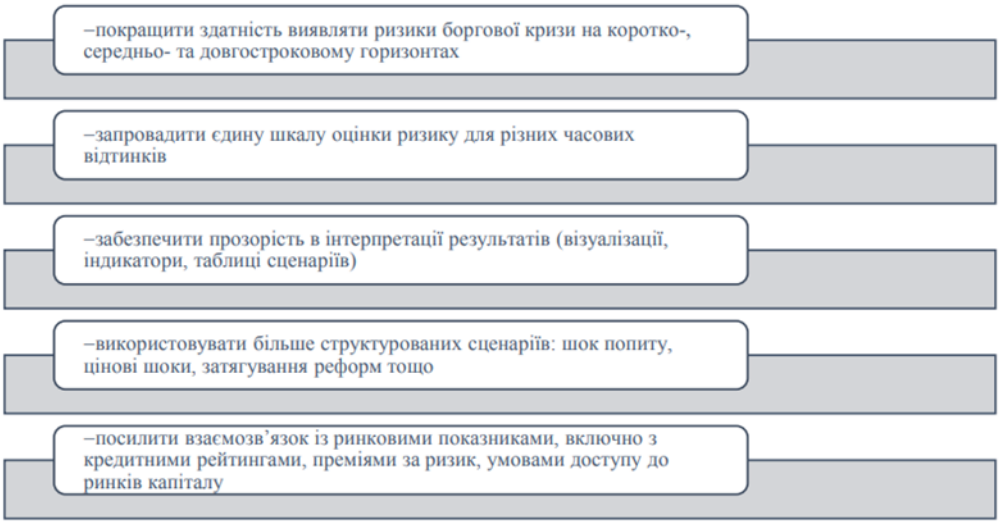


Рис. 1.2. Завдання нової рамки (MAC DSA)[45]

У фокусі нової методології – «раннє виявлення уразливостей», а не лише реакція на кризу. Вперше в DSA для MACs з'явилися експліцитні пороги боргових індикаторів, що дозволяють системніше ідентифікувати, коли ситуація може перейти у критичну фазу [48].

У 2025 році МВФ оновив оцінку стійкості боргу України, зазначивши, що борг залишається стійким у перспективі за умови реалізації запланованих фіскальних заходів, завершення реструктуризації комерційного боргу та отримання передбаченого обсягу зовнішнього фінансування. Зокрема, встановлено цільові показники: зниження рівня державного та гарантованого боргу (без урахування фінансування ERA) до 65% ВВП до 2033 року та обмеження середніх валових потреб у фінансуванні до 8% ВВП у 2028–2033 роках (табл.1.1).

Проте, МВФ підкреслює, що ризики залишаються високими, особливо у довгостроковій перспективі, через невизначеність щодо розвитку війни, потреби у післявоєнній відбудові та можливі зміни умов зовнішнього фінансування. У зв'язку з цим, Україна зобов'язалася досягти первинного профіциту бюджету в межах 0,5–1,5% ВВП у середньостроковій перспективі, що є важливою умовою для відновлення фіскальної та боргової стійкості. DSA допомагає визначити межі допустимого боргового навантаження, за яких забезпечується фінансова безпека та макроекономічна стабільність.

Таблиця 1.1.

Цільові показники реструктуризації боргу[47]

Цільові показники	Показник
Основні цілі	
Державний та гарантований державою борг (без урахування кредитів ЕВА) у 2033 році	5% ВВП
Валові потреби у фінансуванні (без кредитів ЕКА), у середньому за 2028- 2033 роки	8%ВВП
Додаткові цілі	
Державний та гарантований державою борг (без кредитів ЕВА) у 2028 році	82% ВВП
Щорічне пом'якшення потоку платежів у 2024 2027 роках	1-1,8%ВВП

Це особливо важливо для країн, які активно залучають фінансові ресурси з внутрішніх і зовнішніх джерел, таких як Україна. Таким чином, застосування DSA дозволяє не лише оцінити поточну ситуацію з державним боргом, але й прогнозувати його динаміку в середньо– та довгостроковій перспективі, що є критично важливим для формування ефективної боргової політики та забезпечення макроекономічної стабільності [34].

У 2007 р. в Україні була розроблена Методика розрахунку рівня економічної безпеки, що включає індикатори боргової стійкості та боргової безпеки, однак вона не охоплює показників, які відображають ефективність розміщення запозичень та їх економічний ефект. Для коректної оцінки рівня боргової безпеки необхідно враховувати доцільність залучення кредитних ресурсів і їх спрямування на фінансування розвитку або покриття дефіциту. Узагальнена система індикаторів боргової політики представлена у табл. 1 (дод. А4).

До основних показників, що визначають рівень боргової безпеки та є орієнтирами боргової політики, належать: співвідношення державного та гарантованого боргу до ВВП, частка зовнішнього боргу у структурі експорту, середньозважена дохідність ОВДП, значення EMBI+ Ukraine, структура внутрішнього боргу, середній строк до погашення, частка боргу з фіксованою

ставкою та частка боргу, що підлягає рефінансуванню. Індекс EMBI+ є важливим орієнтиром для інвесторів, які оцінюють ризики вкладення в економіку певної держави.

На основі кількісних індикаторів формують інтегральну оцінку боргового навантаження методом багатовимірної середньої [7], що передбачає виокремлення індикаторів–стимуляторів та дестимуляторів, які відображають взаємозв'язок боргових параметрів з економічним і соціальним розвитком. Методику коефіцієнтів у макропідході доповнює структурний аналіз, який є більш релевантним у періоди нестабільності та значної мінливості макроекономічних показників.

Для оцінки величини державного боргу використовують абсолютні показники, зокрема валовий державний борг, суму зобов'язань без процентів, внутрішній та зовнішній борг, сукупний борг з урахуванням гарантій та нарахованих процентів, а також обсяги процентних платежів. Для країн із економікою, що трансформується, особливо важливим є зіставлення боргових показників із динамікою бюджетного дефіциту, станом платіжного балансу, обсягами резервних активів, валютним курсом, інфляційною динамікою, податковим навантаженням, розвитком фондового ринку, рівнем доходів населення та інвестиційною активністю.

РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

2. 1. Аналіз динаміка та структура державного боргу України за видами і джерелами запозичень

Внаслідок повномасштабного вторгнення фінансова система України зазнала значного тиску, спричиненого істотним зростанням бюджетних видатків, переважно на оборонні та безпекові потреби, та стрімким скороченням доходів бюджету. Дефіцит державного бюджету суттє возбільшився: з 3,6% ВВП у 2021 році до 20,4% ВВП у 2023 році, і до 17,7% у 2024році. (рис. 2.1).

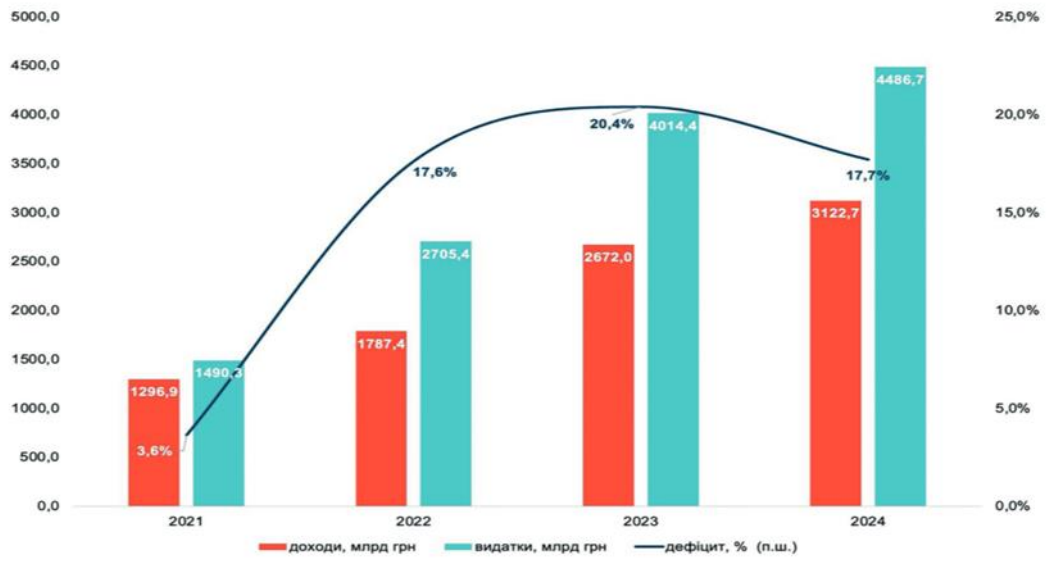


Рис. 2.1. Доходи, видатки та дефіцит державного бюджету України у 2021–2024 роках [складено на основі 18,19,24]

Динаміка та компонентний склад державного боргу України виступають одним із базових індикаторів фінансової стійкості держави та результативності реалізованої бюджетно–фіскальної політики. В умовах воєнного стану боргові інструменти набули особливої значущості, оскільки саме вони забезпечували підтримку макроекономічної стабільності. Отримання зовнішніх кредитів і фінансової допомоги дозволило покривати

потреби у фінансуванні оборонних видатків, виконанні соціальних зобов'язань та утриманні економіки від глибокої рецесії.

У 2025 році обсяг державного боргу України досяг рекордного значення: лише протягом червня він збільшився майже на 4 млрд дол. США та сягнув приблизно 185 млрд дол. Такий темп приросту викликає занепокоєння серед експертного середовища, міжнародних інституцій та суспільства. Накопичення боргового навантаження стало наслідком сукупності чинників, що істотно трансформували економічну динаміку держави (Додаток В1):

• У 2009–2014 рр. рівень державного боргу залишався відносно помірним – близько 30–40% ВВП, що відповідало середнім значенням для країн із трансформаційною економікою. Основними джерелами покриття дефіциту бюджету були внутрішні позики та кредити міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку, ЄБРР).

• Після 2014 року ситуація суттєво ускладнилася внаслідок анексії Криму та початку бойових дій на Донбасі. Скорочення виробництва, падіння бюджетних надходжень і девальвація гривні спричинили різке збільшення боргового навантаження – до 70,2% ВВП на кінець 2014 року.

• У 2016 році співвідношення державного боргу до ВВП піднялося до 81% – найвищого рівня на той час. У подальші роки, завдяки проведенню макроекономічної стабілізації, структурним реформам та підтримці міжнародних партнерів, вдалося знизити борговий коефіцієнт та поступово відновити довіру інвесторів.

• Поширення COVID–19 стало новим шоком для економіки. У 2020 році уряд був змушений активізувати внутрішні та зовнішні запозичення з метою подолання наслідків пандемічної кризи, що призвело до зростання боргу до 60,8% ВВП, проте значення залишалося прийнятним для кризового періоду.

• Рік 2022, ознаменований повномасштабним вторгненням, спричинив наймасштабніший стрибок боргового навантаження у 2022–2023 рр. Глибоке скорочення ВВП, падіння доходів бюджету та значні руйнування інфраструктури суттєво обмежили можливості держави самостійно

фінансувати видатки. Основним джерелом покриття потреб стала міжнародна фінансова підтримка. На кінець 2024 року боргове навантаження досягло 91,2% ВВП.

Станом на кінець липня 2025 року сукупний обсяг державного та гарантованого державою боргу наблизився до 8 трлн грн, а його співвідношення до ВВП майже дорівнює 100%. Такий рівень боргової залежності формує суттєві ризики для економічної динаміки, звужує можливості для розвитку та посилює загрози для макрофінансової рівноваги, насамперед у контексті боргової стійкості та майбутніх витрат на обслуговування боргу. На рис. 2.2. подано зміну обсягів державного боргу України за 2024 рік із виокремленням внутрішньої та зовнішньої складових.

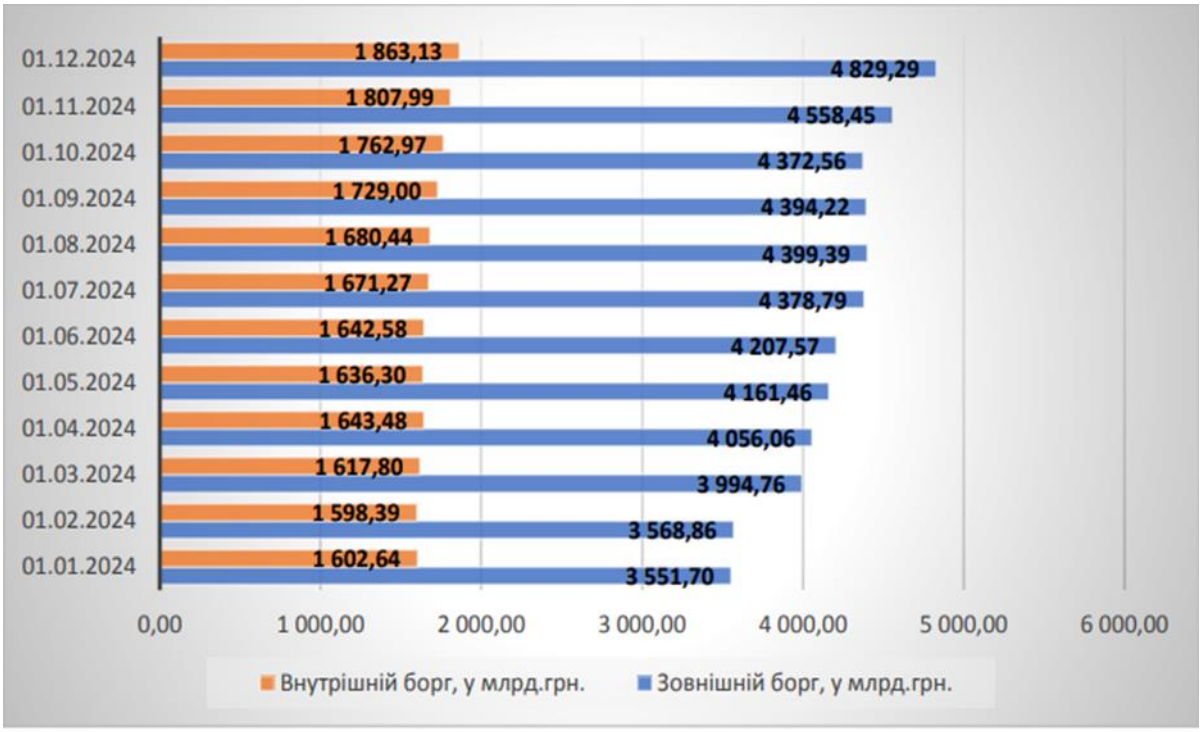


Рисунок 2.2. Динаміка зростання державного боргу України 2024 року [[складено на основі 18,19,24]].

Аналіз тенденцій зміни внутрішнього державного боргу свідчить про його поступове зростання: з 1 602,64 млрд грн на початок року до 1 863,13 млрд грн у грудні 2024 р. Сукупний приріст становив 260,49 млрд грн, що дорівнює 16,3 %. Аналогічна динаміка спостерігається і щодо зовнішніх

зобов’язань держави. На старті аналізованого періоду їх обсяг становив 3 551,70 млрд грн, тоді як у грудні він зріс до 4 829,29 млрд грн. Отже, приріст досяг 1 277,59 млрд грн, або 36 %.

Структурний зріз державного боргу станом на грудень 2024 р. демонструє таке співвідношення:

• внутрішні зобов’язання – 1 863,13 млрд грн, що складає 27,8 % сукупного боргу;

• зовнішні зобов’язання – 4 829,29 млрд грн, або 72,2 % загального обсягу;

• інтегральний державний борг – 6 692,42 млрд грн.

Такі пропорції засвідчують, що темпи приросту зовнішнього боргу випереджають динаміку внутрішнього. Цю тенденцію можна пояснити активним використанням міжнародних кредитних ресурсів та зовнішньої фінансової підтримки, спрямованої на забезпечення стійкості національної економіки [1].

Упродовж останніх років валютна структура боргових зобов’язань залишається одним з ключових чинників боргових ризиків. Значна частка боргу, номінована в іноземній валюті, підвищує вразливість державного бюджету до коливань обмінного курсу гривні. У відповідь на це урядові інституції впроваджують політику поступового збільшення частки гривневих інструментів у борговому портфелі. Такий підхід сприяє зниженню валютних ризиків, однак темпи реалізації цієї стратегії залишаються помірними та значною мірою залежать від рівня довіри інвесторів до українських боргових активів (рис. 2.3).

Як свідчать дані, представлені на рис. 2.3, домінуючу частку валютної структури державного боргу формують зобов’язання, номіновані в євро, – 33,01 %. Така пропорція відображає стратегічну орієнтацію України на залучення фінансування з європейських інституцій та поступове поглиблення інтеграції в європейський фінансовий простір. Другою за значенням є частка

боргу в доларах США – 26,81 %, що залишається характерним з огляду на ключову роль цієї валюти у міжнародній фінансовій системі.

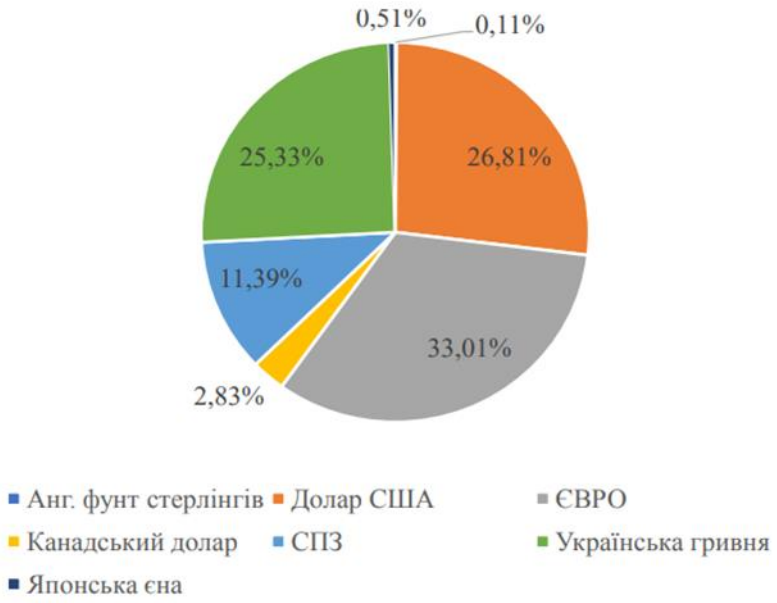


Рис. 2.3. Державний та гарантований державою борг в розрізі валют погашення на 31.12.2024 р. [складено на основі 18,19,24]

Валютні зобов'язання, номіновані в національній валюті – гривні, становлять 25,33 %. Така частка є позитивною з погляду валютної безпеки, оскільки внутрішній борг менш чутливий до коливань обмінного курсу. Водночас 11,39 % становлять зобов'язання у спеціальних правах запозичення (СПЗ), що свідчить про активне використання Україною кредитних інструментів МВФ. Частка боргу в менш поширених валютах – канадському доларі (2,83 %), японській єні (0,51 %) та фунті стерлінгів (0,11 %) – залишається мінімальною. Це підтверджує обмежену диверсифікацію боргового портфеля поза межами основних резервних валют.

Загалом валютна структура державного боргу характеризується відносною диверсифікацією, проте значна залежність від євро та долара США формує додаткові ризики, пов'язані з волатильністю світових валютних ринків. За таких умов пріоритетним завданням є оптимізація валютної структури боргу, збільшення частки зобов'язань у гривні та удосконалення

інструментів боргового менеджменту з урахуванням потенційних валютних коливань.

Підсумовуючи проведений аналіз, можна констатувати, що еволюція державного боргу України істотно детермінується зовнішньополітичними та макроекономічними чинниками. Після кожного періоду відносної макрофінансової рівноваги спостерігалося стрімке зростання боргового навантаження в умовах чергової кризи – фінансової чи воєнної. Це демонструє високу чутливість національної економіки до зовнішніх шоків і обмеженість внутрішніх джерел покриття фіскальних потреб без залучення додаткових запозичень.

Одним із ключових фінансових інструментів покриття бюджетного дефіциту в умовах воєнного стану, поряд зі значним обсягом зовнішньої допомоги, стали облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Починаючи з моменту повномасштабного вторгнення, обсяги внутрішніх запозичень демонструють стійку висхідну динаміку (рис. 2.4), що зумовлено необхідністю фінансування критично важливих оборонних та соціальних видатків на тлі скорочення податкових надходжень і загального економічного спаду.

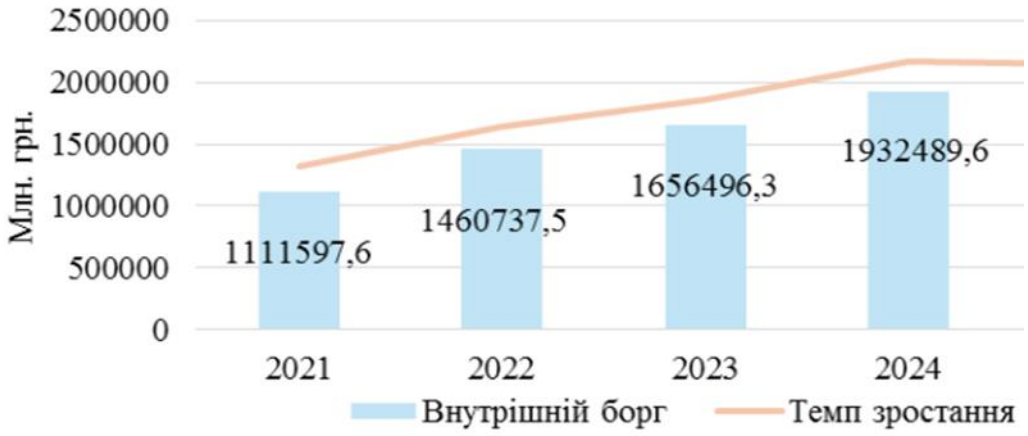


Рис. 2.4. Динаміка величини внутрішнього боргу України за 2021–2024 рр. [складено на основі 18,19,24]

Упродовж 2021–2024 рр. обсяг внутрішнього державного боргу України майже подвоївся, однак динаміка його зростання характеризується нерівномірністю. Зокрема, у 2022 році приріст внутрішніх державних зобов'язань становив 31,4 %. Такий стрибок був зумовлений потребою оперативного забезпечення фінансування оборонного сектору та соціальних видатків після початку повномасштабних бойових дій. У 2023 році темпи зростання уповільнилися до 13,4 %, що пов'язано зі значним збільшенням обсягів зовнішніх надходжень, у тому числі макрофінансової допомоги Європейського Союзу та кредитних ресурсів за програмами Міжнародного валютного фонду.

У 2024 році урядом було проведено 201 аукціон із розміщення облігацій внутрішньої державної позики, що дало змогу мобілізувати 640 млрд грн для покриття дефіциту державного бюджету. Одночасно зросла частка боргу, номінованого в національній валюті, до 25 %, що сприяло зниженню чутливості боргового портфеля до валютних коливань [4].

Внутрішній та зовнішній борг формують два взаємопов'язані компоненти сукупного державного боргу України, кожен із яких характеризується специфічними функціями, ризиками та впливом на фінансову стійкість держави. Співвідношення між цими складовими зазнає змін під впливом макроекономічних умов, доступності зовнішніх ринків капіталу, пріоритетів урядової боргової політики, воєнних обставин і масштабів підтримки з боку міжнародних партнерів.

Розглянемо на рис.2.5 динаміку зовнішнього та внутрішнього державного боргу України за 2009–2025 рр.

Згідно рис.2.5, у структурі державного боргу України за період від кінця 2009 року до квітня 2025 року простежується стале переважання зовнішніх запозичень над внутрішніми, хоча співвідношення між цими складовими періодично змінювалося. У 2009–2013 рр. частка зовнішнього боргу демонструвала поступову тенденцію до зниження, що відображало намагання уряду активізувати вітчизняний ринок державних цінних паперів і зменшити

залежність від іноземних кредиторів. Найближче до рівноважного співвідношення внутрішнього та зовнішнього боргу країна підійшла у 2013 році, коли пропорції між ними фактично наблизилися до паритету.

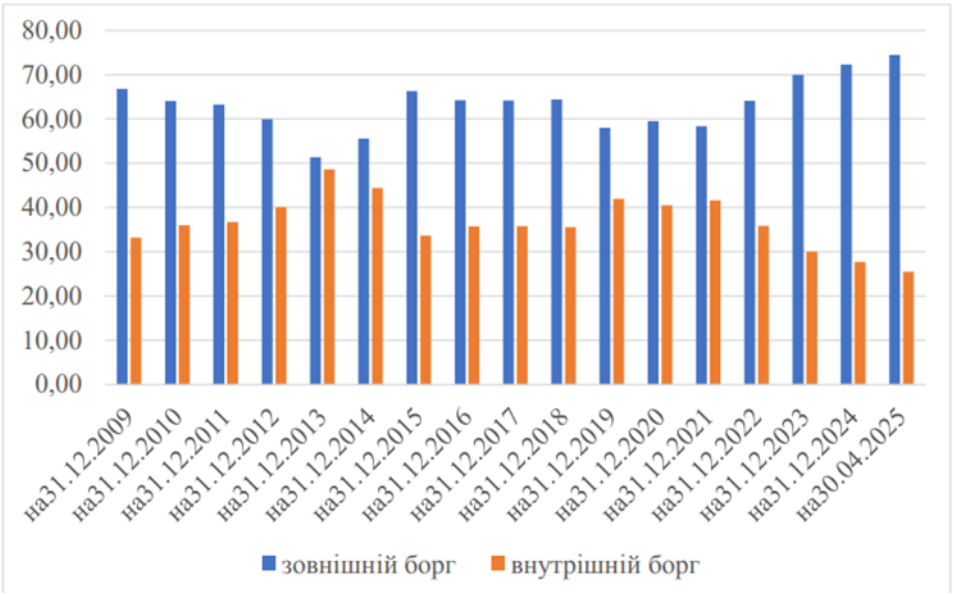


Рис. 2.3. Динаміка зовнішнього та внутрішнього державного боргу України за 2009-2025 рр. [складено на основі 18,19,24]

Проте вже з 2014 року, під впливом політичної дестабілізації, різкого погіршення економічної ситуації та початку воєнних дій, зовнішня складова боргу знову стала зростати. У наступні роки боргова структура залишалася відносно незмінною, що свідчило про обмежений потенціал внутрішнього ринку до забезпечення значних обсягів бюджетного фінансування. Починаючи з 2022 року, у зв'язку з повномасштабною війною, залежність України від зовнішніх джерел підтримки помітно посилилася: суттєво зросли обсяги офіційних кредитів, грантів та іншої міжнародної допомоги. Це спричинило прискорене збільшення частки зовнішнього боргу, яка в кінці 2023 року, а особливо у квітні 2025 року, досягла максимальних значень за весь період спостереження.

Подібна динаміка свідчить про поглиблення фінансової залежності від зовнішніх партнерів, що, однак, є вимушеним інструментом підтримання макрофінансової стабільності в умовах воєнних дій, обмежених фіскальних

можливостей та значних витрат на оборону і гуманітарний сектор. Зменшення частки внутрішнього боргу в цей період сигналізує про недостатню розвиненість національного ринку капіталу, низьку привабливість державних цінних паперів для внутрішніх інвесторів та потребу посилення довіри до державних фінансових інструментів.

Водночас слід наголосити, що якісна характеристика зовнішнього боргу, залученого після 2022 року, помітно відрізняється від попередніх років. Нові зовнішні кредити надавалися переважно на пільгових умовах, із мінімальними ставками обслуговування та значним подовженням строків погашення – інколи до 30–40 років, з відтермінуванням виплат. Це дозволяє суттєво знизити боргове навантаження в коротко– та середньостроковій перспективі, а також мінімізувати ризики несвоєчасного обслуговування таких зобов'язань у майбутньому.

Для кращого розуміння того, яка саме ситуація в Україні із зовнішнім державним боргом склалася в період повномасштабного вторгнення, розглянемо та порівняємо показники зовнішньої заборгованості України у період 2021–2024 років (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Стан зовнішнього державного боргу України у період 2021–2024 років, млрд дол. США [складено на основі 18,19,24]

Показники	Роки			
	2021	2022	2023	2024
Загальний борг	97,96	111,45	145,32	166,06
	із них:			
Зовнішній борг	57,2 (58,39%)	71,47 (64,13%)	101,71 (69,99%)	120,09 (72,32%)
	із них:			
Державний зовнішній борг	47,66 (83,32%)	63,59 (88,97%)	94,79 (93,2%)	114,88 (95,66%)
Гарантований державою зовнішній борг	9,54 (16,68%)	7,88 (11,03%)	6,92 (6,8%)	5,21 (4,34%)

За даними Міністерства фінансів України, станом на 31 грудня 2024 року сукупний обсяг державного та гарантованого державою боргу сягнув 166,06 млрд дол. США. Із цієї суми на зовнішні зобов'язання припадало 120,09 млрд дол. США, або 72,32% загальної заборгованості. Важливо уточнити, що безпосередньо державний зовнішній борг становив 114,88 млрд дол. США, тоді як гарантований державою – 5,21 млрд дол. США.

Порівняльний аналіз динаміки за 2021–2024 роки демонструє різке зростання зовнішніх боргових зобов'язань. Якщо у 2021 році зовнішній державний борг становив 52,7 млрд дол. США, то у 2022 році він зріс до 71,47 млрд дол. США, у 2023 році – до 101,71 млрд дол. США, а у 2024 році – до 120,09 млрд дол. США. Найпомітніший приріст відбувся у 2023 році, коли обсяг боргу збільшився на 30,24 млрд дол. США порівняно з попереднім роком. Подібна динаміка прямо пов'язана з наслідками повномасштабної військової агресії проти України, що суттєво ускладнила економічну ситуацію в країні.

Воєнні дії спричинили істотне підвищення потреби у зовнішньому фінансуванні через різке зростання оборонних і гуманітарних витрат, значні руйнування економічної та соціальної інфраструктури, скорочення виробничої активності та необхідність підтримки населення. Крім того, вагомим джерелом приросту зовнішнього боргу є масштабна фінансова допомога, що надходить від міжнародних організацій та іноземних урядів. З одного боку, така підтримка є критично важливою для забезпечення життєдіяльності держави у період війни, а з іншого – вона неминуче збільшує боргове навантаження.

Основними джерелами приросту зовнішнього боргу є:

1. Міжнародні кредити. Україна вимушено активізувала співпрацю з провідними фінансовими інституціями, зокрема МВФ та Світовим банком, залучаючи кредитні ресурси для фінансування оборонних, соціальних та гуманітарних витрат. Частина допомоги надається у формі грантів, однак

значна частина має кредитний характер і збільшує загальне боргове навантаження.

2. Екстрені позики. У ситуації воєнного конфлікту держава залучає додаткові термінові кредити для оперативного покриття нагальних потреб. Такі фінансові ресурси часто характеризуються менш сприятливими умовами – вищими ставками та коротшими строками погашення, що посилює боргові ризики.

Станом на кінець 2024 року найбільшими кредиторами України серед міжнародних організацій є: Європейський Союз (44,01 млрд дол. США), Міжнародний банк реконструкції та розвитку (16,18 млрд дол. США) та Міжнародний валютний фонд (13,55 млрд дол. США). За позиками, отриманими від урядів інших держав, найбільша частка припадає на Канаду (5,08 млрд дол. США із загальної суми 7,63 млрд дол. США).

Порівняння обсягів зовнішнього боргу з міжнародними резервами України свідчить про критичні диспропорції. На 31 грудня 2024 року валютні резерви покривали лише 36,5% зовнішнього державного боргу, що вказує на значне боргове навантаження та підвищені ризики для фінансової стабільності. Нездатність здійснювати ефективне боргове управління може загрожувати серйозними макроекономічними дисбалансами. Крім того, постійне зростання боргу негативно впливає на міжнародний імідж держави та може знижувати довіру іноземних партнерів щодо спроможності України виконувати свої фінансові зобов’язання.

Водночас вагомим компенсуючим фактором у структурі державних фінансів став розвиток внутрішнього ринку запозичень, зокрема через випуск військових облігацій та інших форм внутрішніх боргових інструментів. Ці механізми дали змогу акумулювати значні ресурси для фінансування бюджетних витрат – від соціальних програм до інфраструктурних проєктів – без додаткового інфляційного тиску та без зростання залежності від зовнішнього фінансування. У короткостроковому періоді це сприяло зміцненню економічної стійкості країни.

У 2022–2024 роках обсяг залучених коштів через ОВДП становив майже 1,9 трлн грн (Рис.2.6.). Порівняно з 2021 роком їхня сукупна емісія зросла на 68%. Така динаміка була зумовлена не лише активною комунікаційною політикою уряду щодо популяризації державних цінних паперів, але й усвідомленням наслідків війни та важливості підтримки фінансової системи з боку населення і бізнесу.

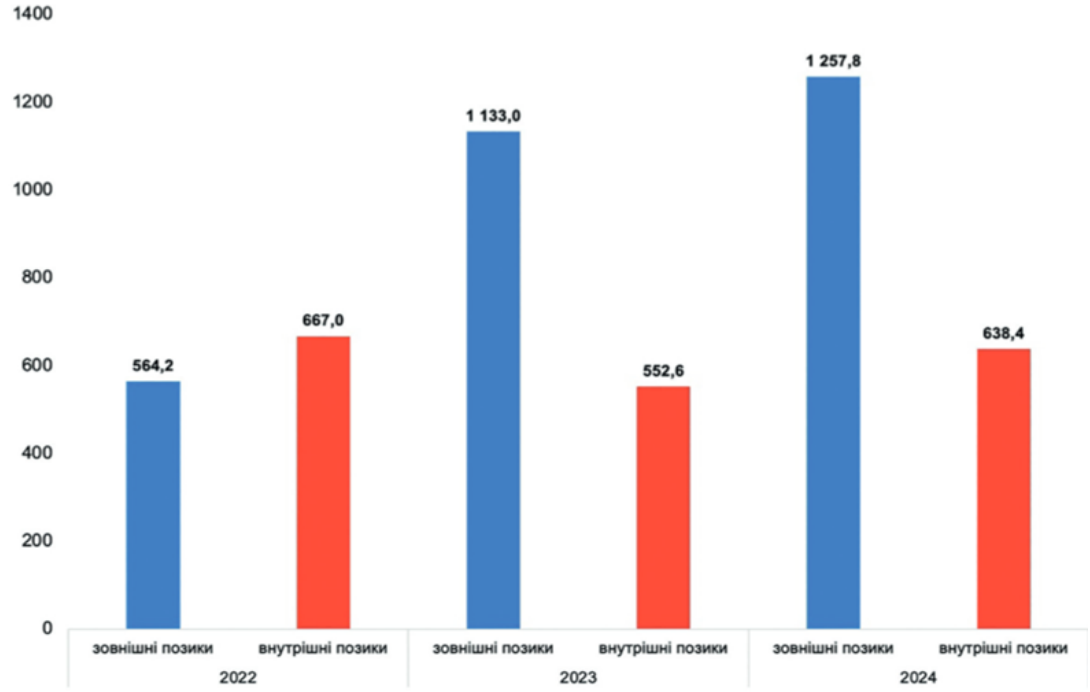


Рис. 2.6. Обсяги залучених зовнішніх та внутрішніх позик у 2022–2024 роках, млрд грн.

[складено на основі 18,19,24]

Проте ключовим фактором успішного розміщення ОВДП залишалася їхня висока дохідність. Зокрема, у 2022 році середньозважена ставка за гривневими облігаціями становила 18,3%, у 2023 році – 18,7%, а в січні–жовтні 2024 року – 16,2%. Для порівняння: у 2021 році ставка була на рівні лише 11,3%. Саме підвищена прибутковість забезпечила підвищення інтересу інвесторів та значне розширення внутрішнього ринку запозичень.

Попри поступове зниження прибутковості ОВДП у 2024 році, що стало наслідком поетапного пом’якшення монетарної політики та зниження

облікової ставки Національним банком України, дохідність державних облігацій все ще перевищувала середні процентні ставки за строковими депозитами населення, які у 2023 році досягли пікового значення на рівні 13,9% [9]. Суттєвим інституційним стимулом для інвесторів виступає також податковий режим: доходи, отримані фізичними особами від операцій з ОВДП, не оподатковуються податком на доходи та військовим збором.

Для зміцнення вторинного ринку державних цінних паперів та підвищення їх ліквідності Національний банк ухвалив рішення дозволити комерційним банкам використовувати облігації з бенчмарк–корзини як часткове покриття обов'язкових резервів. Унаслідок цього регуляторного послаблення лише протягом 2024 року банківський сектор акумулював 122,2 млрд грн у таких інструментах, що становило 19,3% від загального обсягу ОВДП, розміщених за рік.

Разом з тим ОВДП поступово втратили роль ключового джерела фінансування дефіциту бюджету, яку вони відігравали в перший рік повномасштабної війни. Починаючи з 2023 року більша частина коштів, мобілізованих на внутрішньому ринку запозичень, спрямовувалася не на фінансування державних видатків, а на погашення та обслуговування раніше сформованих боргових зобов'язань. У 2024 році лише приблизно 10% внутрішніх запозичень мали характер чистих надходжень до бюджету: чисті внутрішні запозичення становили 46,4 млрд грн, тоді як у 2023 році цей показник був від'ємним – витрати на обслуговування та погашення перевищили надходження на 16,9 млрд грн. Загалом за 2022–2024 роки сума чистих внутрішніх запозичень досягла 176,7 млрд грн, що дорівнює 9,5% від загального обсягу коштів, залучених у результаті розміщення ОВДП.

Структура облігацій, що активно емітувалися упродовж останніх років, значною мірою складалася з коротко– та середньострокових випусків (терміном від 1 до 3,5 років) (Рис. 2.7.). Така конфігурація ринку створює сприятливі умови для формування боргової спіралі, коли нові запозичення залучаються переважно з метою обслуговування наявних боргів, а не

фінансування бюджетних потреб. Цей процес посилює навантаження на державні фінанси, погіршує боргову стійкість та обмежує можливості держави інвестувати у пріоритетні соціально–економічні напрями.



Рис. 2.7. Чисті (залучені кошти за мінусом витрат на погашення і обслуговування боргу)внутрішні запозичення держави у 2022–2024 роках, млрд грн [складено на основі 18,19,24]

З огляду на зазначені виклики, доцільним видається розширення практики розміщення довгострокових ОВДП із термінами погашення понад чотири роки. Це дозволило б зменшити поточний тиск на бюджет та відтермінувати концентрацію пікових виплат за державним боргом. Проте інвестиційна привабливість таких інструментів може виявитися обмеженою, що потребує додаткових досліджень та оцінки інвесторських уподобань. Варто також враховувати, що основними власниками ОВДП залишаються українські банківські установи та Національний банк України, що впливає на структурні особливості внутрішнього ринку державного боргу.

Частка банківського сектору у структурі власників облігацій внутрішньої державної позики залишається визначальною та становить

орієнтовно 47,8%. Питома вага Національного банку України, яка різко збільшилася у 2022 році до 50,7% унаслідок емісійного фінансування, до кінця 2024 року скоротилася до 36,4%. Натомість присутність нерезидентів на внутрішньому ринку державних цінних паперів зменшилася до мінімального історичного рівня – лише 1,1% (Рис. 2.8.). Таке співвідношення свідчить про домінування внутрішніх джерел у покритті дефіциту державного бюджету.

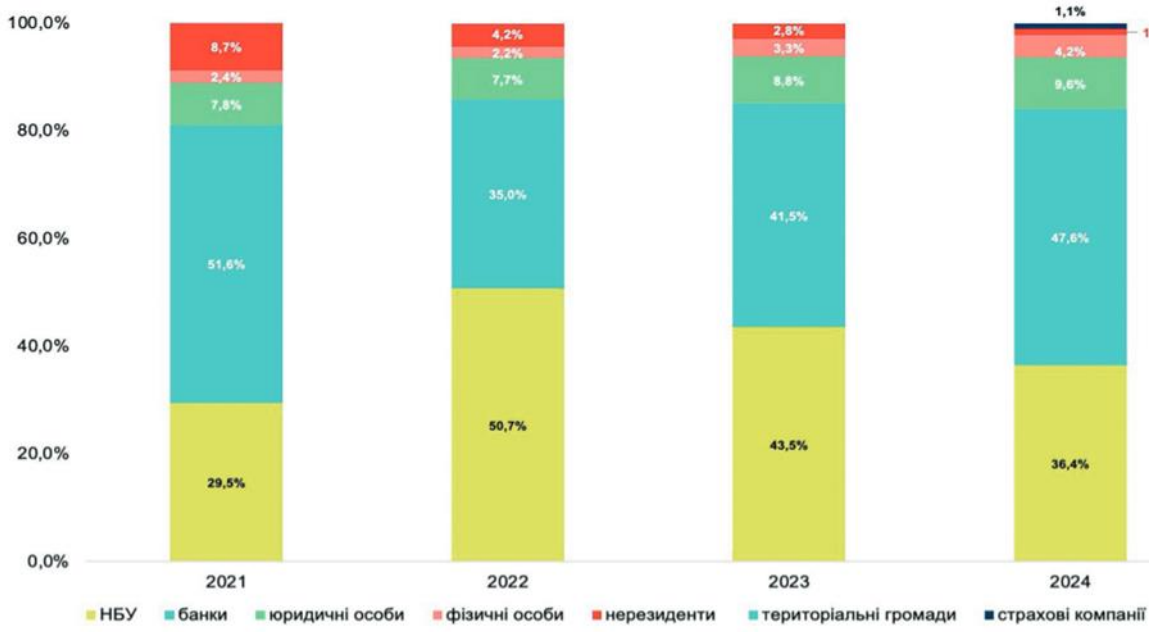


Рис.2.8. Тримачі ОВДП у 2021–2024 роках, % [складено на основі 18,19,24]

Активне інвестування банків у ОВДП викликало суттєвий перерозподіл ліквідності у фінансовій системі на користь державних боргових інструментів. Унаслідок цього скорочується потенціал банківського кредитування реального сектору економіки, що може стримувати темпи економічного відновлення та розвитку. Незважаючи на те, що станом на листопад 2024 року рівень ліквідності банків залишається відносно високим, подальше зростання вкладень у державні цінні папери створює ризики нестачі ресурсів для фінансування приватного бізнесу.

У межах удосконалення механізму управління внутрішнім державним боргом важливим є розширення залучення коштів від населення та підприємств. Це можливо через активізацію інформаційно–рекламної роботи,

підвищення доступності фінансових інструментів і розширення каналів придбання ОВДП. Проте цей резерв є обмеженим і не може розглядатися як головне джерело покриття дефіциту бюджету.

За цих умов ключового значення набуває підвищення результативності податкового адміністрування та посилення контролю за дотриманням податкової дисципліни. Запровадження більш ефективних і прогресивних моделей оподаткування може забезпечити зростання податкових надходжень, що дозволить зменшити надмірну залежність держави від боргових інструментів у середньо– та довгостроковій перспективі.

Зовнішні державні запозичення, реалізовані у формі облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП), становлять окремий сегмент ринку державних боргових інструментів і демонструють динаміку, відмінну від тенденцій, характерних для ОВДП. У 2022 році обсяг ОЗДП зріс на 32,6%, що відображало активізацію зовнішнього фінансування в умовах воєнного стану. Втім, уже у 2023 році темпи зростання істотно сповільнилися, і загальний обсяг боргу збільшився лише на 4,3%, досягнувши 864,52 млрд грн. У 2024 році простежується протилежна тенденція: зовнішні запозичення скоротилися на 11,4%, що зумовило зменшення сукупного обсягу заборгованості за ОЗДП майже до 766 млрд грн.

Подібна динаміка може свідчити про переорієнтацію боргової стратегії уряду на використання внутрішніх механізмів фінансування та зниження залежності від зовнішніх капіталів. Водночас зменшення обсягів залучення ресурсів на міжнародних ринках має і вимушений характер, оскільки відображає зростання ризиків для іноземних інвесторів та зниження їхньої схильності вкладати кошти в українські боргові інструменти. Це, відповідно, ускладнює доступ держави до зовнішніх фінансових ресурсів та обмежує можливості диверсифікації боргового портфеля.

Значна частка державного боргу України – це кредити від міжнародних фінансових організацій (рис.2.9.).

Найбільшими кредиторами є Європейський Союз, Світовий банк, Міжнародний валютний фонд та Європейський інвестиційний банк.



Рис. 2.9. Структура Державного та гарантованого державою боргу України за кредитором на 31.12.2024, % [складено на основі 18,19,24]

Значна частина зовнішніх боргових зобов'язань припадає на пільгові позики від міжнародних фінансових установ та урядів іноземних держав. [25]. Розглянемо їх структуру на рис.2.10.

Станом на 31 грудня 2024 року ключовими кредиторами України виступають такі міжнародні інституції, як Європейський Союз (1 850,26 млрд грн), Міжнародний банк реконструкції та розвитку (679,99 млрд грн), Міжнародний валютний фонд (569,60 млрд грн) та Європейський інвестиційний банк (124,11 млрд грн). Особливо вагомим є стрімке збільшення заборгованості перед ЄС: з 87,46 млрд грн у 2019 році її обсяг зріс до понад 1,8 трлн грн у 2024 році. Така динаміка свідчить про інтенсивне надання Україні макрофінансової підтримки європейськими структурами у період загострення безпекових та економічних ризиків. Значне накопичення зобов’язань перед МБРР та МВФ також відображає активізацію співпраці в межах програм структурних реформ і стабілізаційних заходів, що традиційно супроводжують кризові етапи розвитку економіки.

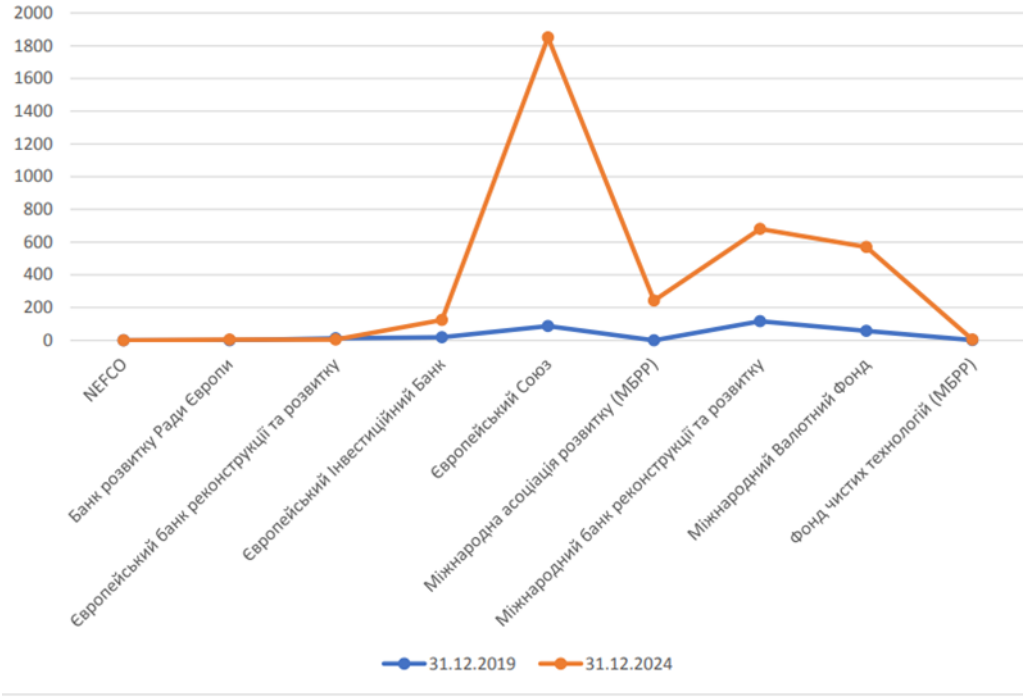


Рис. 2.10. Заборгованість за позиками, одержавними від міжнародних фінансових організацій, млрд. грн. [складено на основі 18,19,24]

Після 2021 року спостерігається зростання ролі таких інституцій, як Банк розвитку Ради Європи та Міжнародна асоціація розвитку, що свідчить про розширення спектра джерел офіційного фінансування. Водночас наявна тенденція до зменшення обсягу заборгованості перед ЄБРР – з 11,98 млрд грн у 2019 році до 4,25 млрд грн у 2024 році – що може бути пов’язано із завершенням низки проєктів або зміною пріоритетних напрямів кредитування. Сукупність зазначених факторів демонструє високий рівень зовнішньої довіри до боргової політики України, але водночас акцентує увагу на істотному посиленні залежності від міжнародних фінансових інституцій. Будь–які відхилення від узгоджених графіків фінансування, включно із затримками траншів або ускладненнями процесу реструктуризації, здатні чинити суттєвий вплив на макрофінансову стабільність держави.

Наведені тенденції підтверджують поглиблення зовнішньої фінансової залежності України у забезпеченні державних потреб, особливо в частині

підтримання макрофінансової рівноваги та відновлення економіки в післявоєнний період. У цьому контексті першочергового значення набуває формування комплексної та довгостроково орієнтованої стратегії управління державним боргом, спрямованої на оптимізацію умов запозичень та мінімізацію ризику надмірного боргового навантаження у майбутньому.

Варто зазначити, що значна частина боргових зобов'язань України має коротко– або середньострокову природу, що зумовлює потребу у регулярному рефінансуванні. За умов погіршення макроекономічної кон'юнктури, зниження кредитного рейтингу чи підвищення процентних ставок виникає загроза ускладнення доступу до ринкових ресурсів на прийнятних умовах. Така ситуація посилює бюджетний тиск, особливо у періоди концентрації виплат за основною сумою боргу та процентами. З огляду на це одним із ключових напрямів підвищення боргової стійкості держави є подовження середньозваженого строку погашення боргу, диверсифікація джерел фінансування та забезпечення прогнозованості боргового календаря.

2.2. Оцінка ефективності боргової політики України

Ефективність реалізації боргової політики України впродовж 2009–2024 років відображає одночасно як прагнення держави до фінансової стабілізації, так і масштабні виклики, зумовлені кризовими явищами – військовими конфліктами, економічними рецесіями та глобальними шоками.

У процесі адміністрування державного боргу необхідно комплексно враховувати низку ключових параметрів: внутрішню економічну та політичну ситуацію; динаміку інфляційних процесів; рівень ділової активності підприємницького сектору; індикатори суверенного ризику, що відображають імовірність невиконання державою боргових зобов'язань. Для оцінювання боргового навантаження застосовують такі показники:

- борг на одного мешканця, який демонструє, яка частина сукупних зобов'язань держави припадає на одного громадянина;

- співвідношення державного боргу й індивідуальних доходів, що характеризує питому вагу загального обсягу несплачених зобов’язань на кожні 1 000 одиниць доходу населення та дозволяє оцінити рівень боргового тиску;
- відносний рівень боргу (держборг/ВВП), який формується під впливом темпів приросту валового внутрішнього продукту, реальної процентної ставки, що визначає вартість обслуговування боргу, та обсягів бюджетного дефіциту.

Поняття боргової стійкості охоплює здатність держави здійснювати обслуговування і погашення своїх фінансових зобов’язань без необхідності їх перегляду чи реструктуризації, а також без створення надмірного макроекономічного тиску в середньо– та довгостроковій перспективі. Забезпечення такого стану є ключовим для підтримання макрофінансової рівноваги, збереження довіри міжнародних кредиторів і формування передумов для сталого економічного розвитку. Для України питання боргової стійкості має хронічний характер і залишається актуальним щонайменше протягом останнього десятиліття. Перші суттєві загрози виникли у 2014 році на тлі бойових дій на сході країни та супутньої економічної кризи. Повномасштабна агресія росії у лютому 2022 року посилила фінансовий тиск, істотно ускладнивши боргову ситуацію. Станом на 31 січня 2025 року загальна сума державного та гарантованого державою боргу становила 7,07 трлн грн, що еквівалентно 168,99 млрд доларів США.

За більш ніж три роки активної фази війни державний борг України зріс на 4,34 трлн грн, або на 158,9 % порівняно з початком 2022 року. Основними чинниками цього приросту стали: збройна агресія, що спричинила різке зниження економічної активності, зменшення податкової бази, падіння виробничих та експортних показників, а також масштабні руйнування критичної інфраструктури. Сукупна дія цих процесів призвела до суттєвого збільшення дефіциту бюджету і, відповідно, до потреби в інтенсивному

залученні додаткових боргових ресурсів для фінансування державних видатків.

У 2024 році спостерігалося зниження окремих ризиків у сфері управління державним і гарантованим державою боргом. Зокрема, ризик рефінансування зменшився через подовження середньозваженого строку погашення боргових зобов'язань до 12,3 року (проти 10,6 року наприкінці 2023 року), що стало можливим завдяки отриманню довгострокових кредитів від міжнародних партнерів і проведенню реструктуризації зовнішніх боргів. Також скоротився процентний ризик: середньозважена вартість обслуговування держборгу зменшилася до 5,1 % (з 6,2 % у 2023 році), що було забезпечено зниженням дохідності як внутрішніх, так і зовнішніх запозичень.

Водночас валютний ризик зріс, оскільки частка боргу, номінованого в іноземній валюті, збільшилася до 74,7 % (проти 72,8 % роком раніше), що зумовлено переважанням чистого запозичення в іноземних валютах, яке перевищувало аналогічний показник у гривні у 4,2 раза.

У 2024 році, порівняно з попереднім, відбулося зростання видатків державного бюджету на погашення та обслуговування державного і гарантованого державою боргу, що негативно позначилося на індикаторах боргового навантаження. Загальний обсяг виплат збільшився на 132,4 млрд грн і досяг 833,5 млрд грн. Унаслідок цього підвищилися їхні співвідношення як до загальних витрат бюджету, так і до ВВП, оскільки темпи зростання боргових платежів (18,9 %) перевищили темпи розширення видатків бюджету (12,5 %) і номінального ВВП (15,6 %).

Хоча частка видатків на погашення та обслуговування боргу у ВВП була на 2,8 в.п. нижчою, ніж передбачено Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2024–2026 роки, вона все ж зросла на 0,3 в.п. порівняно з попереднім роком. (Рис. 2.11.).

Величезне зростання платежів на погашення зовнішнього боргу в 2024 році (727,34 млрд. грн) порівняно з 2023 роком (66,79 млрд. грн) свідчить про

наближення термінів погашення великих обсягів боргу або про потребу в значних фінансових ресурсах для обслуговування боргу (табл. 2.2).



Рис.2.11. Окремі показники боргового навантаження у 2020 – 2024 роках, % [складено на основі 18,19,24]

Різке зростання витрат на обслуговування зовнішнього боргу у 2024 році (104,02 млрд. грн); зміна витрат з погашення зовнішнього боргу у 2024 році (989,00%); зміна витрат з обслуговування зовнішнього боргу у 2024 році (114,39%) відображає високі відсоткові платежі або підвищені видатки на обслуговування боргових зобов'язань, що свідчить про збільшення боргового навантаження або підвищення ставок за позиками.

Таблиця 2.2

Загальні витрати на погашення та обслуговування державного боргу України з 2021 по 2025 рр. (млрд. дол. США) [складено на основі 18,19,24]

Рік	Загальні витрати держ. боргу	Внутр. борг	Витрати з обслуг. внутр. боргу	Витрати з погаш. внутр. боргу	Зовніш. борг	Витрати з обслуг. зовніш. боргу	Витрати з погаш. зовніш. боргу
2020	585,13	418,80	86,37	332,43	166,33	55,21	111,12
2021	550,71	423,97	99,63	324,34	126,74	54,31	72,43
2022	605,26	517,47	114,41	403,06	87,79	37,99	49,79
2023	684,83	569,52	199,85	369,66	115,31	48,52	66,79
2024	1 423,31	591,95	209,12	382,83	831,36	104,02	727,34
31.03.2025	1 025,29	740,43	242,17	498,26	284,86	170,91	113,95

Аналіз обсягів запозичень, погашення та обслуговування боргу вказує на значний борговий тиск на економіку України (табл. 2.3).

Таблиця 2.3.

Динаміка структури загальних витрат на погашення та обслуговування державного боргу України з 2021 по 2025 рр. (%)[складено на основі 18,19,24]

Рік	Зміна витрат держ. боргу	Зміна витрат внутр. боргу	Зміна витрат обслуг. внутр. боргу	Зміна витрат з погаш. внутр. боргу	Зміна витрат зовніш. боргу	Зміна витрат з обслуг. зовніш. боргу	Зміна витрат зпогаш. зовніш. боргу
2021	–5,88	1,23	15,35	–2,43	–23,80	–1,63	–34,82
2022	9,91	22,05	14,83	24,27	–30,73	–30,05	–31,26
2023	13,15	10,06	74,68	–8,29	31,35	27,72	34,14
2024	107,83	3,94	4,64	3,56	6,21	114,39	989,00
31.03.2025	–27,96	25,08	15,80	30,15	–65,74	64,30	–84,33

Зростання обсягів державних запозичень та коштів, спрямованих на обслуговування боргу, потенційно формує підвищений рівень фінансових ризиків для країни. Надмірне боргове навантаження здатне призвести до зростання витрат на сплату відсотків і виконання боргових зобов’язань, що, своєю чергою, обмежує можливості держави інвестувати у пріоритетні соціальні та економічні напрями. Значні обсяги платежів із погашення боргу створюють додатковий тиск на бюджетну систему, скорочуючи доступний фінансовий ресурс для реалізації важливих державних програм розвитку.

Регулярна переоцінка умов здійснення запозичень, удосконалення боргової політики та оптимізація структури зобов’язань можуть сприяти зниженню рівня фінансової вразливості. Зменшення вартості обслуговування боргу, як правило, відображає позитивні зміни у сфері боргового менеджменту або покращення зовнішніх умов фінансування.

Для визначення рівня боргової стійкості найчастіше застосовують два основні підходи. Перший – індикаторний метод, що передбачає аналіз ключових показників боргового навантаження. Другий – метод стрес–тестування, який дає

змогу оцінити спроможність держави залишатися фінансово стабільною за умов погіршення макроекономічного середовища. В Україні відповідна оцінка здійснюється відповідно до положень «Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України», затверджених наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі від 29.10.2013 №1277.

Для отримання комплексного уявлення про боргову ситуацію в Україні було проведено розрахунок зазначених індикаторів за 2021–2024 роки (табл. 2.4).

Таблиця 2.4.

Динаміка індикаторів боргової стійкості України у 2021-2024 рр.

[складено на основі 18,19,24]

Індикатори	Роки				Критичний рівень
	2021	2022	2023	2024	
Відношення державного боргу до гарантованого державою боргу до ВВП, %	48,9	78,4	84,4	90,4	≥60%
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	64,9	81,5	90,4	95,7	≥70%
Середньозважена доходність ОВДП на первісному ринку, %	11,3	18,3	18,7	15,9	≥11%
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	15,5	17,8	26,9	24,2	≤20%
Валовий зовнішній борг у розрахунку на одну особу, дол США	3163,7	3771,4	4864,6	5644,9	≥1000
Валовий зовнішній борг до експорту товарів та послуг, %	163,6	299,3	447,3	440,1	≥80%

Результати аналізу свідчать про істотне погіршення боргової стійкості у 2022–2024 роках. Більшість показників перевищили встановлені граничні значення: зокрема, відбулося значне збільшення співвідношення державного боргу до ВВП (до 90,4 % у 2024 році), зросли витрати на обслуговування зовнішніх

зобов’язань та показники валового зовнішнього боргу в розрахунку на одного мешканця.

Попри загальне погіршення бордових показників, окремі індикатори все ж характеризуються позитивними змінами. Зокрема, поліпшився показник покриття витрат на обслуговування державного боргу за рахунок міжнародних резервів, який у 2024 році досяг 24,2 %. Зростання обсягу резервів було зумовлене насамперед масштабною зовнішньою фінансовою підтримкою з боку міжнародних партнерів України. У сукупності результати аналізу свідчать про збереження високих боргових ризиків та подальше збільшення фіскального навантаження на національну економіку.

Одним із базових показників, що характеризує рівень боргової стійкості держави, є коефіцієнт співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту. Він відображає частку ВВП, яка фактично спрямовується на виконання боргових зобов’язань, включно з їх обслуговуванням та погашенням. Підвищення цього показника інтерпретується як збільшення боргового тиску, що може створювати загрози для макроекономічної рівноваги та фінансової стійкості.

Для країн Європейського Союзу нормативно прийнятним вважається рівень співвідношення державного боргу до ВВП, що не перевищує 60 %. У випадку України цей показник за підсумками 2024 року становив 91,15 %, що є найвищим значенням за останні п’ятнадцять років. Такий рівень боргового навантаження свідчить про істотне перевищення допустимих меж і може потенційно становити загрозу для фінансової стабільності держави. Водночас важливо підкреслити, що подібна ситуація виникла внаслідок виняткових обставин – повномасштабної війни, значних економічних втрат, критичного дефіциту бюджету та гострої потреби у зовнішніх фінансових ресурсах (рис.2.12).

У розвинених економіках загальновизнаним пороговим орієнтиром співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту вважається рівень у 60 %, визначений Маастрихтськими критеріями.

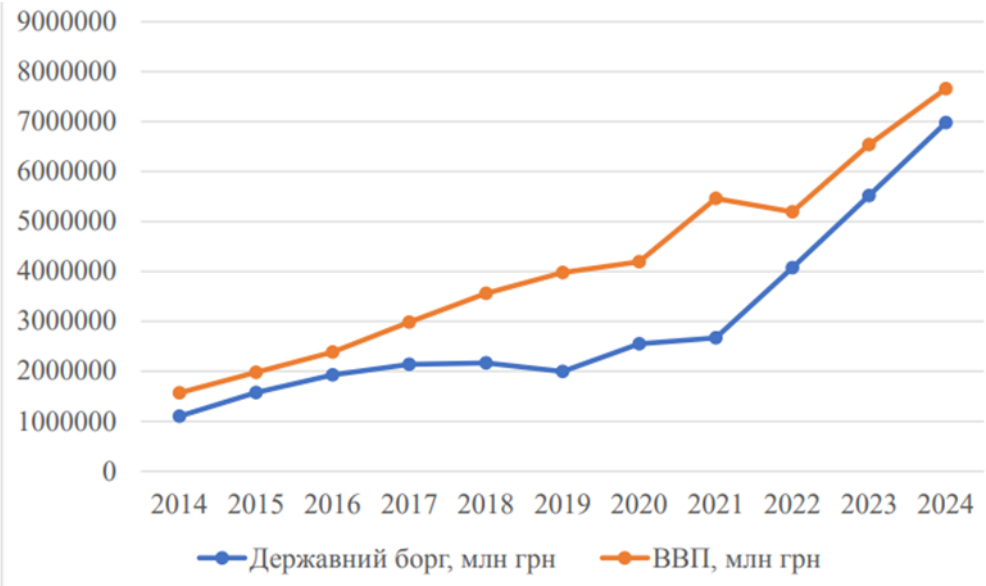


Рис. 2.12. Співвідношення державного боргу до ВВП [складено на основі 18,19,24]

Відхилення від зазначеного нормативу здатне негативно позначатися на функціонуванні грошово-кредитної системи та на загальному стані національної економіки. Оскільки Україна декларує стратегічний курс на інтеграцію до Європейського Союзу, дотримання цього параметра набуває особливої значущості, що підсилює важливість дослідження динаміки державного боргу у відношенні до ВВП.

Згідно зі статтею 18, пунктом 2 Бюджетного кодексу України, сукупний обсяг державного та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального ВВП. У разі перевищення цього граничного значення уряд зобов’язаний оперативно вжити заходів для стабілізації боргової ситуації. Водночас результати низки національних та міжнародних досліджень свідчать, що для України безпечний рівень державного боргу є ще нижчим і становить близько 35 %. Такий висновок ґрунтується як на статистичних даних щодо дефолтів у країнах із ринками, що розвиваються (зокрема дослідження МВФ), так і на історичному досвіді України, яка двічі фактично втрачала здатність самостійно виконувати боргові зобов’язання при досягненні показника 30–35 % ВВП.

Варто зазначити, що відповідно до законів про Державний бюджет на відповідні роки, починаючи з 2022 року, дію норми Бюджетного кодексу щодо граничного рівня дефіциту та державного боргу було тимчасово призупинено, зважаючи на форс–мажорні обставини воєнного часу.

Хоча окремі держави – зокрема Японія, де борг сягає близько 250 % ВВП, чи США з рівнем понад 150 % ВВП – демонструють спроможність функціонувати з надзвичайно високими борговими навантаженнями, їхній приклад не може бути прямо застосований до України. Ці країни мають високі кредитні рейтинги, доступ до глобальних ринків капіталу та значно нижчий рівень інвестиційних ризиків. Україна через воєнні події перебуває в іншій ситуації: зовнішні інвестори оцінюють вкладення в українські цінні папери як високоризикові, що обмежує можливості держави залучати капітал на прийнятних умовах.

Перевищення критичних значень співвідношення державного боргу до ВВП у кризові роки (2014–2016, 2022–2023) вказує на істотні загрози для економічної та фінансової стабільності. Таке навантаження збільшує витрати на обслуговування боргу, провокує зростання податкового тиску, зменшення соціальних і інвестиційних видатків, а також ставить під сумнів спроможність держави виконувати зобов’язання без зовнішньої підтримки або реструктуризації. Додатково зростання ризику неплатоспроможності стимулює кредиторів підвищувати процентні ставки, що ще більше ускладнює боргове навантаження.

Економічна література містить різні підходи до визначення граничного рівня боргу: частина дослідників розглядає 90 % ВВП як рівень, після якого держави можуть потрапити у «боргову пастку», інші ж не знаходять прямого підтвердження такої залежності. Водночас загальний консенсус полягає в тому, що надмірна заборгованість уповільнює економічний розвиток та обмежує інвестиційний потенціал.

Подальше нарощування запозичень може поглибити боргові ризики України: зростуть процентні ставки на ринку державних цінних паперів,

посилиться податковий тиск на бізнес, зменшаться інвестиції, можливим стане відтік валютних резервів і погіршення рівня життя населення через перерозподіл бюджетних ресурсів на користь обслуговування боргу.

З 2022 року станом на 31 грудня 2024 року середньозважена вартість державного та гарантованого державою боргу України зменшилася у 1,5 рази – з 7,79% до 5,09%, а середньозважена тривалість зросла у 2 рази – з 6,27 років до 12,26 років (рис.2.13.)

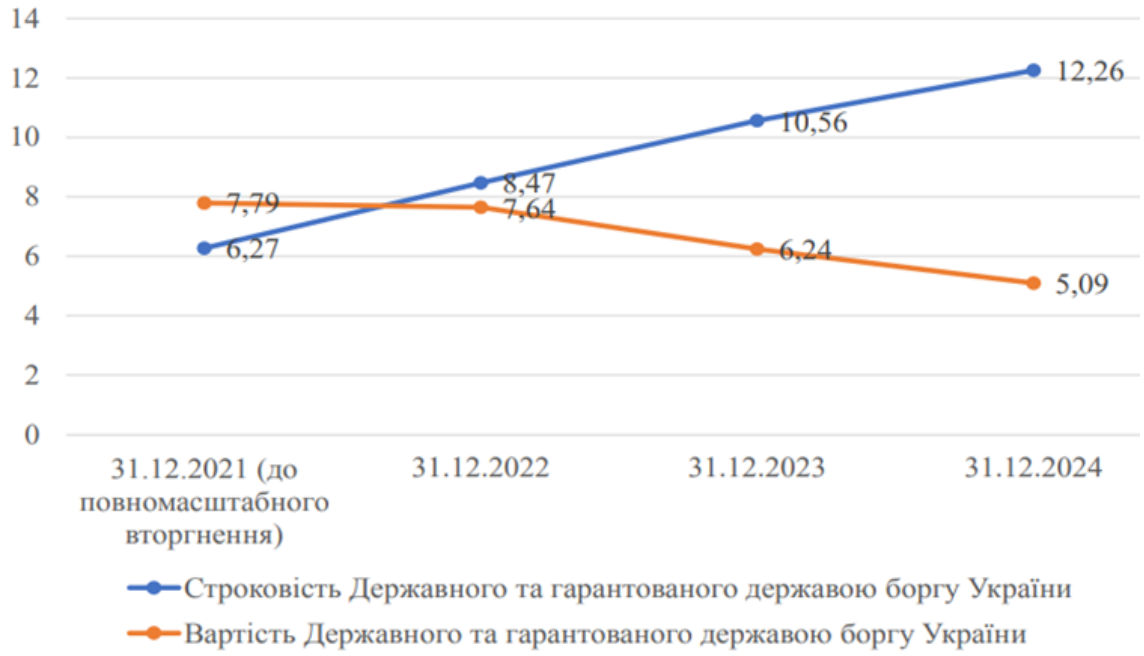


Рисунок 2.13. Строковість та вартість Державного та гарантованого державою боргу України, %[складено на основі 18,19,24]

Затверджена у 2023 році Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки була сформована переважно на основі аналізу боргових показників за 2021–2023 роки. Лише два індикатори охоплювали оцінку ситуації у середньостроковому періоді (2024–2026 роки), що фактично означало відсутність чіткого визначення цільових орієнтирів та завдань саме для цього етапу. Такий підхід не забезпечував належного рівня прогнозованості боргової політики та передбачав необхідність оприлюднення наступної стратегії у першому півріччі 2024 року. Попри це, Кабінет Міністрів України, порушивши вимоги частини десятої статті 16 Бюджетного кодексу

України, не ухвалив Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2025–2027 роки.

У 2024 році видатки на обслуговування державного боргу зросли порівняно з попереднім роком на 24,5 %, досягнувши 308,3 млрд грн. Особливо суттєвим було збільшення витрат на обслуговування зовнішніх зобов'язань – у два рази, до 99,8 млрд грн. Це спричинило погіршення низки ключових показників: співвідношення міжнародних резервів до видатків на обслуговування зовнішнього боргу скоротилося з 30,5 % до 17,6 %, а співвідношення експорту товарів і послуг до цих видатків – з 38,6 % до 22,6 %.

Формування й реалізація боргової політики України потребують особливої уваги до комплексного аналізу ризиків, які супроводжують зростання загального обсягу зобов'язань держави, трансформацію їх структури, а також вплив внутрішніх і зовнішніх чинників. Ризики у сфері боргової політики мають багатовимірний характер та охоплюють фінансові, економічні, політичні й інституційні аспекти; вони можуть проявлятися як у короткостроковій, так і в середньо– та довгостроковій перспективі. У сучасних умовах – з огляду на повномасштабну війну, суттєвий бюджетний дефіцит, збільшення вартості обслуговування боргу та зростаючу геополітичну невизначеність – проблема мінімізації таких ризиків набуває особливої стратегічної ваги.

Одним із провідних ризиків є валютний ризик (рис. 2.14), обумовлений тим, що значна частка державного боргу України номінована в іноземних валютах – передусім у доларах США та євро.

За умов курсових коливань це зумовлює істотне подорожчання обслуговування боргу у національній валюті. Девальвація гривні автоматично підвищує обсяг витрат, необхідних для виконання зовнішніх зобов'язань, що створює додатковий фіскальний тиск та може підірвати бюджетну стабільність. У кризові періоди, зокрема у 2014–2015 роках та після 2022 року,

саме девальвація виступала одним із ключових каталізаторів погіршення показників державної заборгованості.

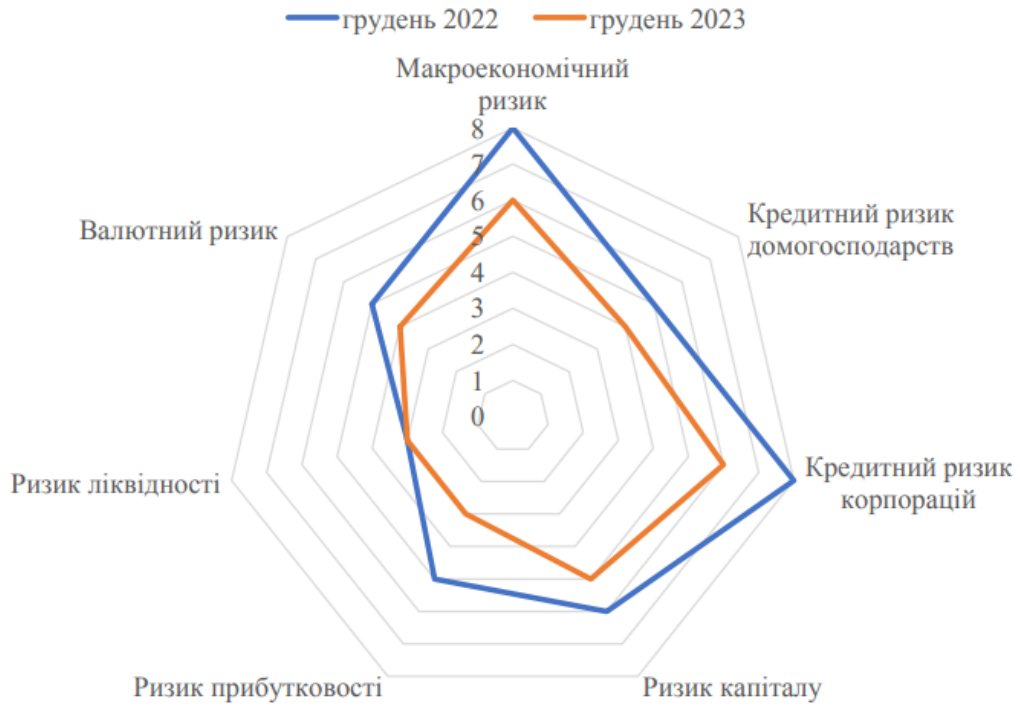


Рис. 2.14. Карта ризиків фінансового сектору [25,35]

Зменшення валютного ризику можливе шляхом нарощування частки боргу, номінованого у гривні, активізації внутрішнього ринку державних запозичень, використання механізмів хеджування валютних позицій, а також забезпечення загальної макроекономічної стабільності, яка сприятиме зміцненню національної валюти.

Другим ключовим викликом у системі управління державним боргом є процентний ризик, що виникає внаслідок коливань відсоткових ставок за борговими інструментами. Підвищення ставок на міжнародних фінансових ринках спричиняє здорожчання нових запозичень, особливо для держав із низьким кредитним рейтингом або значним борговим навантаженням. Для України, яка після 2022 року здебільшого використовує фінансування на пільгових умовах від міжнародних фінансових інституцій, зазначений ризик частково пом’якшується. Однак у разі повернення до повноцінних ринкових запозичень, зокрема на комерційній основі, витрати на обслуговування боргу

можуть істотно зрости. Процентний ризик також має внутрішній аспект: підвищення ставок за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) збільшує навантаження на державний бюджет, обмежуючи ресурсну базу для фінансування інших стратегічно важливих напрямів. Зниження цього ризику можливе через диверсифікацію боргових інструментів, подовження строків обігу боргових зобов'язань та розширення частки запозичень із фіксованим купоном [7].

Наступною суттєвою складовою ризик–профілю державного боргу виступає ризик рефінансування, який виникає через необхідність періодично оновлювати зобов'язання з короткими термінами погашення. Якщо держава не матиме змоги залучити нові фінансові ресурси для погашення попередніх боргів, зростає ймовірність дефолту або порушення платіжної дисципліни. Для України цей ризик є особливо вагомим через коротку середню дюрацію внутрішніх боргових інструментів: більшість ОВДП мають строк обігу до одного року, що зумовлює постійну потребу у їх рефінансуванні та залежність від поточної ринкової кон'юнктури.

Згідно з наявною структурою боргового портфеля, упродовж найближчих чотирьох років очікуються значні пікові обсяги виплат. Зокрема, сукупні платежі з обслуговування та погашення державного боргу становитимуть:

– 1 028 млрд грн у 2024 році,

– 1 189 млрд грн у 2025 році,

– 1 184 млрд грн у 2026 році. Близько двох третин цих виплат припадає на ОВДП у національній та іноземній валютах. Зменшити ризик рефінансування можливо за рахунок подовження строків обігу боргових цінних паперів, формування прогнозованих графіків запозичень та скорочення надмірної залежності від інструментів короткої тривалості.

Окрему увагу слід приділити фіскальному ризику, який виникає в умовах нестійкості доходів бюджету, структурної незбалансованості бюджетної політики та високої частки поточних видатків. На сучасному етапі

Україна стикається з ситуацією, коли видатки на оборону, соціальний захист і відновлення інфраструктури значно перевищують бюджетні надходження, що формує стійкий дефіцит [35]. Покриття цього дефіциту за рахунок нових запозичень поглиблює боргову залежність. Фіскальні ризики зростають у разі скорочення податкових надходжень, сповільнення реформ або політичної нестабільності, яка ускладнює ухвалення збалансованих бюджетних рішень. Для їх мінімізації потрібна політика фіскальної консолідації, що передбачає раціоналізацію видатків, вдосконалення податкового адміністрування, протидію ухиленню від оподаткування та підвищення ефективності використання бюджетних ресурсів.

Висока залежність України від зовнішнього фінансування формує ризик політичної вразливості. Значна частина ресурсів надходить у вигляді кредитів та грантів від іноземних держав, міжнародних організацій та фінансових інституцій. Це створює умови для потенційного впливу зовнішніх партнерів на внутрішню економічну політику, оскільки доступ до фінансування часто супроводжується виконанням певних умов. З одного боку, це стимулює уряд до впровадження реформ, але з іншого – обмежує фіскальний суверенітет. У разі погіршення відносин із ключовими донорами або невиконання умов кредитних угод існує загроза припинення фінансової підтримки, що може спричинити платіжну кризу. Для зниження політичної залежності необхідно диверсифікувати джерела зовнішнього фінансування, розвивати внутрішній ринок капіталу та формувати незалежну середньострокову боргову стратегію [8].

Важливою складовою ризикового середовища є інституційний ризик, який випливає з недосконалості системи управління державними фінансами, нестабільності нормативно–правового забезпечення, низького рівня прозорості та передбачуваності державних рішень. Недостатня координація між Міністерством фінансів, Національним банком та іншими державними органами може спричинити втрату контролю над борговими зобов’язаннями. Крім того, недовіра інвесторів, пов’язана з попередніми реструктуризаціями

або ризиками дефолту, ускладнює доступ України до міжнародних фінансових ринків. Підвищення інституційної спроможності вимагає зміцнення незалежності фінансових органів, запровадження регулярних та прозорих звітів щодо стану державного боргу, удосконалення системи внутрішнього контролю за борговими операціями та стабілізації кадрової політики у сфері державних фінансів.

Окремим інструментом моніторингу фінансової стабільності виступає індекс фінансового стресу (ІФС) – показник, що характеризує рівень напруження у фінансовому секторі України. ІФС варіюється в межах від 0 до 1, де 0 означає повну відсутність напруги, а 1 – максимальний рівень стресу (Рис. 2.15.).

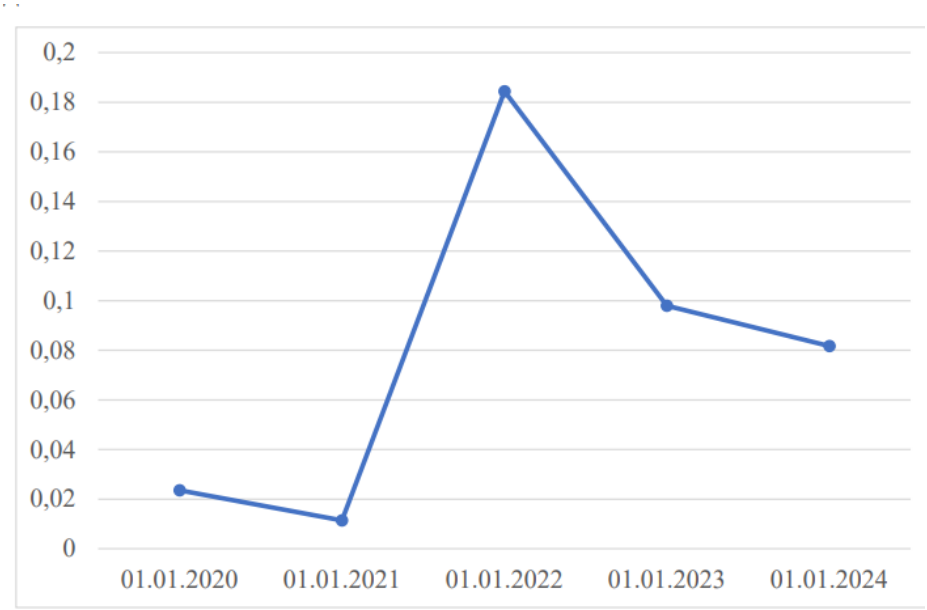


Рис. 2.15. Динаміка Індексу фінансового стресу [25,35]

Індекс відображає лише поточний стан фінансової системи та не має прогностичної функції. Використання цього індикатора дає змогу:

– вимірювати рівень напруги у фінансовому секторі;

– оцінювати масштаб та тривалість нестабільності фінансових ринків, порівнюючи її з попередніми кризовими періодами;

– визначати ефективність антикризових заходів у поєднанні з іншими макроекономічними показниками;

– ідентифікувати характер шоків у фінансовій системі – системний чи локалізований.

Аналізуючи кредитну позицію України у глобальному контексті та порівнюючи її з країнами, що демонструють широкий спектр боргових моделей, доцільно звернути увагу на індикатор співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту. Варіативність цього показника у світі свідчить, що сам розмір державної заборгованості не є безумовним критерієм макроекономічної загрози. Визначальним є не абсолютний рівень боргу, а спроможність економіки систематично й без надмірного фіскального тиску обслуговувати взяті зобов'язання. Інакше кажучи, економіка з високими темпами розвитку та ефективним використанням позикових ресурсів може забезпечувати своє зростання навіть за умов суттєвого боргового навантаження. Водночас у ситуації, коли державні запозичення здебільшого спрямовуються на покриття поточних витрат, поступово зменшується здатність країни стабільно виконувати свої боргові зобов'язання, що формує передумови до погіршення боргової безпеки та ослаблення її фінансової стійкості. Отже, обсяги державного кредитування мають узгоджуватися з межами національної боргової стійкості.

Погіршення боргової позиції України значною мірою зумовлене необхідністю уникнути дефолту, який, на відміну від боргової реструктуризації, фактично закриває країні доступ до міжнародних ринків капіталу. У цьому контексті важливо оцінити чутливість державного боргу до ризику дефолту, визначивши її на основі історичних прецедентів країн, що зіштовхувалися з аналогічними кризами. Існує значна кількість методичних підходів до прогнозування ймовірності суверенного дефолту, більшість з яких базується на економіко–математичному моделюванні ризиків із врахуванням багатофакторних впливів. Наприклад, моделі з високими дискримінаторними характеристиками здатні розмежовувати різні класи дефолтних ризиків. У практиці моделювання використовують метод найменших квадратів, зокрема його екстраполяційні модифікації (для побудови кривих частот дефолтів),

методи експоненційних кривих та споріднені інструменти, а також процедури конструювання шкал для оцінки кредитного ризику [10]. Хоча такі підходи мають значну наукову цінність, у реальності дефолт не завжди є вимушеним явищем: інколи він виступає цілеспрямованим політичним рішенням, спрямованим на мінімізацію ще більших економічних втрат у довгостроковій перспективі.

Ступінь чутливості державного боргу до ризику дефолту значною мірою визначається структурними характеристиками боргового портфеля. До ключових параметрів належать:

1. Частка прямих позик у структурі державного боргу. Переважання кредитів, отриманих через банківський або міжурядовий сегмент, підвищує ймовірність дефолтних сценаріїв порівняно з борговими зобов'язаннями, емітованими у формі державних цінних паперів. Це пояснюється обмеженою гнучкістю управління прямими позиками, оскільки вони часто містять жорсткі графіки погашення та суворі контрактні умови. Державні облігації, навпаки, традиційно розглядаються як більш ліквідні та стійкі інструменти, що знижує їх асоціацію з суверенним ризиком [38].

2. Частка внутрішніх запозичень у державному боргу. Зростання питомої ваги внутрішнього боргу зазвичай позитивно впливає на стійкість країни до дефолту. Це пояснюється тим, що держава має ширші можливості для внутрішнього рефінансування, включаючи використання монетарних інструментів та механізмів управління ліквідністю. Натомість зовнішній борг характеризується вищою невизначеністю, обмеженою керованістю та більшою залежністю від коливань глобальних ринків [40].

3. Частка запозичень в іноземній валюті. Збільшення обсягу боргу, номінованого у валюті, істотно підвищує його вразливість до ризику дефолту, оскільки створює додаткове навантаження у разі валютних коливань. Девальвація національної валюти різко збільшує витрати на обслуговування такого боргу, що підвищує загальний рівень боргового ризику. Переважна більшість наукових досліджень наголошує на

необхідності зменшення валютної складової державного боргу, оскільки вона є джерелом боргових пасток і посилює негативний вплив нестабільності валютного курсу на можливості держави виконувати свої зобов'язання [36].

У таблиці (табл. 2.5.) показано обрахунок чутливості державного боргу України до дефолту у 2021 та 2024 рр. Оцінюючи зміну характеристик, що вказують на чутливість державного боргу України до дефолту з 2021 по 2024 рр., можна засвідчити різке погіршення боргової позиції України. Значно зросла частка прямих кредитів у структурі державної заборгованості України. Якщо у 2021 р. Вона дорівнювала приблизно половині сукупного державного та гарантованого боргу, то наприкінці 2024 р. ця частка склала вже 63,6%.

Таблиця 2.5.

Оцінка чутливості державного боргу України до дефолту

Характеристика чутливості	Значення станом на 2021 р.	Значення станом на 2024 р.	Прогнозне значення (функція TRENDS) 2025 р.
Частка прямих позик у структурі державного боргу, %	50,29	63,6	76,91
Частка внутрішнього боргу, %	41,6	27,68	13,76
Частка боргу в іноземній валюті, %	63,22	74,67	86,12

Систематичне залучення зовнішніх кредитних ресурсів від міжнародних партнерів, що забезпечують підтримку фінансової системи України в умовах війни, спричинило істотне скорочення частки внутрішніх запозичень, що негативно позначається на стійкості боргової позиції та підвищує чутливість до дефолтних ризиків. Якщо у 2021 році частка внутрішнього державного боргу становила близько 42%, то у 2024 році вона зменшилася до 28%. Паралельно зі збільшенням зовнішньої складової державного боргу в Україні зростала і частка валютних зобов'язань: з 63% у 2021 році до 75% у 2024 році. Таким чином, боргове навантаження, номіноване в іноземній валюті, формує

суттєві ризики для валютної стабільності держави та потенційно підриває її фінансову безпеку.

Проведений прогноз боргових показників на 2025 рік засвідчує подальше посилення структурних дисбалансів у державному боргу України. За результатами моделювання із застосуванням функції TRENDS, було встановлено стійкі трендові зміни за всіма проаналізованими характеристиками чутливості.

По-перше, частка прямих позик у структурі державного боргу демонструє зростаючу тенденцію: від 50,29 % у 2021 р. до 63,60 % у 2024 р. Прогноз на 2025 р. становить 76,91 %, що свідчить про подальшу концентрацію боргових зобов'язань у формі прямих державних запозичень. Така динаміка відображає зростання ролі держави як ключового позичальника в умовах воєнної економіки та обмеженого доступу до ринкових джерел фінансування.

По-друге, частка внутрішнього боргу демонструє протилежний тренд – зниження. Прогноз на 2025 р. дорівнює лише 13,76 %. Це означає суттєве скорочення внутрішньої складової боргового портфеля, що може бути наслідком як недостатньої спроможності внутрішнього ринку капіталу, так і домінування зовнішніх кредиторів, які забезпечують більшу частку фінансування у кризовий період.

По-третє, за прогнозом продовжує зростати частка боргу в іноземній валюті: прогноз у 2025 р. — до 86,12 %. Така тенденція вказує на підвищення валютних ризиків та зростання залежності України від зовнішніх джерел фінансування. Зміна структури боргу у бік валютних зобов'язань потребує посилення заходів щодо управління валютною позицією держави, особливо в умовах коливань обмінного курсу.

Узагальнюючи зазначене, прогнозні результати відображають поглиблення зовнішньої залежності, посилення боргового тиску та зростання ризиків у середньостроковій перспективі. Отримані оцінки можуть слугувати підґрунтям для формування рекомендацій щодо оптимізації боргової

політики, диверсифікації джерел запозичень і зменшення валютної складової боргу.

Хоча оцінка факторів дефолту не є інструментом прямої ідентифікації цього явища, у поєднанні з висновками міжнародних рейтингових агентств вона виступає показовим індикатором вкрай хиткої боргової позиції України. У контексті аналізу ключових макроекономічних параметрів, зважаючи на складну геополітичну ситуацію та структурну вразливість економіки, об'єктивною є необхідність розгляду сценаріїв, що передбачають дефолт або реструктуризацію боргу.

Для держав із надмірним борговим навантаженням та нестійкою борговою позицією реструктуризація зазвичай є неминучим та раціональним інструментом відновлення платоспроможності. Український випадок демонструє, що навіть при забезпеченні поточної ліквідності за рахунок зовнішніх трансфертів системне покращення боргової позиції не відбувається; у певних випадках трансферна підтримка може навіть поглиблювати структурні боргові дисбаланси. Попри відсутність у ЄС уніфікованого механізму реалізації суверенної реструктуризації, наукова література наголошує на її доцільності як інструмента забезпечення фінансової відповідальності та необхідної передумови євроінтеграції [47].

Для України цілком очевидно, що продовження поточної моделі, яка ґрунтується на інтенсивному залученні зовнішніх ресурсів без забезпечення належних темпів економічного відновлення, неминуче призведе до подальшого погіршення боргової стійкості, що актуалізує питання дефолту. Емпіричні дослідження та міжнародний досвід країн, що пережили дефолт, підтверджують, що уникнення дефолту завдяки реструктуризації дозволяє зменшити соціально–економічні втрати. Водночас дефолт має відчутні довгострокові наслідки: через три роки після дефолту реальний ВВП на душу населення в середньому нижчий на 8,5% порівняно з країнами, що уникнули дефолту, а через десять років – на 20%. Крім того, частка населення, що живе за межею бідності, зростає приблизно на 10%, дитяча смертність – на 5

випадків на 1000 новонароджених, а середня очікувана тривалість життя скорочується на понад один рік [47].

Сучасна боргова політика України характеризується реактивністю та ситуативністю, оскільки довгострокова стратегія подолання боргових дисбалансів фактично відсутня. Водночас певні зрушення у напрямі зниження боргового навантаження все ж здійснюються. Зокрема, домовленості з міжнародними кредиторами дозволили реструктуризувати близько 37% зовнішніх зобов'язань [16]. Проведення комплексної та результативної реструктуризації є ключовою умовою зміцнення фінансової резилентності держави та важливим кроком до стабілізації її боргової позиції [38].

Попри це, об'єктивні індикатори не дозволяють стверджувати про покращення боргової динаміки. Прогнози МВФ свідчать, що вже у 2025 році співвідношення державного боргу до ВВП може перевищити критичний поріг у 100%, досягнувши приблизно 110% [29]. За таких умов системне списання частини державного боргу в рамках Паризького та Лондонського клубів кредиторів є одним із небагатьох реалістичних варіантів стабілізації боргової ситуації.

Окремого розгляду потребує проблема виплат за ВВП–варантами, випущеними у 2019 році. Ефективність цього інструмента викликає значні сумніви. У 2020 та 2021 роках Україна здійснила викуп частини цих цінних паперів на понад 300 млн дол. США кожного року. Після початку повномасштабного вторгнення країна продовжувала виконувати зобов'язання за ВВП–варантами, попри дію мораторію на погашення єврооблігацій. До 2024 року рішення щодо врегулювання ситуації не було ухвалено. Лише у 2024 році Україна відмовилася від чергових процентних виплат, що миттєво відобразилось у рейтингових оцінках та стало підставою для присвоєння статусу «умовний дефолт». Домовленості з кредиторами щодо реструктуризації цих паперів досі не досягнуто. Проблема ускладнюється тим, що на тлі різкого падіння ВВП у 2022 році подальше його відновлення, яке є

здебільшого компенсаторним, автоматично призведе до зростання виплат за цими інструментами через їхню формулу нарахування.

Узагальнюючи, слід відзначити, що ризики боргової політики України в умовах війни та економічної нестабільності мають як об'єктивну природу, зумовлену зовнішніми шоками, так і суб'єктивні чинники, пов'язані з прорахунками в управлінні державними фінансами та обмеженою спроможністю ухвалення стратегічних рішень. Ефективна їх мінімізація потребує довгострокового бачення, скоординованих дій ключових державних інституцій, підтримки міжнародних партнерів та адаптивної економічної політики. Лише за цих умов можливе поступове відновлення боргової стійкості та формування підґрунтя для довготривалого фінансового оздоровлення держави.

Реалізація боргової політики України, з одного боку, сприяла тимчасовій стабілізації системи державних фінансів, проте з іншого – зумовила наростання низки ризиків, що здатні проявитися як у короткостроковій, так і в середньостроковій перспективі. Насамперед ідеться про валютні ризики, оскільки частка зовнішнього державного боргу станом на січень 2025 року досягла 72,6% (із загального обсягу у 162,1 млрд дол. США). Будь–яке знецінення національної валюти автоматично підвищуватиме вартість обслуговування боргових зобов'язань, потребуючи додаткової мобілізації бюджетних ресурсів.

У середньостроковій площині це створює загрозу послаблення потенціалу економічного розвитку, скорочення інноваційних можливостей та погіршення якості державних послуг. Зростання боргового навантаження обмежує інвестиційні можливості держави, зокрема у сферах освіти, науки, охорони здоров'я та інфраструктури. Значний обсяг державних запозичень може мати і непрямий негативний вплив на приватний сектор через так званий ефект витіснення: підвищений попит держави на фінансові ресурси звужує доступ бізнесу до кредитування.

За таких умов фінансова система стає суттєво вразливішою до коливань ринкової кон’юнктури. Нарощення залежності від зовнішніх джерел фінансування підсилює фіскальну залежність України від міжнародних кредиторів, що у середньостроковій перспективі може послабити автономність бюджетної політики та обмежити можливість реалізації незалежних фінансових рішень.

Крім того, активне використання боргових інструментів створює ризик посилення соціальної нерівності, оскільки обслуговування значних боргових зобов’язань може потребувати скорочення видатків на соціальний сектор. Підвищена боргова залежність також формує додатковий тиск на макроекономічну стабільність, зокрема шляхом зростання інфляційних ризиків та ймовірного підвищення відсоткових ставок.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

3.1. Зарубіжна практика управління державним боргом і можливості його використання в Україні

Сучасні глобальні трансформації, зумовлені масштабними кризовими процесами, ескалацією воєнних конфліктів, торговельними протистояннями, активізацією міграційних потоків та інфляційною волатильністю, формують потребу у глибинній модернізації існуючої моделі світової фінансової архітектури. Ці чинники, у поєднанні зі зростанням напруження у сфері міжнародної заборгованості, стимулюють переосмислення механізмів функціонування глобальної боргової системи. Зростання видаткових статей бюджетів за умов скорочення дохідної бази призводить до посилення фіскального дисбалансу й активізації процесів нарощення державного боргу.

Динаміка світового державного боргу демонструє стійку тенденцію до зростання під впливом комплексу внутрішніх (ендогенних) та зовнішніх (екзогенних) детермінант. Особливої актуальності проблематика боргового менеджменту набула для України, оскільки в умовах значного збільшення оборонних видатків, розширення соціально орієнтованих бюджетних програм та колосальних втрат економіки та інфраструктури внаслідок воєнних дій держава змушена постійно залучати додаткові фінансові ресурси для покриття дефіциту бюджету. За таких обставин прискорене нарощення державної заборгованості створює ризики виникнення боргової кризи та трансфертного перекладання боргового навантаження на майбутні покоління.

Вплив сучасної глобальної фінансової нестабільності на українську економіку став визначальним чинником прискореного збільшення обсягів державного боргу. Паралельно негативні наслідки пандемії COVID–19 суттєво посилили тиск боргових зобов’язань на Державний бюджет України. Додатковою проблемою є високий рівень зовнішнього боргового

навантаження, який виступає одним із ключових факторів порушення фінансової рівноваги держави. Ускладнення макрофінансової ситуації спричинило дисбаланс між гострою потребою у фінансових ресурсах та обмеженими можливостями для фінансування внутрішніх інвестиційних процесів. Паралельно на цей період припала дестабілізація світових кредитних ринків.

У таких умовах забезпечення боргової стійкості та підтримання макроекономічної рівноваги вимагає формування ефективно функціонуючого механізму управління державним боргом. Світова економіка дедалі більше набуває боргового характеру, що проявляється у зростанні споживчого попиту на основі активного використання різноманітних кредитних інструментів. Наслідком цього є посилення боргової залежності глобальної економіки й окремих держав. Надмірне боргове навантаження, як свідчить міжнародний досвід, формує значні ризики для макрофінансової стабільності.

Підвищені обсяги заборгованості спричиняють зростання ймовірності фінансової нестабільності та посилюють непередбачуваність розвитку світових фінансових ринків, що підтверджується практикою як розвинених країн, так і держав, що формують свої економіки. За таких умов корпоративний сектор та фінансові інституції недоотримують необхідні інвестиційні ресурси, що ускладнює їх збалансований розвиток, знижує потенціал економічного зростання та стримує темпи розширення світового господарства. За відсутності ефективних зовнішніх регуляторів більшість держав схильні до неоптимального нарощення обсягів запозичень, що у перспективі ускладнює можливості міжнародних фінансових організацій щодо надання адекватної підтримки.

Упродовж останніх років паралельно зі зростанням державних боргів пришвидшується накопичення і глобального боргу загалом, який охоплює сукупність фінансових зобов’язань урядів, підприємницьких структур різних форм власності та домогосподарств. Аналіз обсягу світового боргу наведені в табл. 3.1.

Таблиця 3.1.

Обсяг світового боргу [35]

Показники	Рік			
	2020	2021	2022	2023
Обсяг світового боргу, трлн дол. США	226	303	235	307
Співвідношення світового боргу до світового ВВП, %	256	353	238	336

Світова заборгованість у першій половині 2024 р. склала 315 трлн дол. США. Досліджуючи структуру світового боргу, можна відзначити, що найбільший його обсяг, а саме 164,5 трлн дол. США, становив борг підприємств, державна позика була на рівні 91,4 трлн дол. США, заборгованість домогосподарств –59,1 трлн дол. США. При цьому на країни з розвиненою економікою приходиться 2/3, а на країни, що розвиваються –1/3 світового боргу [37].

На збільшення розміру світової державної позики значний вплив чинять США, Китай та Японія, на частку яких припадає 34,6; 16,1 та 10,01% від обсягу загальної державної заборгованості світу. Україна у структурі світового державного боргу має 0,17 % [30]. Одним з головних показників державного боргу є його співвідношення з ВВП. У табл. 3.2 наведено країни світу, які мають найбільшу питому вагу державного боргу стосовно ВВП.

Зараз існують настанови МВФ та Маастрихтські критерії стосовно розміру боргового тягаря та позик. І вони мають становити не більше 60%. Перевищення цієї граничної межі спричинить суттєве погіршення фінансової сталості держави, її боргового спроможності тощо. Як фінальний висновок, це може спричинити технічне дефолтування. Проте, як демонструє досвід провідних країн світу, зокрема Японія, Велика Британія, Франція, Бельгія, США, вони зберігають фінансову та макроекономічну стійкість й не піддаються загрозам дефолту. [37].

Табл. 3.2.

Країни світу, які мають найбільше співвідношення державного боргу з ВВП [35]

Місце країни в рейтингу	Назва країни	Державний борг до ВВП, %
1	Судан	344,4
2	Японія	251,2
3	Сінгапур	175,2
4	Греція	159,0
5	Італія	136,9
6	Мальдіви	131,8
7	Бахрейн	126,7
8	США	121,0
9	Англія	113,8
10	Франція	112,3

Вагомий обсяг боргового тягаря у державах із високим рівнем розвитку не має негативного впливу на їхній суверенний рейтинг і не несе певних загроз дефолту. У країнах із низьким рівнем розвитку та прибутку на одну особу населення та не дуже високим рівнем боргового тягаря, котрий знаходиться в межах норми, боргові зобов'язання сприймаються, зазвичай, як спекулятивні й ті, що піддаються високому кредитному ризику. Групи країн із низьким рівнем прибутку, де спостерігається високий борговий тягар (перевищує межу у 100%) та має низький суверенний рейтинг, вказує на негативні тенденції у цій сфері. Тобто, це говорить про те, що боргові зобов'язання уряду є високоспекулятивними та перебувають у стані дефолту чи близькому до нього.

Згідно зі звітом МВФ, складеним наприкінці 2024 р., Україна за загальною сукупністю непогашеного кредиту займає 2–ге місце серед країн–членів. Країни–"лідери" з обсягом заборгованості перед МВФ наведено в табл. 3.3.

Непогашена заборгованість перед МВФ, станом на кінець 2024 р., була характерною для 94 країн світу на загальну суму 112 479,8 млн дол. США [45]. Варто звернути увагу на фінансові інструменти, які активно застосовуються у

закордонній практиці управління державним боргом, та можливості їх використання в Україні.

Таблиця 3.3.

Країни з найбільшою заборгованістю перед МВФ станом на 31.12.2024 р. [35]

Країна	Розмір заборгованості перед МВФ, млн дол. США
Аргентина	31 100,0
Україна	11 266,9
Єгипет	8741,2
Еквадор	6650,1
Пакистан	6512,2
Бангладеш	2045,9
Ангола	2900,5
Кенія	3022,0
Гана	2514,4
Кот–д'Івуар	2736,8

Найбільшу частку у світовому державному боргу мають США, Китай і Японія. Зважаючи на євроінтеграційні прагнення України, також розглянемо аналіз фінансових інструментів, які застосовують країни Європейського Союзу (ЄС) для управління державним боргом та визначимо їхню дієвість. Систематизацію фінансових інструментів управління державним боргом зазначених країн зведено у в табл. 3.4.

Сполучені Штати Америки, які стабільно залишаються світовим лідером за масштабами економічного розвитку та рівнем добробуту населення, характеризуються одним із найвищих показників співвідношення державного боргу до ВВП – 121,0 % [33]. Формування боргового портфеля США значною мірою зумовлене залученням позик, спрямованих на підтримання економічної стабільності за умов демографічних змін, зростання бюджетних видатків на соціальні програми та зниження обсягів податкових надходжень. Переважна частина державного боргу складається з внутрішніх запозичень, значна частка яких спрямовується на забезпечення фіскальної стійкості. Функції управління державним боргом у США реалізує Департамент казначейства.

Табл 3.4.

Фінансові інструменти управління державним боргом у розрізі провідних країн світу [35]

Країна	Модель управління державним боргом	Фінансові інструменти управління державним боргом	Інституції управління державним боргом
США	Урядова	Емісія казначейських цінних паперів – облігації внутрішньої державної позики, казначейські векселі та облігації, казначейські цінні папери із захистом від інфляції	Бюро державного боргу у складі Казначейства США
Китай	Урядова	Державні, квазідержавні, кредитні, фінансові, зелені облігації, казначейські ф'ючерси.	Міністерство фінансів, Народний банк Китаю
Японія	Урядова	Випуск державних облігацій – загальні галузеві облігації, облігації фіскальних інвестицій та позик	Фонд консолідації державного боргу Японії, Міністерство фінансів
Німеччина	Агентська	Облігації федерального уряду, «зелені» облігації	Фінансове агентство
Франція	Агентська	Випуск оборотних боргових цінних паперів – казначейські облігації, казначейські векселі	Агентство фінансів Франції, Фонд державного боргу

Китай, що посідає друге місце у світі за темпами економічного зростання, тривалий час перебуває під впливом боргових дисбалансів. Їх джерелом стало різке збільшення обсягів банківського кредитування корпоративного сектору, особливо в будівельній галузі, що зумовило формування значного масиву проблемних активів. У жовтні 2024 року відношення державного боргу Китаю до ВВП становило 90,1 % [25].

Японія традиційно демонструє один із найвищих у світі рівнів державної заборгованості щодо ВВП. Основна частина її боргових зобов'язань є внутрішньою та номінованою у національній валюті – японській єні. Ключовими чинниками зростання боргу на початку 1990–х років стало проведення масштабної дерегуляції, що спричинила активізацію спекулятивних операцій банків на ринку нерухомості та ринку корпоративних цінних паперів. Додатково негативно позначилися процеси, що погіршили позиції японських експортерів на світових ринках. Важливою подією стало укладення міждержавної угоди «Plaza Accord» між США, ФРН, Великобританією та Францією, яка спричинила різке зміцнення єни до долара. Це зумовило падіння бюджетних доходів, нарощення дефіциту та подальше збільшення державного боргу, який уряд використовував для подолання наслідків економічних кризових явищ. Ситуацію ускладнили також руйнівні природні катастрофи – Великий Тохокуський землетрус та аварія на АЕС «Фукусіма» [17].

У системі боргового менеджменту Японії провідну роль відіграє центральний банк, що застосовує масштабні програми кредитного та кількісного пом'якшення, а також здійснює щорічні викупи державних облігацій, значна частина яких належить нерезидентам. Високий рівень золотовалютних резервів забезпечує можливість реалізації таких операцій на сталій основі. Аналіз практик США та Японії демонструє, що для цих держав підвищення рівня державного боргу та дефіциту бюджету не розглядається як загроза, а виступає інструментом макроекономічного стимулювання.

Ефективне боргове управління сприяє підвищенню інвестиційної привабливості Японії, залученню інвестицій та розвитку зовнішньоекономічних зв'язків.

Станом на кінець жовтня 2024 року валовий державний борг Німеччини становив 2953,2 млн дол. США, або 62,7 % ВВП. У 2023 році за розміром ВВП країна посіла третє місце у світі, випередивши Японію. Основним вектором німецької політики боргового менеджменту є зниження вартості

обслуговування боргу. На законодавчому рівні з 2009 року діє «боргове гальмо», яке обмежує можливість здійснення нових державних запозичень. Зазначений підхід був згодом інтегрований у боргову політику інших країн ЄС. Одним із важливих інноваційних інструментів стала емісія «зелених» державних облігацій, що відповідає екологічній стратегії ЄС.

У Польщі ключові зміни державного боргового менеджменту у 2000–х роках були пов’язані з переходом від середньострокових завдань мінімізації витрат до довгострокових цілей оптимізації боргової політики. Система цілей Польщі включає три основні напрями:

1. мінімізацію вартості обслуговування боргу через оптимальний вибір інструментів та строків їх обігу;
2. зниження валютного та рефінансового ризиків шляхом скорочення частки зовнішнього боргу;
3. удосконалення управління ліквідністю державного бюджету [28].

Додатковими цілями визначено: подовження середнього строку погашення внутрішніх зобов’язань, зменшення відсоткового ризику шляхом збільшення частки довгострокових інструментів із фіксованою ставкою, підвищення гнучкості структури боргу шляхом конверсії неринкових боргових інструментів у ринкові, а також розширення участі небанківських інвесторів [16].

Фінансова система України має спільні риси з моделлю Франції, включаючи граничний рівень державного боргу у 60 % ВВП, встановлений ЄС. Фактичний рівень боргу Франції становить 112,3 %, проте держава демонструє стійке економічне зростання. Пріоритетними завданнями її боргової політики є скорочення зовнішніх запозичень, зменшення податкового навантаження та активне використання екологічних («зелених») облігацій [10–12].

Міжнародний досвід свідчить, що негативний вплив зростання державного боргу може бути нівельований за умови ефективної реалізації стратегічних і тактичних рішень боргової та фінансової політики, створення

сприятливого інвестиційного клімату та забезпечення ліквідності державних цінних паперів.

В Україні основними орієнтирами Стратегії управління державним боргом на 2024–2026 роки визначено залучення пільгового довгострокового зовнішнього фінансування, участь у грантових програмах, диверсифікацію інвесторів та розвиток внутрішнього ринку державних запозичень [8].

У наукових дослідженнях пропонуються напрями імплементації зарубіжного досвіду в Україні, серед яких: розвиток ринку казначейських цінних паперів, спрямування зовнішніх позик на економічний розвиток, збільшення частки боргу, номінованого у національній валюті, використання «зелених» облігацій та зміцнення інституційної системи боргового управління.

А. Корнилюк [16], вивчаючи міжнародну практику реструктуризації державного боргу, пропонує для України такі підходи: розширення комунікацій з інвесторами, узгодження реалістичних параметрів реструктуризації, оптимізацію структури боргу та зменшення витрат на його обслуговування, а також формування комплексної програми реформ.

У дослідженнях Л. Г. Шемаєвої наголошується, що у період війни та післявоєнного відновлення для України можуть бути ефективними інструменти боргових свопів і «зелених» облігацій.

Давиденко Л. та Лісовська А. виокремлюють можливі варіанти реструктуризації боргу України з урахуванням міжнародного досвіду:

– фінансування обслуговування боргу за рахунок нових кредитів партнерських держав;

– застосування підходу Паризького клубу, аналогічного післявоєнному врегулюванню боргу Іраку;

– механізми списання боргів для вразливих країн;

– реалізація реструктуризації за планом Брейді;

– використання боргових свопів для фінансування цільових екологічних і кліматичних програм.

Отже, національні моделі управління державним боргом суттєво варіюють залежно від економічних умов, системних цілей і специфіки інституційного середовища. Ефективний борговий менеджмент включає мінімізацію боргового навантаження, зменшення ризиків невиконання зобов'язань, оптимізацію внутрішніх запозичень, вдосконалення правового регулювання та впровадження сучасних інституційних механізмів, зокрема агентської моделі управління.

3.2. Пропозиції щодо вдосконалення інституційного та інструментального забезпечення управління державним боргом

Внаслідок воєнної агресії проти України відбулося істотне зростання обсягів державних боргових зобов'язань як у національній, так і в іноземній валюті. Збройний конфлікт зумовив трансформацію структури гарантованого державного боргу. Специфіка цього виду боргових зобов'язань полягає в тому, що безпосередніми користувачами залучених ресурсів виступають державні або приватні інституції, які отримують кредити. Винятком є органи місцевого самоврядування, адже вони не мають можливості залучати фінансування за механізмом державних гарантій. У випадку ж невиконання умов кредитного договору фінансову відповідальність за погашення заборгованості бере на себе Уряд.

Порівняно повільні темпи приросту гарантованого державного боргу у співвідношенні з загальним державним боргом пояснюються більш складною процедурою залучення таких ресурсів та підвищеними ризиками невиконання боргових зобов'язань позичальниками.

За умов комплексних викликів, спричинених війною, у системі стратегій управління та обслуговування державного боргу доцільно орієнтуватися на антициклічну модель. Її призначення полягає у пом'якшенні негативних впливів кризових явищ на національну економіку, державний сектор, місцеве самоврядування, бізнес та домогосподарства. У цьому контексті особлива

увага приділяється параметрам зовнішнього боргу, зокрема строкам погашення, вартості запозичень та колу кредиторів.

У своїх дослідженнях К.В. Третяк, Н.І. Климаш та Г.О. Роганова окреслюють низку напрямів, спрямованих на зменшення обсягів боргу та підвищення ефективності процесів його обслуговування (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Варіанти зменшення рівня боргового навантаження України [13]

Попри суттєве зростання державної заборгованості у низці країн світу, а також перевищення встановлених безпечних меж співвідношення боргу до ВВП, багато держав демонструють стабільність економічної системи, активно розширюють міжнародне партнерство та зовнішньоекономічні зв'язки, залишаються привабливими для інвесторів і кредиторів та забезпечують поступове підвищення рівня добробуту населення. Така ситуація можлива за умови ефективної системи управління державним боргом, постійного моніторингу його масштабів і впровадження сучасних фінансових інструментів, спрямованих на оптимізацію боргового навантаження.

Для України, яка перебуває в умовах війни, характерним є вимушене нарощення обсягів державних запозичень як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках капіталу. Ця тенденція з високою ймовірністю збережеться й у період повоєнного відновлення економіки. У разі

неефективної боргової політики або нераціонального використання залучених ресурсів зростає ризик боргової нестійкості, включаючи загрозу технічного дефолту за основними видами державних зобов'язань.

Найбільш негативними наслідками неякісного управління державним боргом можуть стати скорочення фінансування освіти, охорони здоров'я та соціальної сфери; інфляційне зростання цін і тарифів; девальвація національної валюти; підвищення податкового навантаження. Щоб уникнути перетворення боргу на надмірний тягар для економіки та домогосподарств і не перекладати витрати нинішніх рішень на майбутні покоління, необхідною є адаптація кращих світових практик у сфері боргового менеджменту до українських умов.

Скорочення боргових ризиків можливе шляхом активного впровадження сучасних і результативних фінансових інструментів управління державним боргом (рис. 3.2).

З огляду на наявні соціально–економічні та екологічні виклики, у національну систему управління державним боргом доцільно інтегрувати сучасні фінансові інструменти, зокрема «зелені», інфраструктурні та іпотечні облігації. Їх використання відповідає стратегічним пріоритетам сталого розвитку та формує підґрунтя для підвищення ефективності боргової політики держави.

Ринок зелених облігацій в Україні характеризується значним потенціалом зростання, особливо у контексті процесів європейської інтеграції та виконання зобов'язань у межах Європейського зеленого курсу.

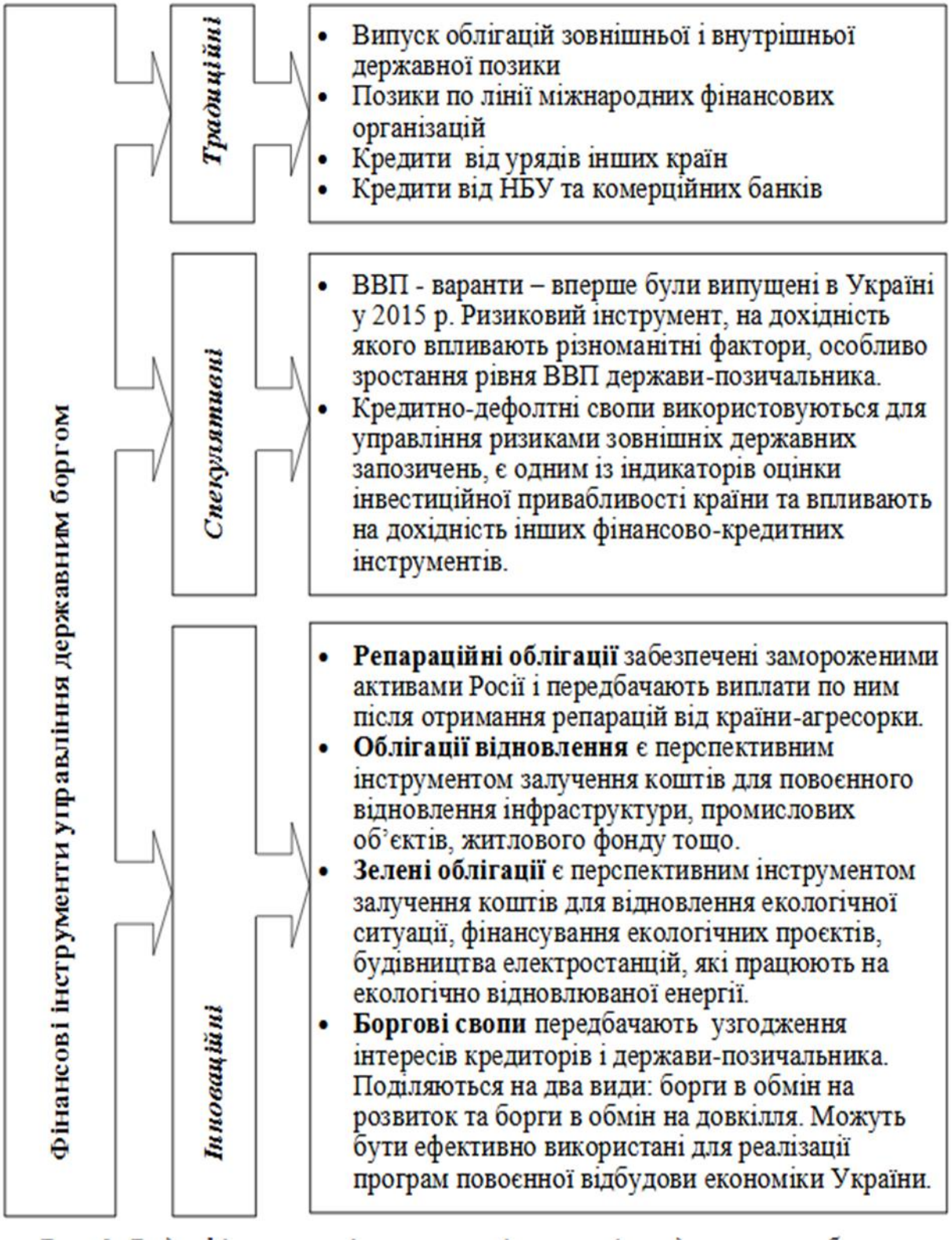


Рис. 3.2.. Види фінансових інструментів управління державним боргом [13]

Це відкриває додаткові можливості для залучення іноземного капіталу від інвесторів, орієнтованих на підтримку екологічно сталих проєктів. Поглиблення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями –

Світовим банком, ЄБРР, ПРООН – сприятиме удосконаленню нормативно–правового підґрунтя розвитку зеленого фінансування та формуванню сприятливого інвестиційного середовища для реалізації ініціатив у сфері сталого розвитку.

Економічний потенціал зелених облігацій охоплює такі ключові аспекти:

− мобілізацію довгострокових інвестицій для формування стійкої економіки та модернізації пошкодженої інфраструктури;

− розвиток фінансових механізмів, орієнтованих на стимулювання екологічних та кліматичних проєктів;

− інтеграцію України у глобальний ринок сталого фінансування;

− пом’якшення наслідків воєнних ризиків через розширення інструментів фінансової підтримки.

Зелені облігації набувають особливої значущості в реалізації Енергетичної стратегії України до 2050 року, спрямованої на досягнення енергетичної незалежності, підвищення енергоефективності та розширення використання відновлюваних джерел енергії.

Водночас повномасштабна війна суттєво трансформувала фінансове середовище та ускладнила розвиток сегмента сталого фінансування. Основними перешкодами є:

− зниження інвестиційної привабливості через зростання макроекономічних та безпекових ризиків;

− переорієнтація бюджетних ресурсів на оборонні потреби, що обмежує можливості фінансування екологічних проєктів;

− необхідність модернізації нормативно–правової бази відповідно до умов післявоєнного відновлення;

− масштабні руйнування екологічної та енергетичної інфраструктури, включно зі знищенням об’єктів сонячної й вітрової генерації.

У контексті повоєнного відновлення України «зелені» облігації виступають одним із ключових інструментів залучення довгострокового та

стійкого фінансування, здатного забезпечити не лише реконструкцію зруйнованих територій, а й структурну модернізацію національної економіки[2]. Їх значущість зумовлена низкою економічних, фінансових та екологічних чинників, а саме:

- «зелені» облігації як інструмент запозичення забезпечує доступ до глобальних ринків капіталу, які орієнтовані на фінансування екологічно сталих проектів. У світі зростає частка інвестицій, що підпорядковуються ESG–критеріям, тому випуск «зелених» облігацій дозволяє Україні розширити коло інвесторів, зменшити вартість запозичень та підвищити довіру до національних фінансів;
- повоєнне відновлення вимагає переорієнтації економіки на низьковуглецеву модель розвитку. Реконструкція енергетичної, транспортної, соціальної інфраструктури без урахування принципів сталого розвитку призведе до консервації неефективних та екологічно ризикованих технологій. Залучення «зелених» облігацій стимулює впровадження енергоефективних технологій, розвиток відновлюваної енергетики, модернізацію ЖКГ, зменшення залежності від викопного палива. Це сприяє підвищенню енергетичної безпеки країни, що є критично важливим у воєнний і післявоєнний періоди;
- «зелені» облігації формують інституційні передумови прозорості та підзвітності у використанні державних боргових ресурсів. Оскільки міжнародні стандарти зеленого фінансування (ICMA, EU Taxonomy) передбачають чітку верифікацію, звітність та нагляд за проектами, їх застосування сприяє зміцненню фінансової дисципліни та зменшує ризики нецільового використання коштів. Це має особливе значення в умовах масштабної післявоєнної реконструкції, де рівень витрат та кількість залучених суб’єктів є дуже високими;
- використання «зелених» облігацій створює мультиплікативний соціально–економічний ефект. Інвестиції у відновлювану енергетику, зелену інфраструктуру, екологічно чистий транспорт та переробку відходів

генерують нові робочі місця, підвищують конкурентоспроможність регіонів та сприяють формуванню інноваційної економіки. Крім того, екологічно орієнтоване відновлення сприяє зниженню майбутніх екологічних та соціальних витрат, пов'язаних з деградацією довкілля та погіршенням умов життя населення, що є вкрай актуальним, в умовах повоєнної відбудови є вкрай важливою склдаовою з точки зору оптимізації ресурсів.

Реструктуризація боргових зобов'язань із прив'язкою до кліматичних цілей («debt–for–climate swaps») належить до категорії альтернативних, або ж інноваційних, механізмів фінансування проєктів адаптації до зміни клімату та сталого розвитку. Ці інструменти функціонують поза межами традиційних двосторонніх і багатосторонніх каналів запозичення та розглядаються як перспективний підхід до мобілізації фінансових ресурсів у поєднанні з вирішенням двох взаємопов'язаних проблем – хронічної нестачі фінансування кліматичних ініціатив і зміцнення макрофінансової стабільності держав.

Успішне застосування боргових свопів передбачає дотримання низки ключових умов, зокрема:

– наявність політичної підтримки на найвищому державному рівні з боку країн–кредиторів і країн–позичальників;

– інституціоналізацію кліматичних зобов'язань у стратегічних документах, таких як національні плани розвитку, плани декарбонізації та кліматичної стійкості економіки;

– інтеграцію цих інструментів у ширші програми післявоєнного відновлення України та реалізацію цільових екологічних проєктів за участю Кабінету Міністрів, Міністерства фінансів, Міністерства енергетики, Міністерства захисту довкілля та НБУ.

Важливим додатковим механізмом є Трастовий фонд для подолання наслідків катастроф («Catastrophe Containment and Relief Trust, CCRT»), який забезпечує можливість МВФ надавати грантове фінансування з метою часткового або повного списання боргу найбільш уразливим країнам, що постраждали від масштабних природних катастроф чи криз у сфері охорони

здоров’я. Надання такої підтримки дозволяє спрямувати вивільнені кошти на нагальні потреби платіжного балансу, реалізацію заходів з ліквідації наслідків катастроф та відбудову економіки.

Створений у 2015 році у відповідь на епідемію Еболи, а у 2020 році модернізований у зв’язку з пандемією COVID–19, CCRT доповнює інші фінансові інструменти МВФ, зокрема пільгове кредитування через Трастовий фонд боротьби з бідністю та сприяння економічному зростанню (*PRGT*). Право на допомогу із CCRT мають країни з низьким рівнем доходу, чий ВНД на душу населення не перевищує встановленого порогу MAP (нині 1185 дол. США), а також малі острівні або інші держави з населенням менше 1,5 млн осіб і доходом удвічі нижчим за поріг MAP. Відповідно до умов Фонду, такі країни можуть отримати повне або часткове звільнення від сплати боргу перед МВФ на строк до двох років після настання визначеної катастрофи.

Для підвищення довіри потенційних інвесторів – як внутрішніх, так і зовнішніх – до нових інструментів державного боргового менеджменту необхідним є комплексне зниження корупційних ризиків, покращення позицій країни в міжнародних інвестиційних та кредитних рейтингах, а також забезпечення безумовного та своєчасного виконання державою і корпоративним сектором зобов’язань за зовнішнім боргом.

Враховуючи набутий практичний та теоретичний досвід у сфері боргового менеджменту, пропонується імплементувати в систему управління державним боргом України, а також у механізм забезпечення боргової стійкості, ключові положення агентської моделі американського зразка. У межах такого підходу доцільним видається формування спеціалізованої фіскальної установи з особливим форматом підпорядкування Міністерству фінансів та парламенту.

Необхідність створення інституції, організованої на принципах агентської моделі, обґрунтовується перевагами, пов’язаними з підвищенням технічної результативності, можливістю ефективного хеджування ризиків, підсиленням професійної спроможності, забезпеченням прозорості та

підзвітності за умови політичної нейтральності. У цьому контексті релевантною є позиція М. Кассара та Д. Фолкертс–Ландау, які наголошують, що раціонально організована, відкрита та підзвітна боргова політика потребує інституційної структури, здатної функціонувати поза межами політичного впливу, відповідно до чітко визначених цілей та критеріїв діяльності, із застосуванням сучасних ризик-орієнтованих практик управління. При цьому формування боргової політики має політичний характер, тоді як операційне управління суверенним боргом повинно здійснюватись автономним, інституційно незалежним органом.

Аргументацію щодо необхідності створення фіскальної установи, що відповідала б за підтримання боргової стійкості України, можна деталізувати таким чином:

– забезпечення відкритої та підконтрольної боргової політики шляхом мінімізації інформаційної асиметрії, що сприятиме зменшенню вартості обслуговування боргу та формуванню стабільного ринкового середовища;

– підвищення адаптивності інституції завдяки високим професійним вимогам до персоналу та конкурентним умовам оплати праці;

– зменшення ризикової премії для країни за рахунок формування сприятливих інвестиційних очікувань та довіри до інституційно незалежного органу;

– розроблення стратегічно прогнозованої та зрозумілої інвесторам боргової стратегії, орієнтованої на довгострокову стабільність без можливостей для опортуністичних рішень;

– усунення політичного тиску, спрямованого на непродуктивне нарощування боргових зобов’язань;

– концентрація управління борговою стійкістю на профільних завданнях, що забезпечує її співставну пріоритетність із підтриманням стабільності національної валюти;

– оптимізація функцій НБУ, звільнення його від невластивих завдань та зосередження на монетарних пріоритетах;

– застосування співробітниками нової інституції сучасних інструментів ризик–менеджменту державних цінних паперів, включно з технологіями фінансового інжинірингу та інструментами хеджування валютних і процентних ризиків.

Після обґрунтування доцільності створення такої установи логічним є перехід до визначення її інституційної природи та специфіки функціонування.

Незалежна фіскальна інституція (НФІ) – це політично нейтральна, нормативно закріплена публічна організація зі чіткими статусом, функціями та цільовими орієнтирами, фінансування якої гарантується через захищені статті бюджету. Вона має бути підзвітною парламентові й суспільству та взаємодіяти з органами законодавчої та виконавчої влади у процесі формування, реалізації та моніторингу фіскальної політики й політики боргової стійкості.

Провідною функцією НФІ у міжнародній практиці є аналіз довгострокової стабільності державних фінансів та оцінювання ризиків боргової стійкості. Завдання інституції можуть бути структуровані як стратегічні та тактичні, залежно від моделі управління державним боргом.

У вузькому тлумаченні НФІ реалізує функції фіскального аналізу та моніторингу; у широкому – оцінює узгодженість державної політики розвитку з наявними ресурсами, здійснюючи позитивний і нормативний аналіз у коротко- та довгостроковій перспективах.

Важливим є дотримання засад функціонування НФІ. Особливої уваги потребує принцип незалежності, що охоплює юридичну, операційну та управлінську автономію – визначальні характеристики успішних фіскальних інституцій у світі. До основних принципів також належить координація боргової політики з монетарною, податково-бюджетною та фінансовою політикою держави.

У межах концепції координації ключовим вбачається досягнення синергетичного ефекту макроекономічної стабільності. Вітчизняні та міжнародні експерти підкреслюють, що узгодженість монетарної та

фіскальної політик є необхідною умовою стабільного зростання та низького рівня інфляції.

З огляду на це, особливо актуальним стає питання чіткого розмежування ролей основних державних установ у сфері управління боргом. Розподіл функцій між Міністерством фінансів (стратегічний рівень) та НФІ (тактичне управління борговою стійкістю) ґрунтується на «принципі Тінбергена», який передбачає співвіднесення кожної мети з окремим інструментом державної політики.

Підвищення ефективності боргового управління можливе лише за чіткого нормативного розмежування компетенцій Міністерства фінансів, Національного банку України та новоствореної НФІ при забезпеченні їх узгодженої взаємодії в межах Координаційної ради. Такий формат співпраці формує своєрідний інституційний трикутник, де НБУ виступає гарантом монетарної стабільності, НФІ – боргової стійкості, а Міністерство фінансів – довгострокової фінансової стабільності держави.

Для забезпечення координації політик доцільно поєднувати інституційні механізми взаємодії між НФІ та НБУ з довгостроковими принципами формування фіскальної та монетарної політики. Значну роль відіграє інтегрована концепція управління боргом, що дозволяє політикам використовувати взаємодоповнювані інструменти.

На першому етапі функціонування Національне фіскальне агентство має виконувати функції аналітичної та рекомендаційної установи (аналог Фіскальної ради), тоді як розроблення боргової стратегії та фіскальних таргетів залишатиметься за Міністерством фінансів. У перспективі, зі зміцненням інституційного авторитету, передбачається розширення повноважень та формування повноцінної інституційної незалежності.

Організаційна структура інституції має базуватися на принципах професійної етики та сучасних стандартах портфельного управління. Пропонується поділ функцій на фронт–, мідл– та бек–офіс із чітким розмежуванням повноважень для уникнення конфлікту інтересів.

Система контролю повинна включати незалежний щорічний аудит (у тому числі аудит ефективності), ініціативні звіти міністру фінансів, публічні річні звіти перед парламентом та суспільством. Це забезпечує високий рівень підзвітності, відсутній у практиці, коли нагляд покладається на внутрішні структури або безпосередньо на Міністерство фінансів.

Узагальнення пропозицій щодо створення Національного фіскального агентства дозволило сформувати структурно–логічну модель його функціонування. В умовах глобальної нестабільності системи управління державним боргом впровадження такого органу є важливою інституційною інновацією. Запропонована модель розмежовує компетенції між ключовими фінансовими установами, уточнює пріоритети боргової політики та удосконалює методологічні засади управління борговою стійкістю держави.

3.3. Пріоритетні напрями підвищення ефективності боргової політики України

Управління державною заборгованістю становить один із ключових інструментів забезпечення макроекономічної рівноваги та фінансової стійкості держави. Якість організації боргової політики безпосередньо впливає на бюджетну спроможність країни, обсяг та стабільність валютних резервів, динаміку курсу національної валюти, рівень процентних ставок, інвестиційний клімат і загальну поведінку суб’єктів фінансового ринку. В умовах сучасних викликів економіка України функціонує під тиском істотного нарощення боргового навантаження, що є одним із системних чинників стримування економічного розвитку.

Ефективність боргового менеджменту зумовлюється дотриманням низки принципів. Зокрема, принцип безумовності передбачає гарантоване виконання державою усіх зобов’язань перед кредиторами. Принцип мінімізації ризиків полягає в такому управлінні позиками, яке знижує вплив

волатильності світових фінансових ринків та спекулятивних коливань ринку цінних паперів. Оптимальність структури боргу вимагає раціонального співвідношення зобов'язань за строками обігу та погашення, а принцип підтримання фінансової незалежності – збалансованого розподілу боргу між резидентами та нерезидентами. Прозорість боргових операцій забезпечується відкритим доступом до достовірних економічних даних і сприяє підтриманню високої кредитної репутації держави [4].

Серед пріоритетних напрямів удосконалення механізму управління державним боргом можна виокремити оптимізацію його валютної та процентної структури, мінімізацію ризику рефінансування, недопущення пікових навантажень на бюджет, а також забезпечення ефективного залучення ресурсів для розвитку стратегічних секторів економіки. До важливих складових цього процесу належать: формування узгоджених підходів до міжнародної економічної співпраці, розроблення комплексної стратегії залучення та моніторингу зовнішньої допомоги, активізація взаємодії з міжнародними фінансовими інституціями та розширення практик публічності й прозорості у сфері державних запозичень.

В умовах повномасштабної війни боргові ризики для України набувають системного та взаємопов'язаного характеру. Нарощення видатків на обслуговування боргу звужує можливості бюджету, домінування валютних зобов'язань підсилює чутливість до девальваційних процесів, а значна частка зовнішніх позик формує залежність від рішень міжнародних кредиторів. Додатковим ускладнюючим фактором є нерівномірність строкової структури боргу, що проявляється у виникненні «пікових» періодів погашення та ризику формування боргової піраміди [1; 4].

У таких умовах використання фрагментарних методів оцінювання боргової стійкості стає недостатнім. Необхідним є застосування інтегрованої методики, яка враховує декілька параметрів одночасно та дозволяє сформувати комплексне уявлення про боргову структуру. До основних елементів такої методики належать: фіскальне навантаження (частка видатків

на обслуговування боргу у доходах бюджету), структурний баланс (співвідношення внутрішніх і зовнішніх зобов'язань), валютний профіль (питома вага боргу в національній валюті) та строкова збалансованість (рівномірність графіка погашень і відсутність критичних пікових концентрацій).

Інтеграція зазначених показників у межах єдиного аналітичного підходу дає змогу розробити формалізований механізм оптимізації боргової структури. Такий механізм передбачає системний розрахунок ключових індикаторів, їх зіставлення з нормативними межами боргової безпеки та моделювання можливих сценаріїв реструктуризації або коригування джерел фінансування. Послідовність етапів відповідного алгоритму наведена у таблиці (Додаток В1).

Запропонований алгоритм постає як цілісна та впорядкована процедура переходу від діагностики параметрів державного боргу до коригування його структури із вбудованими механізмами контролю якості прийнятих рішень. На початковому етапі фіксуються вихідні дані та ключові індикатори, після чого здійснюється перевірка їх відповідності встановленим порогам боргової безпеки. Далі реалізуються коригувальні заходи, проводиться повторний перерахунок результатів та їх перевірка на стійкість. Завершальною фазою є формування календарного плану виконання, який трансформує модельні розрахунки в конкретні операційні дії.

Установлений порядок пріоритетів має нормативний характер. Спершу оптимізується річне боргове навантаження бюджету: доки цей показник перевищує граничні значення, інші структурні зміни тимчасово не здійснюються. Далі усуваються пікові виплати за основною сумою, адже їх концентрація в окремих роках підвищує рефінансійні ризики та ускладнює управління ліквідністю. Після вирівнювання графіка зобов'язань коригується валютна структура боргу з метою зниження його чутливості до курсових коливань. Завершальним кроком приводиться до цільового діапазону співвідношення зовнішніх і внутрішніх зобов'язань, що зменшує залежність

від зовнішніх ринків та підвищує прогнозованість витрат на обслуговування. Така логіка унеможливлює ситуації, коли поліпшення другорядного індикатора погіршує критично важливі параметри боргової стійкості.

Коригувальні заходи, покладені в основу алгоритму, належать до усталеного інструментарію боргового менеджменту й формують передбачуваний ефект. Подовження строків погашення через операції обміну чи перевипуску зменшує тиск на бюджет у проблемні роки та вирівнює профіль погашень. Заміщення частини валютних позик борговими інструментами у національній валюті збільшує частку гривневого боргу та знижує курсові ризики. Перехід від ринкових комерційних запозичень до офіційного пільгового фінансування (через МФО та міжурядові угоди) водночас скорочує вартість обслуговування та збільшує середню строковість. Формування серій цінних паперів із рівномірними виплатами забезпечує плавний розподіл навантаження у часовому розрізі. У таблиці зазначені заходи систематизовані у форматі «умова – дія – очікуваний ефект», що спрощує їх застосування під час регулярних переглядів боргової стратегії.

Використання алгоритму передбачає попереднє закріплення у статті порогових значень базових показників із коротким поясненням логіки їх вибору. Калібрування здійснюється з урахуванням бюджетних можливостей, потенціалу внутрішнього ринку запозичень, доступних обсягів офіційного фінансування та параметрів чинних програм. Ідеться не про універсальні сталі величини, а про орієнтири, узгоджені з національними інституційними обмеженнями та процедурою регулярного перегляду.

Однією з ключових характеристик методики є її ітеративність. Після реалізації кожного пакета корекцій проводиться повний перерахунок індикаторів на весь прогнозний період; якщо хоча б один із них виходить за допустимі межі, цикл повторюється у встановленій послідовності з уточненням обсягів операцій. Процедура зупиняється лише тоді, коли всі умови виконано для кожного року прогнозу. Ітеративний підхід забезпечує збіжність і відтворюваність рішень, а також контроль за вартісними

наслідками: за наявності кількох еквівалентних варіантів перевага надається тому, що мінімізує приріст процентних витрат і відповідає чинним правовим та ринковим обмеженням.

Перед початком практичної реалізації проводиться скорочений стрес–тест на стандартних шоках відсоткових ставок, валютного курсу, бюджетних доходів та в умовах неповного рефінансування короткострокових зобов'язань. Якщо в будь-якому зі сценаріїв річне навантаження перевищує допустимі рівні, формується додатковий пакет коригувальних заходів – подовження строків, збільшення частки гривневих інструментів, заміна дорожчих позик дешевшими – аж до повернення показників у задані межі.

Заключною фазою є узгодження обсягів і графіків розміщення, обмінів та інших операцій з аукціонним календарем, графіками надходжень офіційного фінансування та наявними договірними обмеженнями. Цей етап трансформує модельне рішення у практичний план дій, який може бути затверджений та впроваджений.

Алгоритм являє собою структуровану послідовність перевірок і кроків: спочатку нормується частка боргових платежів у доходах бюджету, далі усуваються зосереджені виплати в окремих роках, після цього коригується валютний склад на користь національної валюти, а на завершення – приводиться до оптимального рівня співвідношення зовнішніх і внутрішніх боргових зобов'язань. Такий підхід гарантує комплексність рішень і запобігає ситуаціям, коли покращення одного показника супроводжується погіршенням більш критичного.

Управління державним боргом є визначальним елементом забезпечення макроекономічної стабільності. Від якості розв'язання боргової проблематики залежать бюджетна стійкість країни, динаміка валютних резервів, стабільність національної валюти, рівень відсоткових ставок, інвестиційний клімат та поведінка учасників фінансового ринку.

Аналіз довгострокових перспектив обслуговування українського боргу після завершення бойових дій вказує на поєднання значного потенціалу та

фундаментальних ризиків. За оцінками міжнародних організацій (Світового банку, Європейської комісії, ООН), потреби у відбудові становлять близько 524 млрд дол. США на найближче десятиріччя, що у 2,8 раза перевищує номінальний ВВП України за 2024 рік.

Фінансова архітектура майбутнього відновлення створює додаткові виклики для боргової стійкості. Програма Ukraine Facility передбачає максимальний строк погашення 35 років без виплати основної суми до 2034 року, а також покриття ЄС процентних витрат у 2024–2027 рр. Водночас такі умови не означають автоматичного списання боргу: зміна політичної кон'юнктури у країнах–кредиторах може спричинити перегляд домовленостей, особливо з огляду на майбутню траєкторію відносин США й України.

Особливе місце у дискусії посідає питання використання знерухомлених російських активів. Нині в ЄС заблоковано щонайменше 200 млрд євро російських суверенних резервів, однак їх конфіскація натрапляє на значні юридичні та політичні перешкоди. Ключові держави ЄС – передусім Бельгія, Франція, Німеччина, Італія та Люксембург – наголошують на ризиках порушення принципу державного імунітету, оскільки активи центральних банків перебувають під майже абсолютним захистом відповідно до Конвенції ООН 2004 року. Існують побоювання, що такий прецедент може стимулювати інші країни до створення альтернативних фінансових систем, що зменшить глобальний вплив ЄС та G7.

У зв'язку з цим дедалі частіше розглядаються альтернативні механізми використання заблокованих активів – зокрема створення міжнародного фонду під спільним контролем держав–засновниць та переведення активів на сегреговані рахунки. Окрема група юридичних експертів вказує, що обхід проблеми суверенного імунітету можливий через колективні міжнародні рішення поза межами внутрішніх правових систем держав. Передача таких активів може інтерпретуватися як часткове виконання зобов'язань РФ у межах майбутніх репарацій.

У технічному вимірі заблоковані активи могли б покрити значну частку українського державного боргу (180 млрд дол.) та вартості відбудови (524 млрд дол.). Однак реалізація цього сценарію потребує безпрецедентного політичного консенсусу та готовності ЄС брати на себе пов'язані ризики.

Подальший розвиток боргової політики України значною мірою визначатиметься геополітичними чинниками та перебігом війни. Песимістичний сценарій передбачає зменшення міжнародної підтримки та ескалацію конфлікту, що може призвести до дефіциту ліквідності й необхідності масштабної реструктуризації всього зовнішнього боргу – включно з позиками МФО, які традиційно рідко погоджуються на списання. Оптимістичний сценарій передбачає досягнення стійкого миру та масштабне пільгове фінансування, що дало б змогу забезпечити економічне зростання і поступове зниження боргового навантаження. Проте навіть за сприятливих умов буде потрібне суттєве продовження строків погашення або часткове списання боргу для гарантування довгострокової стійкості.

Таким чином, Україна перебуває між шансом на швидке повоєнне відновлення за рахунок ресурсів агресора та ризиком потрапити у тривалу боргову пастку. Ключовими чинниками успіху є повна конфіскація російських активів, списання частини чинного боргу та впровадження інноваційних фінансових механізмів відбудови. Без таких рішень країна ризикує повторити досвід держав, які десятиліттями долали наслідки воєнних боргів.

У сфері боргової політики важливими напрямами є:

• розширення частки грантового та пільгового фінансування та мінімізація дорогих внутрішніх запозичень;

• узгодження з МВФ нової програми на 2025–2029 рр. та продовження переговорів щодо реструктуризації ВВП-варантів;

• реанімація внутрішнього ринку капіталу на основі інноваційних технологій, підвищення довіри інвесторів та поглиблення інтеграції з міжнародними ринками у контексті євроінтеграційних реформ.

Одним із найважливіших напрямів удосконалення механізму управління державними запозиченнями є забезпечення широкої політичної підтримки з боку міжнародних партнерів для залучення безповоротної допомоги, що зменшує боргове навантаження та стабілізує державні фінанси. Необхідною є розробка оновленої боргової стратегії, яка враховуватиме умови воєнного часу й потреби відбудови. Важливо також застосовувати інструменти реструктуризації, що дають змогу погоджувати з кредиторами зміну строків, суми чи вартості обслуговування боргу, а також використовувати міжнародні механізми часткового списання. Це дозволить зменшити короткостроковий тиск на бюджет і забезпечити більшу стійкість у довгостроковому горизонті.

У Програмі відновлення фіскальної та боргової стійкості, що реалізується за підтримки МВФ та інших партнерів, визначено ключові стратегічні напрями оптимізації боргового менеджменту. Серед них – формування надійної системи фінансових гарантій, повернення нерезидентів на внутрішній ринок ОВДП, відновлення доступу до міжнародних ринків капіталу та забезпечення жорсткого контролю за наданням державних гарантій. Упровадження цих заходів підвищить ефективність управління борговими ресурсами та сприятиме зміцненню фінансової системи у довгостроковій перспективі.

Одним із пріоритетів залишається розробка довгострокових планів залучення та управління державними позиками, які мають містити напрями використання отриманих ресурсів і критерії оцінки ефективності їх залучення (табл. 3.7).

Підвищення рівня боргової безпеки держави потребує впровадження комплексної системи заходів, спрямованих на активізацію внутрішніх джерел фінансування економіки. До ключових напрямів такої політики належать: посилення адміністративного контролю за поверненням валютної виручки та дотриманням справедливих експортних цін; розширення інструментів протидії контрабанді; поступове усунення схем розрахунків через офшорні юрисдикції; оптимізація монетарної політики НБУ з метою пожвавлення

кредитування реального сектору; створення та інституційне зміцнення державних банків розвитку; а також запровадження загальнодержавної програми мінімізації масштабів тіньового сектору.

Таблиця 3.7.

Ключові напрями вдосконалення управління міжнародною допомогою[51]

Напрямок	**Опис**	**Очікуваний результат**
Пріоритизація потреб	Чітке визначення першочергових сфер використання коштів.	Зменшення боргового навантаження, підвищення ефективності.
Прозорість і звітність	Створення системи моніторингу та регулярної звітності.	Підвищення довіри до України з боку донорів.
Ефективне співробітництво	Узгодження дій між урядом і донорами.	Оптимальне використання ресурсів, уникнення дублювань.
Проєктний підхід	Реалізація фінансування через конкретні проєкти з вимірними цілями.	Досягнення чітких результатів у ключових сферах.
Інституційний розвиток	Навчання та модернізація державних структур, що працюють із міжнародною допомогою.	Підвищення ефективності управління ресурсами та виконання міжнародних зобов'язань.

Боргова політика України потребує поступового реформування, яке має охоплювати модернізацію нормативно–правового регулювання, розширення набору боргових інструментів, уточнення стратегічних завдань та визначення пріоритетних напрямів скорочення обсягу державних зобов'язань. Удосконалення має також включати трансформацію економічних та фінансових механізмів нарощування боргу, а також підвищення спроможності уповноважених органів забезпечувати макрофінансову стабільність. Важливо, щоб уряд здійснював системний аналіз обсягів запозичень, визначав ефективні механізми використання залучених ресурсів і контролював оптимальність структури боргу та строки його погашення [53].

Одним із інструментів поглиблення орієнтованості боргової політики на завдання економічного розвитку може стати чітке інституційне розмежування між кредитами, які залучаються для обслуговування існуючих боргових зобов'язань, і кредитами, що спрямовуються на інвестиційні потреби. Для

реалізації такого підходу видатки бюджету розвитку доцільно виокремити в самостійний бюджетний розділ, адміністрування якого покладатиметься на спеціалізований Державний банк реконструкції та розвитку. Цей інститут може акумулювати кошти через розміщення внутрішніх і зовнішніх державних облігацій для фінансування стратегічно важливих проєктів та надання гарантованих кредитів. Запропонована модель здатна забезпечити:

– переведення частини інвестиційних витрат на позикові ресурси;

– формування довгострокової бази фінансування державних інвестицій;

– посилення контролю за цільовим використанням кредитів, гарантованих державою;

– належну координацію та моніторинг виконання бюджетних інвестиційних програм, що фінансуються зі спеціального фонду.

Міжнародна практика управління державним боргом демонструє доцільність застосування методу «цільових орієнтирів» (benchmarking), що дає змогу здійснювати об’єктивне оцінювання результативності боргової політики. Використання цього підходу передбачає перехід до активного управління державними зобов’язаннями, включаючи дострокове погашення боргу, застосування деривативів під час емісії цінних паперів, використання інструментів хеджування та реалізацію операцій із сек’юритизації.

Для забезпечення керованості боргової ситуації та підвищення ефективності використання запозичених ресурсів доцільно зосередитися на таких завданнях: забезпечення прозорості та цільового характеру використання коштів, отриманих у межах співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та за двосторонніми угодами; уповільнення динаміки накопичення державного та гарантованого боргу з метою уникнення надмірного бюджетного навантаження в окремі періоди; удосконалення процедур визначення граничних обсягів зовнішніх зобов’язань на відповідний рік шляхом інтеграції додаткових індикаторів боргового навантаження; постійний моніторинг виконання планів погашення основної суми боргу;

формування довгострокового прогнозу показників боргової стійкості та встановлення диференційованих меж боргової безпеки за роками.

ВИСНОВКИ

Встановлено, що державний борг є невід'ємним компонентом фінансової системи та інструментом забезпечення макроекономічної стабільності, бюджетної збалансованості й фінансування стратегічних державних пріоритетів. Економічна сутність державного боргу полягає не лише у зобов'язаннях держави перед кредиторами, а й у здатності уряду керувати цими зобов'язаннями таким чином, щоб вони підтримували економічне зростання, а не пригнічували його. Структура боргу, його валютна, строкова й інституційна складова визначають рівень боргових ризиків і стійкість фінансової системи до кризових коливань.

Принципи та механізми боргової політики мають системний характер і включають дотримання макрофінансової рівноваги, мінімізацію вартості обслуговування боргу, прозорість запозичень і контроль за борговими ризиками. Встановлено, що ефективність механізму боргового управління значною мірою залежить від узгодженості дій між органами державної влади, адекватності нормативно–правового забезпечення, точності прогнозування та якості боргових інструментів. Боргова політика є інтегрованою у систему фіскальної, монетарної та інвестиційної політики держави, що зумовлює необхідність її комплексного та довгострокового планування.

Узагальненя теоретичних підходів до оцінювання боргової політики дає змогу сформувати ивсновок, що сучасна методологія ґрунтується на поєднанні кількісних індикаторів (борг/ВВП, вартість обслуговування, валютна структура, строковість) та якісних оцінок (надійність кредиторів, політичні ризики, інституційна спроможність держави).

Аналіз фактичного стану державного боргу України у воєнних і поствоєнних умовах демонструє різку зміну масштабів, структури та динаміки. Отримані результати підтверджують: боргова політика України у 2021–2024 рр. формувалася під впливом глибоких економічних та безпекових шоків, що зумовило суттєве зростання як внутрішніх, так і зовнішніх запозичень.

Внутрішній державний борг у 2021–2024 рр. майже подвоївся, демонструючи помітну нестабільність темпів зростання. Структура зовнішнього боргу також зазнала значних кількісних трансформацій. Найбільшими кредиторами України станом на 31.12.2024 р. є: Європейський Союз – 1 850,26 млрд грн; Міжнародний банк реконструкції та розвитку – 679,99 млрд грн; Міжнародний валютний фонд – 569,60 млрд грн; Європейський інвестиційний банк – 124,11 млрд грн. Особливо помітним є зростання зобов'язань перед ЄС: від 87,46 млрд грн у 2019 р. до понад 1,8 трлн грн у 2024 р., що свідчить про різке нарощування зовнішньої макрофінансової підтримки у період кризи .

Аналіз динаміки випуску облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) показав нестабільність та зміну боргових пріоритетів. Це підтверджує як переорієнтацію уряду на внутрішні інструменти, так і підвищення ризиків для іноземних інвесторів у 2023–2024 рр. .

Кількісний аналіз засвідчує, що державна боргова політика України у 2021–2024 рр. мала переважно вимушений характер та формувалася в умовах екстремального дефіциту ресурсів. Значне збільшення зовнішніх зобов'язань, перепрофілювання структури кредиторів на користь міжнародних фінансових інституцій, зростання частки внутрішніх запозичень та перевищення безпечного рівня боргу до ВВП вказують на високі ризики боргової стійкості та потребують поглибленого реформування системи боргового управління. Ці результати підкреслюють необхідність побудови довгострокової, прогнозованої та збалансованої боргової стратегії, яка мінімізує шоки та зміцнить макрофінансову стабільність України.

Узагальнено міжнародний досвід боргового менеджменту, що доводить: ефективні боргові стратегії країн з різним рівнем розвитку базуються на довгостроковому плануванні, диверсифікації інструментів фінансування, розвитку внутрішнього ринку капіталу та чіткій системі управління борговими ризиками. Зарубіжні практики демонструють важливість жорсткого контролю

граничних рівнів боргу, застосування фіскальних правил, прозорості запозичень та регулярного стрес–тестування боргової стійкості.

Проведений аналіз дозволив встановити, що стан реалізації боргової політики України у сучасних умовах формується під впливом масштабних викликів, серед яких домінують воєнні загрози, структурна слабкість економіки, нестабільність фінансових ринків та підвищена залежність від зовнішніх донорів. У нинішньому борговому циклі характерною ознакою є поєднання різкої необхідності у фінансових ресурсах із суттєвим зростанням боргових ризиків, що обмежує можливості держави формувати довгострокову боргову стратегію.

Визначено, що боргові ризики для України мають багатовимірний характер. По–перше, валютні ризики посилюються через домінування зовнішніх зобов'язань та залежність обслуговування боргу від обмінного курсу. По–друге, зростають ризики рефінансування, оскільки значні обсяги боргу зосереджені у коротко- та середньострокових інструментах, що створює пікові навантаження на бюджет. По-третє, відсоткові ризики зумовлюються зміною глобальної монетарної політики, зростанням премій за ризик для України та потребою у залученні ресурсів за умов невизначеності. Крім того, на боргову стійкість впливають політичні та геополітичні ризики, які визначають залежність міжнародних кредиторів від прогресу України у проведенні реформ.

Недостатня передбачуваність боргової політики та ситуативність управлінських рішень знижують ефективність використання запозичень. Аналіз індикаторів боргової безпеки, включно з часткою зовнішнього боргу у ВВП, валютною структурою та динамікою вартості запозичень, свідчить про перевищення низки безпечних параметрів. Зокрема, співвідношення боргу до ВВП у 2023–2024 рр. залишалося на рівні, що значно перевищує як національні, так і міжнародні порогові значення. Це вказує на те, що боргова політика фактично перебуває у зоні високого ризику та потребує посилення механізмів контролю.

Водночас позитивним аспектом є посилення структурованості взаємодії з міжнародними партнерами, що дозволяє Україні отримувати пільгове фінансування, проходити реструктуризації та отримувати консультаційні інструменти для підвищення боргової стійкості. Важливим є й те, що значна частина фінансування надходить на умовах відстрочення платежів, що тимчасово зменшує бюджетне навантаження.

Стан реалізації боргової політики України можна охарактеризувати як такий, що функціонує в умовах особливо високих ризиків та вимушених рішень. Ключовими завданнями стають підвищення прозорості управління боргом, оптимізація його структури, розбудова внутрішнього ринку капіталу та створення умов для поступового зниження боргового навантаження після стабілізації економічної ситуації.

Удосконалення державної боргової політики України має ґрунтуватися на поєднанні інструментів короткострокової стабілізації та довгострокової боргової стійкості. З огляду на масштаби боргового навантаження, післявоєнну відбудову та зміну структури економіки, стратегічні підходи до боргового управління мають охоплювати як фінансово-економічні, так і інституційні механізми.

Одним із пріоритетних напрямів є оптимізація валютної структури державного боргу шляхом збільшення частки гривневих зобов’язань та розвитку внутрішнього ринку ОВДП. Це дозволить зменшити залежність від коливань валютних курсів і підвищити макрофінансову стійкість. Важливим завданням є також продовження співпраці зі стратегічними міжнародними партнерами – ЄС, МВФ, Світовим банком – з метою залучення пільгового, довгострокового фінансування та можливого застосування механізмів часткового списання чи реструктуризації боргу у повоєнний період.

Ключового значення набуває формування нової середньострокової боргової стратегії, заснованої на чітких кількісних орієнтирах щодо боргу/ВВП, вартості обслуговування, частки зовнішніх зобов’язань та рівня ризиків реструктуризації. Застосування фіскальних правил та боргових

«якорів» дозволить підвищити дисципліну у сфері запозичень і забезпечити прогнозованість бюджетної політики.

Суттєвим напрямом є модернізація інституційної системи боргового управління. Це передбачає посилення аналітичних і прогнозних спроможностей Міністерства фінансів, впровадження сучасних підходів до стрес–тестування боргової стійкості, удосконалення процедур обліку та контролю боргу, а також розширення інструментарію управління ризиками.

У післявоєнний період особливої ваги набуває необхідність забезпечення прозорості та цільового використання залучених ресурсів. Запровадження публічних реєстрів запозичень, перехід до міжнародних стандартів боргової звітності, розширення аналітики щодо ефективності використання позик дозволять підвищити довіру кредиторів і зменшити вартість майбутніх запозичень.

Узагальнюючи, напрями вдосконалення боргової політики України мають комбінувати інструменти стабілізації та розвитку, водночас забезпечуючи поступове, але стале зниження боргового навантаження. Формування збалансованої боргової стратегії стане ключовою передумовою відновлення економічного потенціалу країни, зміцнення фінансової безпеки та повернення України на траєкторію сталого розвитку.

Список літератури

1. Бюджетний Кодекс України. *Офіційний сайт Верховної Ради України*. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text

2. Бондарук Т . Г ., Богріновцева Л . М ., Бондарук О . С . Методологічні підходи до оптимізації боргової політики України в контексті фінансової безпеки . Статистика України. 2025 . № 1 . С . 13–24 . Doi: 10 .31767/su .1(108)2025 .01 .02

3. Бірюк Д. О. Боргові інструменти підтримки стабільності фінансової системи України в період воєнного стану. Бізнес Інформ. 2025. №2. С. 400–407. https://www.business–inform.net/export_pdf/business–inform–2025–2_0–pages–400_407.pdf

4. Бей, С., Головай, Н., & Долюк, А. (2023). Стан державного боргу україни в умовах воєнного стану. *Mechanism of an Economic Regulation,* (3 (101), 55–61. https://doi.org/10.32782/mer.2023.101.08

5. Бруцький, Є. (2025). Особливості реалізації складових фінансової політики України в умовах нестабільності. *Економіка та суспільство*, (78). https://doi.org/10.32782/2524–0072/2025–78–17

6. Винник Б. Р. Державний борг України як об’єкт інституційного регулювання в умовах євроінтеграційних процесів. Тенденції та перспективи розвитку економіки XXI століття очима молоді : матеріали IX Міжвуз. студ. наук. конф., (м. Харків, 15 трав. 2025 р.) / Харків. нац. пед. ун–т ім. Г. С. Сковороди та ін. ; за заг. ред. С. В. Бережної, І. Д. Денисенко. Харків, 2025. С. 22–26.

7. Ватаманюк–Зелінська У. З., Педченко І. І. Боргові зобов’язання держави: статистичний аналіз. Економічний простір. 2021. № 168. С. 102–107

8. Вергелюк Ю. Ю. Зміцнення боргової позиції України крізь призму євроінтеграції / Ю. Ю. Вергелюк, М. О. Ганцяк, Н. В. Москаленко // European Vector of Economic Development. – 2025. – № 2 (39). – С. 34–48.

9. Ганцяк Михайло Олегович. Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису. Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Національний університет «Чернігівська політехніка», Міністерство освіти і науки, Чернігів, 2023.

10. Гаркавенко В. І., Єршова Г. В. Вплив боргової політики уряду на розвиток економіки України. Економіка і прогнозування. 2022. No 1. С. 84–101. DOI: https://doi.org/10.15407/econforecast.2022.01.84

11. Гарбінська–Руденко А. В. Поняття та значення державного боргу України в умовах воєнного стану/ А. В. Гарбінська–Руденко, О. В. Лямзіна //Аналітичне–порівняльне правознавство / редкол.: Ю. М. Бисага (голов. ред.), Д. М. Бєлов, С. Б. Булеца та ін.; ДВНЗ «УжНУ» – Ужгород, 2022. – №4. – С. 259–263. – Бібліогр.: с. 262–263 (8 назв). URL http://journal–app.uzhnu.edu.ua/article/view/267661/263508

12. Галайко Н. В. Оцінка впливу окремих показників на зовнішній борг України. Економіка та суспільство. 2023. (48). URL: https://doi.org/10.32782/2524–0072/2023–48–73.

13. Давиденко Н.М. , Буряк А.В., Давиденко М.А. Вплив зовнішнього державного боргу на фінансову безпеку України/ Український економічний часопис. Випуск 8, 2025 URL: https://journals.dpu.kyiv.ua/index.php/economy/article/view/538/519

14. Зварич. Р., Масна О., Зелені облігації як інструмент фінансування сталого розвитку в Україні/ Світ фінансів 2 (83)/ 2 / URL: http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1827/1832

15. Єрмоленко, О., Коковіхіна, О., & Лисьонкова, Н. (2023). Боргова стійкість України: теоретична та практична складова. *Економічний простір*, (185), 32–36. https://doi.org/10.32782/2224–6282/185–6

16. Круглякова В. В., Західна О. Р., Ковальчук Ю. В. Управління державним боргом України на сучасному етапі . Modern Economics. 2021. № 30 (2021). С. 116–122.

17. Луговенко Н. В., Коваленко Н. В. Механізми управління державним боргом України: виклики та основні напрями їх удосконалення. Державне будівництво. 2021. № 1. С. 1–16.

18. Міністерство фінансів України. Статистика державного боргу (офіційні дані). URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij–borg–ta–garantovanij–derzhavju–borg

19. Національний банк України. Дохідність ОВДП на первинному ринку. URL: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx9.

20. Національний банк України. Процентні ставки за кредитами та депозитами. URL: https://bank.gov.ua/files/4–Financial_markets.xlsx10.

21. Онишко С. В., Рябокінь М. В. Загальні концептуально–практичні аспекти впливу фінансового ринку на розв'язання боргових проблем. Наукові записки НУ «Острозька академія». Серія «Економіка». 2022. No 24(52). С. 97–102. DOI: https://doi.org/10.25264/2311–5149–2022–24(52)–97–102

22. Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості (09 – 10.2025 р.). *Офіційна сторінка Національного інституту стратегічних досліджень.* URL: https://niss.gov.ua/news/komentari–ekspertiv/ohlyad–instrumentiv–pidtrymky–finansovoyi–stiykosti–09–102025–r

23. Педченко Н. С., Луговська Л. А. Сутність концепту «боргова політика держави». Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. 2021. No 2(53). С. 229–236.

24. Портал "OpenBudget". Державний веб–портал бюджету для громадян. URL: https://openbudget.gov.ua

25. Парфентій Л. А. Боргова безпека України в умовах війни. *Бізнес Інформ*. 2025. №1. С. 201–208. https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-1-201-208

26. Романькова О. М. Дослідження сучасного стану та аналіз державного боргу України. Економіка та суспільство. 2021. No 25. С. 25–38.

27. Столяренко О. М., Вейдер Т. М., Мельничук І. І. Аналіз впливу внутрішнього боргу на економічну безпеку України. *Здобутки економіки: перспективи та інновації.* 2024. № 10. URL: https://doi.org/10.5281/zenodo.13773182

28. Маслій О.А., Галушка Р.М. Ієрархічний аналіз ризиків і загроз економічній безпеці України в умовах воєнного стану. *Економічний простір*. 2025. № 198. С. 69–75. URL:https://doi.org/10.30838/EP.198.69–75

29. Маршалок Т. Я. Аналіз фінансової стійкості через призму внутрішньо боргової політики України. *Інклюзивна економіка*, №2(08), 2025 URL: https://journals.kpdi.in.ua/index.php/inclusive_economics/article/view/261/251

30. Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу у вимірі України. *Офіційна сторінка Національного інституту стратегічних досліджень.* URL: https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/mizhnarodnyy-dosvid-restrukturyzatsiyi-derzhavnoho-borhu-u-vymiri-ukrayiny

31. Мунько, А. (2023). Особливості управління державним боргом України до та після введення воєнного стану. Науковий вісник: Державне управління, (2 (14), 162–180. URL: https://dspace.dsau.dp.ua/handle/123456789/10204

32. Мєдвєдкова Н. С., Копецький В. В. Управління зовнішнім державним боргом у забезпеченні фінансової стабільності. *Інвестиції: практика та досвід.* 2021. № 3. С. 39–46.

33. Моделі управління державним боргом у зарубіжних країнах та можливості їх адаптації в Україні. URL: https://iaa.org.ua/wp–content/uploads/2022/10/modeli–upravlinnya–derzhavnym–borgom–u–zarubizhnyh–krayinah–ta–mozhlyvosti–yih–adaptacziyi–v–ukrayini–1.pdf

34. Онищенко С.В., Бережна А.Ю., Філонич О.М. Реструктуризація державного боргу країни у повоєнний час. Розвиток фінансового ринку в

Україні: загрози, проблеми та перспективи : матеріали IV Міжнар. наук.–практ. конф., 25 листопада 2022. Полтава : Національний університет імені Юрія Кондратюка, 2022. С. 26–30

35. Парубець О., Васильченко С., Пчела А. Тенденції використання сучасних фінансових інструментів управління державним боргом у вітчизняній та зарубіжній практиці. *Проблеми і перспективи економіки та управління, 2024, 4(40)* https://ir.stu.cn.ua/server/api/core/bitstreams/a4174582-f029-4639-a3cc-b63400996803/content

36. Пілько, А., & Бурбела, Р. (2025). Моделювання процесу оцінювання рівня фінансової безпеки держави та його порогового значення. *Економіка та суспільство*, (79). https://doi.org/10.32782/2524–0072/2025–79–92

37. Пікуліна О. В., Огданський К. М., Пікуліна М. Ю. Аналіз впливу зовнішньої заборгованості на фінансову стійкість та національну економічну безпеку України. 2023, с. 1–7. URL: https://doi.org/10.32782/2524–0072/2023–56–2 (дата звернення: 01.03.2025).

38. Пахомова І. Г. Удосконалення фінансової безпеки в сфері управління державним боргом. URL: https://dspace.chmnu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/2877/1/%D0%86%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D1%96%D1%97.%20–%202025.%20–%20%E2%84%96%2010.pdf#page=237

39. Романовська Ю. А., Смоляр Л. В. Аналіз державного боргу України в умовах війни. 2024, с. 1–9. URL: https://doi.org/10.32782/2524–0072/2024–62–106

40. Романовська Ю., Смоляр Л. Аналіз державного боргу України в умовах війни. *Економіка та суспільство*. 2024. № 64. DOI: https://doi.org/10.32782/2524–0072/2024–62–106

41. Репко М., Самойлюк М., Томіліна М. Управління державним боргом України під час війни та післявоєнний період. Аналітичний звіт / Центр

економічної стратегії. 2023. URL: https://ces.org.ua/management–of–the–ukrainian–publicdebt.

42. Скрипник , Г. О., & Резнік, В. С. (2025). Державний борг України: механізм управління та обслуговування. *Актуальні питання економічних наук*, (8). https://doi.org/10.5281/zenodo.14955929

43. Сідов В. О. Боргова стійкість України в умовах війни / Сідов В. О. // Актуальні соціально–економічні проблеми в умовах невизначеності : матеріали Всеукраїнської науково–практичної конференції молодих вчених, 18 квітня 2025 р. / Нац. ун–т "Києво–Могилянська академія", Кафедра економічної теорії. – Київ : НаУКМА, 2025. – С. 139–143. https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/ab3b1988–acd8–40a1–a246–059da5920e80/content

44. Ситник, Н., & Шутко, А. (2022). Стан боргової безпеки України в умовах економічної та політичної нестабільності. *Молодий вчений*, 4 (104), 105-109. https://doi.org/10.32839/2304-5809/2022-4-104-22

45. Сочка, К. (2022). Державний борг України: поточні реалії та проблеми. *Acta Academiae Beregsasiensis. Economics*, 1(2), 172–183.

46. Скороход Г.М. Адміністративно–правове регулювання державного боргу України. Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 081 «Право». Національна академія внутрішніх справ, Київ, 2021, 237 с.

47. Трансформація соціально–економічних систем в умовах глобалізації = Transformation of socio–economic systems in the context of globalization : колективна монографія за ред. д.е.н., проф. Чобіток В. І. – Х. : Вид–во Іванченка І. С., 2025. – 712 с.

48. Трофімчук М., Трофімчук О. Особливості управління державним боргом України в умовах війни. *Вісник економіки*. 2023. Вип. 3. С. 198–211., https://doi.org/10.35774/visnyk2023.03.204.

49. Шеін О. Ю. Бюджетна політика забезпечення економічної безпеки держави : дис. ... д–ра філософії : 05 – Економіка ; 051 – Соціальні та

поведінкові науки : дата захисту 24.06.2025 / Шеін Олександр Юрійович ; наук. кер. О. А. Ходжаян, наук. кер. Л. С. Мельник ; КНУТД. – Київ, 2025. – 262 л.

50. Що таке «зелені» облігації та чому українцям варто звернути увагу на цей фінансовий інструмент URL: https://finance.ua/ua/saving/shcho–take–zeleni–oblihatsii

51. Чеберяко О., Герус Д. Вплив міжнародної фінансової допомоги на боргову безпеку України в умовах повномасштабної війни». *Світ фінансів* , № 1(82), квітень 2025, с. 69-84, https://doi.org/10.35774/sf2025.01.069 .

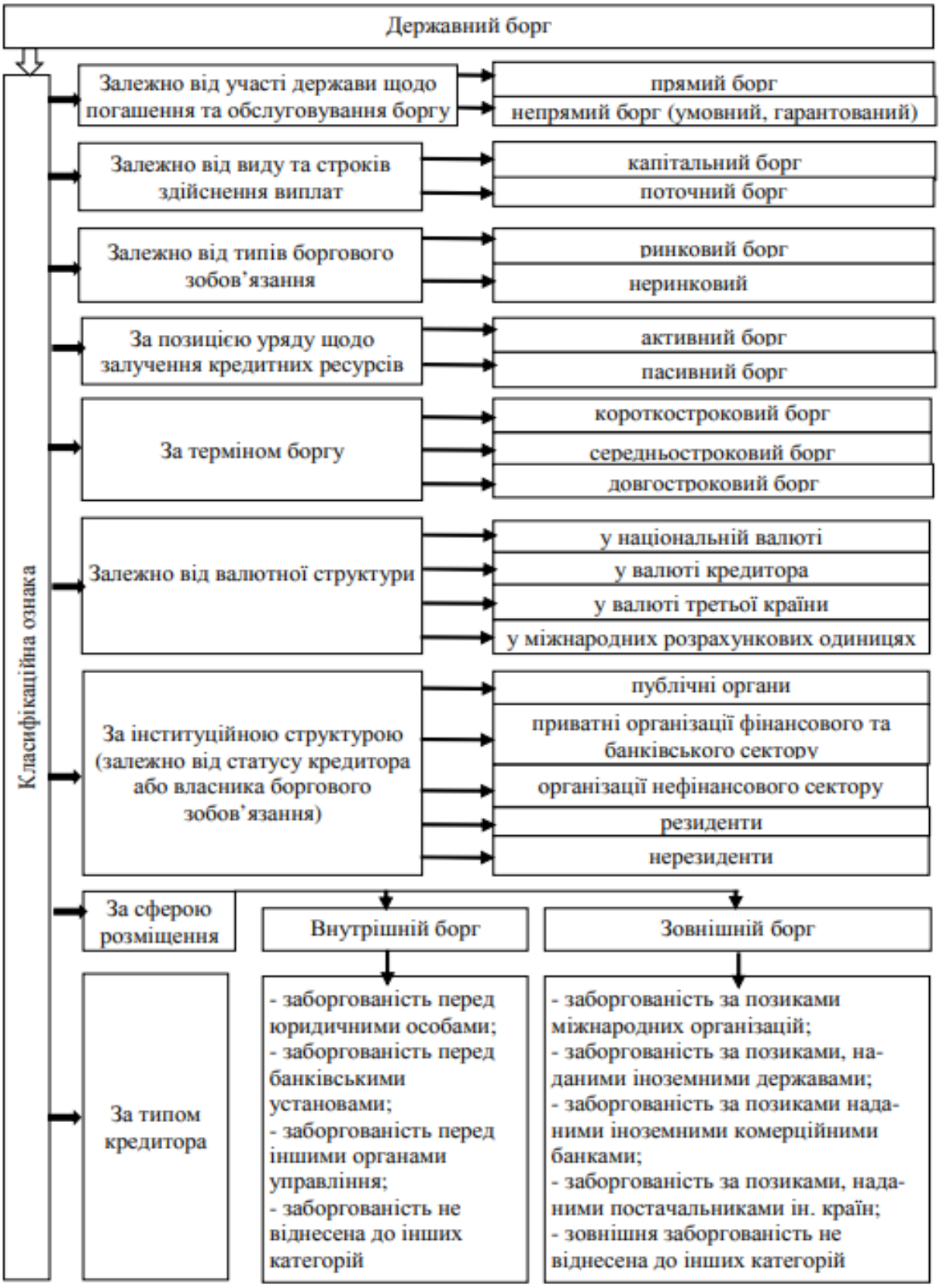
52. Філатова Г. Методика оптимізації структури державного боргу України в умовах фінансової турбулентності. *Економіка та суспільство*, 2025, №78 DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-78-78.

53. Хома І. Б., Папірник С. Є. Аналіз державного боргу України: сучасний стан та напрями оптимізації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Економіка».* 2020. No 33(2). С. 108–114

54. Як Україні віддавати зовнішній державний борг? *Офіційний сайт Міжнародної Торгової Палати України.* URL: https://iccua.org/yak–ukrayini–viddavaty–zovnishnij–derzhavnyj–borg/.

ДОДАТКИ

Додаток А1


Державний борг
Класифікаційна ознака
Залежно від участі держави щодо погашення та обслуговування боргу
прямий борг
непрямий борг (умовний, гарантований)
Залежно від виду та строків здійснення виплат
капітальний борг
поточний борг
Залежно від типів боргового зобов'язання
ринковий борг
неринковий
За позицією уряду щодо залучення кредитних ресурсів
активний борг
пасивний борг
За терміном боргу
короткостроковий борг
середньостроковий борг
довгостроковий борг
Залежно від валютної структури
у національній валюті
у валюті кредитора
у валюті третьої країни
у міжнародних розрахункових одиницях
За інституційною структурою (залежно від статусу кредитора або власника боргового зобов'язання)
публічні органи
приватні організації фінансового та банківського сектору
організації нефінансового сектору
резиденти
нерезиденти
За сферою розміщення
Внутрішній борг
Зовнішній борг
За типом кредитора
- заборгованість перед юридичними особами;
- заборгованість перед банківськими установами;
- заборгованість перед іншими органами управління;
- заборгованість не віднесена до інших категорій
- заборгованість за позиками міжнародних організацій;
- заборгованість за позиками, наданими іноземними державами;
- заборгованість за позиками наданими іноземними комерційними банками;
- заборгованість за позиками, наданими постачальниками ін. країн;
- зовнішня заборгованість не віднесена до інших категорій

Додаток А2

Таблиця. Класифікація боргової політики держави

Класифікаційна ознака	Типи та види боргової політики
Група 1. Функціональні	
За строками реалізації	Стратегічна (довгострокова). Тактична (короткострокова). Поточна (оперативна)
За відношенням до суб'єктів управління боргом	Держави. Органів місцевого самоврядування. Суб'єктів господарювання
За результативністю	Ефективна. Неефективна
Група 2. Економічні	
За ступенем розвитку ринкових відносин у державі	Директивна. Перехідна. Ринкова
За рівнем втручання держави в боргові відносини інших суб'єктів	Ліберальна. Регулююча. Регламентуюча
За напрямами реалізації	Зовнішня. Внутрішня
Група 3. Фінансові	
За механізмом фінансування боргових зобов'язань	Консервативна. Агресивна. Поміркована
За способом реалізації	Дискреційна. Недискреційна
За рівнем ризикованості	Високоризикована. Середньоризикована. Безризикована
Група 4. Специфічні	
Залежно від мети запозичень	Інвестиційна. Заощаджувальна. Споживацька
За орієнтацією на конкретну форму залучення фінансових ресурсів	Орієнтована на цінні папери. Орієнтована на позики. Орієнтована на гарантійні угоди
За характером управління позиковими ресурсами	Активна. Пасивна

Додаток А3



Рисунок. Показники для оцінки впливу державного боргу на соціальний розвиток економіки

Додаток А4

Показники оцінки боргової політики держави

№ з/п	Показник	Порогові значення індикаторів у світовій практиці	Порогові значення індикаторів в Україні
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	≤50*, ≤ 60**	≤ 60
2	Відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП, %	80 – 100*, ≤ 40**, ≤ 50***	≤ 25
3	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	≤ 70**	≤ 70
4	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	–	≤ 12
5	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходів державного бюджету, %	≤ 20**	≤ 20
6	Відношення сукупних платежів з погашення і обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, %	20 – 25*, 25**	18
7	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	≤ 200	≤ 200
8	Рівень зовнішнього державного боргу у доходах державного бюджету, %	300	–
9	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	≤ 30	≤ 30
10	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	≤ 25	≤ 25
11	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами (ОВДП і ОЗДП) до ВВП, %	≤ 30	≤ 30
12	Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	–	7
13	Відношення платежів за державним боргом до доходів державного бюджету України, %	–	45
14	Відношення обсягу державного боргу до доходів державного бюджету, %	290***	300
15	Відношення дисконтної вартості боргу до експорту (довгострокова платоспроможність), %	–	200 – 250
16	Рівень платежів по обслуговуванню боргу до обсягу доходів Державного бюджету (навантаження на бюджет), %	–	25 – 30

Додаток В1


Співвідношення сукупного державного боргу до ВВП України
з 2009 по 2024 рр.
100%
80%
60%
40%
20%
0
34,7%
39,9%
35,9%
36,6%
40,1%
70,2%
79,4%
81%
71,8%
60,9%
50,3%
60,8%
48,9%
78,4%
84,4%
91,2%
31.12. 2009
31.12. 2010
31.12. 2011
31.12. 2012
31.12. 2013
31.12. 2014
31.12. 2015
31.12. 2016
31.12. 2017
31.12. 2018
31.12. 2019
31.12. 2020
31.12. 2021
31.12. 2022
31.12. 2023
31.12. 2024

Додаток В1

Алгоритм оптимізації структури державного боргу

№	Крок	Суть кроку (що перевіряється)	Дія, якщо умова не виконується	Формула*
1	2	3	4	5
1.	Інвентаризація	Зібрати повний перелік зобов'язань за 4 зрізами: джерело (зовн./внутр.), валюта (UAH/FX), строк (рік погашення), тип ставки (fix/float/індекс), тощо	–	–
2.	Фіскальне навантаження	Частка річних боргових платежів у доходах бюджету в кожному році. Ціль – не вище τ.	подовжити частину погашень із пікового року на наступні; замінити дорогі ринкові зобов'язання на пільгові; відкласти частину амортизації через обміни/ ролловер.	$\frac{D_t}{R_t} = \frac{I_t + A_t}{R_t} \le \tau;$
3.	Строкове навантаження («піки»)	Частка погашень у доходах у кожному році. Ціль – не вище ∞ у жодному році.	Розщепити/перенести частину амортизації з пікового року на кілька наступних (випуски «драбиною», обміни на довші серії).	$\frac{A_t}{R_t} \le \mu;$
4.	Валютна структура	Частка боргу в гривні на кінець кожного року. Ціль – не нижче γ	Заміщувати частину валютних випусків гривневими ОВДП; пріоритезувати UAH – розміщення за наявності місткості внутрішнього ринку.	$\frac{Debt_t^{UAH}}{Debt_t^{tot}} \ge \gamma;$
5.	Зовнішній/ внутрішній баланс	Частка зовнішнього боргу в загальному портфелі у коридорі політики.	Зменшувати зовнішню частку: більше внутрішніх розміщень; заміна ринкового FX на офіційне пільгове; вибіркові обміни/ викупи, де правово можливо.	$\frac{Debt_t^{ext}}{Debt_t^{tot}} = s^{ext}$
6.	Перерахунок і повтор	Після кроків 2-5 необхідно перерахувати показники; рухатись у фіксованому порядку пріоритетів.	Якщо будь-який показник ще «поза межею», повторити кроки 2–5 у тій самій послідовності з новими обсягами переносів/конверсій.	Критерій зупинки – усі чотири умови виконуються одночасно для всіх років.
7.	Мінімальний стрес-тест (практичний)	Перевірити, що після корекцій умова п. 2 витримується в базових шоках: +Δп.п. до ставок, +Δ% девальвації, −Δ% до доходів, часткове рефінансування.	Якщо в якомусь році перевищення τ, то необхідно додатково подовжити строкові «хвости», підняти частку UAH або замінити «дорогі» борги на пільгові.	$\frac{I_t(1+\Delta i) I_t(1-h) + FX * \Delta fc}{R_t(1-\Delta R)} \le \tau$

Продовження Таблиці 1

1	2	3	4	5
8.	Календаризація	Перевірити, що після корекцій умова п. 2 витримується в базових шоках.	Узгодити поквартально з ринковим календарем і ковенантами.	–

*умовні позначення:

R_t – доходи бюджету у році t;

I_t – процентні платежі;

A_t – погашення боргу(амортизація);

$D_t = I_t + A_t$ – річні боргові платежі

$Debt_t^{ext}$ – зовнішній борг;

$Debt_t^{int}$ – внутрішній борг;

$Debt_t^{tot}$ – загальний борг;

$Debt_t^{UAH}$ – борг в гривні (частина боргового портфеля номінована в UAH);

τ – порогове значення платежі за боргом/доходів (18-20%);

∞ – порогове значення погашення/доходів (10-12%);

γ – мінімальна частка боргу в гривні (35-45%);

s^{ext} – порогове значення частки зовнішнього боргу (40-60%).