МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІНЖЕНЕРНИЙ НАВЧАЛЬНО-НАУКОВИЙ
ІНСТИТУТ ім. Ю. М. ПОТЕБНІ
Кафедра інформаційної економіки, підприємництва та фінансів
(повна назва кафедри)

Кваліфікаційна робота(проєкт)

магістра
(рівень вищої освіти)

на тему Трансформація структури державного боргу України в контексті фінансової стійкості

Виконав: студент 2 курсу, групи 8.0724-удмф-з-дн
спеціальності 072 Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок
(код і назва спеціальності)
спеціалізації _____
(код і назва спеціалізації)
освітньої програми Управління державними та місцевими фінансами
(назва освітньої програми)
Я. К. Гончаров
(ініціали та прізвище)

Керівник доц., к.е.н., доц. Король С.А.
(посада, вчене звання, науковий ступінь, прізвище та ініціали)
Рецензент_____
(посада, вчене звання, науковий ступінь, прізвище та ініціали)

Запоріжжя
2026

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Інженерний навчально-науковий інститут ім. Ю. М. Потебні
Кафедра інформаційної економіки, підприємництва та фінансів
Рівень вищої освіти магістр
Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок
(код та назва)
Спеціалізація _____
(код та назва)
Освітня програма Управління державними та місцевими фінансами

ЗАТВЕРДЖУЮ
Завідувач кафедри_____
«_____»_____20____року

З А В Д А Н Н Я
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ (ПРОЄКТ)СТУДЕНТОВІ (СТУДЕНТЦІ)
Гончарову Ярославу Костянтиновичу
(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема роботи (проекту) Трансформація структури державного боргу України в контексті фінансової стійкості
керівник роботи Король С. А., к.е.н., доц.
(прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)
затверджені наказом ЗНУ №318-с від «27» лютого 2025 року
Строк подання студентом роботи 26 січня 2026 р.
2. Вихідні дані до роботи офіційні статистичні та аналітичні матеріали щодо обсягів, структури й вартості обслуговування державного та гарантованого державою боргу України, показників фінансової стійкості, а також звіти Мінфіну України, НБУ та МВФ за 2019–2024 рр.
3. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які потрібно розробити) 1. Теоретико-методичні засади аналізу державного боргу та фінансової стійкості. 2. Аналіз трансформації структури державного боргу україни та її чинників. 3. Забезпечення фінансової стійкості: сценарії управління боргом та практичні рекомендації.
4. Перелік графічного матеріалу (з точним зазначенням обов'язкових креслень) Логіка формування державного боргу та зв'язок структури портфеля з фінансовою стійкістю. Взаємозв'язок структури державного боргу з фінансовою стійкістю та індикаторами боргової безпеки. Методична схема оцінювання трансформації структури державного боргу в логіці «структура → ризики → стійкість». Канали впливу макрофінансових шоків на вартість обслуговування боргу та боргові ризики.

5. Консультанти розділів роботи

Розділ	Прізвище, ініціали та посада консультанта	Підпис, дата	
		завдання видав	завдання прийняв
1	доцент, к.е.н., доцент кафедри інформаційної економіки, підприємництва та фінансів Король С.А.	17.09	17.09
2	доцент, к.е.н., доцент кафедри інформаційної економіки, підприємництва та фінансів Король С.А.	19.11	19.11
3	доцент, к.е.н., доцент кафедри інформаційної економіки, підприємництва та фінансів Король С.А.	20.12	20.12

6. Дата видачі завдання_____

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№ з/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Строк виконання етапів роботи	Примітка
1	Призначення наукових керівників. Затвердження тем дипломних робіт	*27.02.2025*	
2	Напрацювання теоретичного матеріалу: дослідження сутності об’єкту та предмету дослідження, критичний аналіз існуючих методологічних засад, вибір та обґрунтування напрямку проведення дослідження	*17.10.2025*	
3	Апробація результатів на Міжнародних та Всеукраїнських конференціях	*5.11.2025*	
4	Розробка економіко-математичного забезпечення основних елементів концептуального підходу	*19.11.2025*	
5	Збір та систематизація статистичного та нормативного матеріалу дослідження.	*20.12.2025*	
6	Узагальнення отриманих результатів. Оформлення роботи	*10.01.2026*	
7	Надання роботи до рецензії. Нормоконтроль	*26.01.2026*	
8	Прилюдний захист дипломної роботи на засіданні ЕК	*10.02.2026*	

Студент _____ Я. К. Гончаров
(підпис) (ініціали та прізвище)

Керівник роботи (проєкту) _____ С.А. Король
(підпис) (ініціали та прізвище)

Нормоконтроль пройдено

Нормоконтролер _____ _____
(підпис) (ініціали та прізвище

АНОТАЦІЯ

Гончаров Я. К. Трансформація структури державного боргу України в контексті фінансової стійкості

Кваліфікаційна випускна робота для здобуття ступеня вищої освіти магістра за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок, науковий керівник С. А. Король. Інженерний навчально-науковий інститут ім. Ю. М. Потебні ЗНУ, кафедра інформаційної економіки, підприємництва та фінансів, 2026.

Магістерська робота присвячена обґрунтуваню напрямів трансформації структури державного боргу України та розробці сценарних підходів і практичних рекомендацій щодо підвищення фінансової стійкості на основі оцінювання боргових ризиків і витрат на обслуговування.

В роботі досліджено теоретико-методичні засади аналізу державного боргу та фінансової стійкості; проаналізовано динаміку та структурні зрушення державного і гарантованого державою боргу України за ключовими параметрами; оцінено взаємозв’язок структурних характеристик боргу з борговими ризиками та вартістю обслуговування в контексті фінансової стійкості; удосконалено методичний підхід до комплексного оцінювання трансформації боргової структури; розроблено сценарії оптимізації структури державного боргу.

Наукова новизна роботи полягає в тому, що удосконалено методичний підхід до оцінювання трансформації структури державного боргу України шляхом інтеграції структурних параметрів із ризик-орієнтованими індикаторами фінансової стійкості, що дозволяє точніше ідентифікувати джерела боргових вразливостей.

Ключові слова: ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ, БОРГОВА СТІЙКІСТЬ, ФІНАНСОВА СТІЙКІСТЬ ДЕРЖАВИ, СТРУКТУРА БОРГУ, БОРГОВІ РИЗИКИ, УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ, СЦЕНАРНИЙ АНАЛІЗ

SUMMARY

Goncharov Ya. K. Transformation of the structure of the public debt of Ukraine in the context of financial stability

Qualifying final work for obtaining a master's degree in the specialty 072 Finance, banking, insurance and stock market, scientific supervisor S. A. Korol. Engineering Educational and Scientific Institute named after Yu. M. Potebnia ZNU, Department of Information Economics, Entrepreneurship and Finance, 2026.

The master's work is devoted to substantiating the directions of transformation of the structure of the public debt of Ukraine and developing scenario approaches and practical recommendations for increasing financial stability based on assessing debt risks and servicing costs.

The work explores the theoretical and methodological principles of analyzing public debt and financial stability; analyzes the dynamics and structural shifts of public and state-guaranteed debt of Ukraine by key parameters; assesses the relationship between the structural characteristics of debt with debt risks and servicing costs in the context of financial stability; improved methodological approach to comprehensive assessment of debt structure transformation; developed scenarios for optimizing the structure of public debt.

The scientific novelty of the work lies in the fact that the methodological approach to assessing the transformation of the structure of public debt of Ukraine has been improved by integrating structural parameters with risk-oriented indicators of financial stability, which allows for more accurate identification of sources of debt vulnerabilities.

Keywords: PUBLIC DEBT OF UKRAINE, DEBT SUSTAINABILITY, FINANCIAL SUSTAINABILITY OF THE STATE, DEBT STRUCTURE, DEBT RISKS, PUBLIC DEBT MANAGEMENT, SCENARIO ANALYSIS

ЗМІСТ

ВСТУП…… 8
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ…….. 11
1.1. Економічна сутність і класифікація державного боргу ……. 11
1.2. Поняття фінансової стійкості держави та індикатори боргової безпеки……. 19
1.3. Методичні підходи до оцінювання трансформації боргової структури …… 25
1.4. Висновки до розділу 1…….. 33
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ТРАНСФОРМАЦІЇ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА ЇЇ ЧИННИКІВ …… 35
2.1. Динаміка обсягу та структури державного і гарантованого державою боргу України……. 35
2.2. Вартість обслуговування та боргові ризики в умовах макрофінансових шоків……. 38
2.3. Фактори трансформації боргової структури та їх кількісна оцінка ……... 44
2.4. Висновки до розділу 2…….. 49
РОЗДІЛ 3. ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ: СЦЕНАРІЇ УПРАВЛІННЯ БОРГОМ ТА ПРАКТИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ ……... 51
3.1. Оцінка боргової стійкості України: базовий стан і ключові тригери ризику…… 51
3.2. Сценарії оптимізації структури державного боргу та механізми управління ризиками……. 56
3.3. Практичні рекомендації для стейкхолдерів та оцінка очікуваного ефекту……. 63
3.4. Висновки до розділу 3……... 71

ВИСНОВКИ…… 73
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ…….. 76

ВСТУП

Актуальність теми. Державний борг є одним із базових інструментів фінансової політики, що забезпечує можливість держави виконувати соціально-економічні функції, фінансувати дефіцит бюджету та реагувати на шоки. Для України питання боргового фінансування набуло особливої ваги в умовах затяжних макроекономічних дисбалансів, підвищеної невизначеності та масштабних фіскальних потреб, що актуалізує не лише проблему рівня боргу, а й його структури. Саме структурні характеристики – співвідношення внутрішніх і зовнішніх зобов'язань, валютна та строкова композиція, інструментальна структура, концентрація за кредиторами й профіль погашень – визначають сукупний рівень боргових ризиків і безпосередньо впливають на фінансову стійкість держави через вартість обслуговування, чутливість до валютних і процентних коливань та ризик рефінансування.

Наукова й практична значущість теми зумовлена потребою комплексно оцінити, як саме відбувається трансформація боргу України та якою мірою вона сприяє зміцненню фінансової стійкості. У цьому контексті дослідження є важливим для розвитку теорії державних фінансів і для практики боргового менеджменту, оскільки дозволяє сформувати обґрунтовані орієнтири оптимізації боргової структури та управління ризиками на макрорівні.

Метою магістерської роботи є обґрунтування напрямів трансформації структури державного боргу України та розробка сценарних підходів і практичних рекомендацій щодо підвищення фінансової стійкості на основі оцінювання боргових ризиків і витрат на обслуговування.

Для досягнення поставленої мети у роботі вирішено такі завдання:

– досліджено теоретико-методичні засади аналізу державного боргу та фінансової стійкості;

– проаналізовано динаміку та структурні зрушення державного і гарантованого державою боргу України за ключовими параметрами;

– оцінено взаємозв’язок структурних характеристик боргу з борговими ризиками та вартістю обслуговування в контексті фінансової стійкості;

– удосконалено методичний підхід до комплексного оцінювання трансформації боргової структури;

– розроблено сценарії оптимізації структури державного боргу та практичні рекомендації для стейкхолдерів щодо управління ризиками і підвищення фінансової стійкості.

Об’єктом дослідження є процеси формування, обслуговування та управління державним боргом України в системі державних фінансів.

Предметом дослідження є структура державного та гарантованого державою боргу України, механізми її трансформації та вплив структурних параметрів боргового портфеля на фінансову стійкість держави.

Методи дослідження. Для досягнення мети роботи застосовано комплекс взаємопов’язаних методів. Методами аналізу та синтезу узагальнено наукові підходи до трактування державного боргу, фінансової стійкості та боргових ризиків, а також сформовано логіку дослідження і систему показників. За допомогою структурно-динамічного та порівняльного аналізу виявлено трансформації боргового портфеля України за основними класифікаційними ознаками. Методи економіко-статистичного аналізу використано для оцінювання тенденцій боргових показників і витрат на обслуговування. Коефіцієнтний та ризик-орієнтований підходи застосовано для розрахунку індикаторів боргової/фінансової стійкості, оцінювання валютного, процентного ризиків та ризику рефінансування. Сценарний метод і елементи стрес-аналізу використано для формування альтернативних сценаріїв трансформації структури боргу та оцінювання їх наслідків для боргового навантаження і бюджетної стійкості. Методи табличного та графічного представлення забезпечили наочність отриманих результатів і підтримали логічні висновки та рекомендації.

Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна роботи полягає в тому, що удосконалено методичний підхід до оцінювання трансформації

структури державного боргу України шляхом інтеграції структурних параметрів (внутрішній/зовнішній, валютний, строковий, інструментальний та кредиторський розрізи) із ризик-орієнтованими індикаторами фінансової стійкості, що дозволяє точніше ідентифікувати джерела боргових вразливостей. Дістало подальшого розвитку застосування сценарного підходу до формування практичних рекомендацій боргової політики, який поєднує оцінку боргових ризиків, вартості обслуговування та профілю погашень для обґрунтування альтернативних траєкторій оптимізації боргового портфеля.

Теоретичне та практичне значення дослідження. Теоретичне значення роботи полягає в поглибленні розуміння ролі структури державного боргу у забезпеченні фінансової стійкості та в систематизації інструментарію оцінювання боргових ризиків на макрорівні. Практичне значення визначається можливістю використання результатів дослідження органами державного управління та іншими стейкхолдерами боргової політики для удосконалення підходів до формування боргової стратегії, оптимізації структури запозичень, управління ризиками та підвищення прозорості комунікацій щодо державного боргу.

Магістерська робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків до розділів, загальних висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи становить 75 сторінок. Робота містить 20 таблиць, 10 рисунків. Список використаних літературних джерел налічує 45 найменувань.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ

1.1. Економічна сутність і класифікація державного боргу

Державний борг у сучасній макроекономіці розглядається не лише як «сума зобов'язань», а як інституційно оформлений результат державних запозичень, що відображає спосіб перерозподілу ресурсів у часі та між секторами економіки. За своєю економічною природою борг є наслідком реалізації фіскальної політики в умовах, коли поточні бюджетні видатки та/або потреби стабілізації економіки перевищують поточні доходи бюджету, а держава обирає фінансування розриву через запозичення. Такий механізм дає змогу згладжувати податкове навантаження, підтримувати фінансування пріоритетних функцій у періоди шоків і трансформацій, а також забезпечувати довгострокові інвестиції, однак водночас формує майбутні платежі з обслуговування та погашення, що стають одним із ключових обмежень фінансової стійкості. У глобальному вимірі актуальність проблематики боргу підсилюється високими рівнями сукупної заборгованості: за оновленнями МВФ загальний (сукупний) борг у світі зберігається на рівні понад 235% світового ВВП, що підвищує чутливість державних фінансів до процентних та валютних шоків і загалом актуалізує завдання управління борговими портфелями.

Економічну сутність державного боргу доцільно розкривати через дві взаємопов'язані площини: як макрофінансовий інструмент перерозподілу ресурсів у часі; як статистично та юридично визначену категорію, що має чіткі межі охоплення і вимірювання. У першому випадку державний борг є частиною міжчасового бюджетного обмеження (intertemporal budget constraint): накопичення боргу сьогодні вимагає або майбутніх первинних профіцитів, або

інших механізмів стабілізації співвідношення боргу до ВВП (через зростання економіки, інфляцію/фінансову репресію, реструктуризацію тощо). В академічній літературі стійкість боргу часто пов'язується зі здатністю держави реагувати фіскально на зростання боргового навантаження (наприклад, через зростання первинного сальдо при підвищенні боргу). Класичні підходи також підкреслюють, що «тягар боргу» в довгостроковому періоді визначається співвідношенням темпів зростання економіки та вартості обслуговування і тим, як саме використовуються залучені ресурси. У другому випадку – в юридично-обліковій площині – державний борг має бути визначений так, щоб забезпечити порівнянність, прозорість і контроль, зокрема у межах фіскальних правил та процедур бюджетного процесу.

В українському правовому полі державний борг закріплений у Бюджетному кодексі України як «загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату…», що виникають унаслідок державного запозичення та/або правочинів з умовними зобов'язаннями за певних умов їх реалізації [1]. Паралельно Бюджетний кодекс визначає гарантований державою борг як суму боргових зобов'язань резидентів України за кредитами (позиками), виконання яких забезпечено державними гарантіями [1]. Таке розмежування є принциповим для аналізу фінансової стійкості, оскільки борг і гарантії мають різну природу ризику: прямий борг одразу формує графік платежів, тоді як гарантії є умовними зобов'язаннями, що матеріалізуються за настання визначених подій. Водночас для бюджетної політики важливо, що законодавство встановлює граничний рівень загального обсягу державного та гарантованого боргу – не більше 60% річного номінального ВВП (із застереженнями щодо тимчасового зупинення дії відповідних норм у окремі роки). Це підкреслює зв'язок категорії «державний борг» із практикою фіскальних правил і необхідністю аналітичної оцінки траєкторії боргу.

Міжнародні статистичні стандарти уточнюють зміст боргу через поняття «боргових інструментів» та принципи оцінювання. У Government Finance

Statistics Manual 2014 (GFSM 2014) підкреслено, що всі зобов'язання сектору державного управління, відображені в балансі, вважаються боргом, за винятком зобов'язань у формі акціонерного капіталу/паїв (equity та investment fund shares) і фінансових деривативів та опціонів на акції працівників; отже, борг визначається саме набором інструментів, що передбачають майбутні платежі основної суми та/або відсотків [2]. Аналогічний підхід деталізує інструкція ОЕСР щодо статистики боргу публічного сектору, де прямо наведено перелік боргових інструментів (SDR, валюта і депозити, боргові цінні папери, позики, страхові/пенсійні та стандартизовані гарантійні схеми, інша кредиторська заборгованість) [3]. Це важливо для коректного вимірювання боргу та порівнянності між країнами: залежно від того, чи включаються певні інструменти, і як саме вони оцінюються (номінал, ринкова вартість), показники можуть суттєво відрізнятися.

Окремої уваги потребує відмінність між «боргом сектору загального державного управління» (general government) та ширшим поняттям «публічний сектор» (public sector). У європейській статистичній практиці часто використовується «Маастрихтський борг» (Maastricht debt) – консолідований валовий борг сектору загального державного управління за номінальною (face) вартістю на кінець періоду, який охоплює лише три інструменти: валюту і депозити, боргові цінні папери та позики [4]. Методологічні пояснення Євростату підтверджують, що Маастрихтська дефініція є номінальною та консолідованою і пов'язана з інструментами AF.2, AF.3, AF.4 [5]. В українських дослідженнях ці нюанси мають практичне значення: якщо завдання полягає у порівнянні України з країнами ЄС або у відтворенні логіки фіскальних правил «європейського типу», коректніше використовувати співставні дефініції (інструментальний склад і підхід до оцінювання), а якщо мета – комплексний аналіз боргових ризиків держави, то доцільно опиратися на ширші стандарти (GFSM/PSDS), які охоплюють більше боргових інструментів та дозволяють аналізувати як номінальні, так і ринкові оцінки [2, 3, 5].

Для впорядкування підходів до трактування державного боргу та узгодження правової й статистичної перспективи доцільно зіставити ключові дефініції, що застосовуються в Україні та міжнародній практиці. Це дає змогу чітко визначити межі категорії «державний борг» у подальших розділах, уникнути методологічних помилок і забезпечити логічний зв'язок між портфельною структурою боргу та показниками фінансової стійкості (боргове навантаження, вартість обслуговування, валютний і процентний ризик, ризик рефінансування). Порівняння дефініцій державного боргу: правовий та статистичний підходи представлено в табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Порівняння дефініцій державного боргу: правовий та статистичний підходи

Підхід/джерело	Що саме охоплює «борг»	Інструментальна межа	Оцінювання та особливості
Бюджетний кодекс України	Державний борг як сума зобов'язань держави з повернення отриманих і непогашених кредитів (позик); окремо – гарантований державою борг як зобов'язання резидентів під держгарантії	Фокус на кредитах/позиках; окремо виділяються гарантії як умовні зобов'язання	Правова дефініція для бюджетного процесу; встановлено граничний рівень державного та гарантованого боргу 60% ВВП (із тимчасовими зупиненнями норм у окремі роки)
GFSM 2014 (МВФ)	Борг як сукупність боргових зобов'язань за борговими інструментами; не включає equity та деривативи	Ширший набір боргових інструментів (у т.ч. «інші рахунки до сплати» тощо)	Рекомендовано номінальну оцінку, а для торгованих боргових цінних паперів – також ринкову
Маастрихтський борг (ЄС/Євростат)	Валовий консолідований борг сектору загального державного управління	Лише валюта і депозити; боргові цінні папери; позики	Номінальна вартість, консолідація всередині сектору

З наведеного зіставлення видно, що «державний борг» у практиці може означати різні за охопленням показники. Тому в аналітичних дослідженнях важливо чітко фіксувати:

– інституційний сектор (центральний уряд, загальне держуправління, публічний сектор);

– набір інструментів (повний за GFSM/PSDS чи обмежений «Маастрихтським» набором);

– спосіб оцінювання (номінальна/ринкова вартість);

– наявність/відсутність консолідації.

Саме ці параметри зумовлюють відмінності у рівнях боргу, динаміці та структурі, що надалі впливає на висновки щодо фінансової стійкості.

Економічна класифікація державного боргу є необхідною передумовою якісного аналізу трансформації структури боргу. Класифікація виконує щонайменше три функції. По-перше, вона забезпечує стандартизацію опису боргового портфеля (які інструменти, у якій валюті, на які строки та під які ставки залучено). По-друге, вона дозволяє прямо «прив’язати» елементи структури до ризиків (валютний, процентний, ризик рефінансування, ризик ліквідності, юридичний/контрактний ризик, ризик реалізації гарантій). По-третє, класифікація є базою для формування управлінських рішень – стратегій запозичень, планів аукціонів ОВДП, валютної структури, роботи з офіційними кредиторами, інструментів хеджування та ін.

Найпоширеніші ознаки класифікації державного боргу подано в таблиці 1.2. Важливо, що більшість ознак безпосередньо випливають із того, як міжнародні стандарти визначають борг через набір інструментів і зобов’язань із майбутніми платежами, а також із того, як у правовому полі України розмежовується прямий борг і гарантований борг [1–3].

Класифікація за інструментами є центральною в методологічному сенсі, адже саме інструменти визначають механіку формування процентних платежів, графіків погашення і можливості управління портфелем.

Згідно з міжнародними стандартами, борговими вважаються інструменти, що передбачають виплату основної суми та/або відсотків у майбутньому, тоді як інструменти капіталу (equity) і деривативи не формують борг у строгому статистичному розумінні (табл. 1.2) [2; 3]. Для зручності подальшого аналізу

структури державного боргу України доцільно навести узагальнену характеристику кожної групи інструментів.

Таблиця 1.2 – Основні класифікаційні ознаки державного боргу та їх аналітичне значення

Ознака класифікації	Типові групи	Аналітичне значення для фінансової стійкості
За інституційним сектором позичальника	борг держави (центрального уряду); борг місцевого самоврядування; борг сектору загального держуправління; борг публічного сектору	визначає межі відповідальності та консолідації; впливає на порівнянність і фіскальні правила
За способом виникнення зобов'язань	прямий борг; гарантований борг; інші умовні зобов'язання	оцінка фіскальних ризиків і потенційних шоків витрат бюджету
За резидентністю кредитора	внутрішній (перед резидентами); зовнішній (перед нерезидентами)	впливає на валютний ризик, доступ до ринків, ризик раптової зупинки капіталу
За інструментом	SDR; валюта і депозити; боргові цінні папери; позики; страхові/пенсійні та стандартизовані гарантійні схеми; інші рахунки до сплати	дозволяє розрахувати ризики рефінансування й процентні витрати залежно від типу інструменту
За строком до погашення	короткостроковий; середньостроковий; довгостроковий	ключова основа оцінки ризику рефінансування та ліквідності
За валютою зобов'язань	у нацвалюті; в іноземній валюті; мультивалютний портфель	визначає валютний ризик та чутливість до девальвації
За типом процентної ставки	фіксована; плаваюча; змішана/індексована	визначає процентний ризик при зміні ринкових ставок
За типом кредитора (для зовнішнього боргу)	офіційні двосторонні; багатосторонні (МФО); приватні (ринкові)	різні умови реструктуризації, терміни, ставки, наявність умовності (conditionality)

Різниця між «боргом» як портфелем інструментів та «борговим навантаженням» як показником фінансової стійкості проявляється в тому, що однаковий рівень боргу до ВВП може мати принципово різну якість залежно від структури. Борг у національній валюті з довгими строками та фіксованою ставкою має інший профіль ризику, ніж борг у іноземній валюті з коротким строком погашення та плаваючою ставкою. Боргові інструменти у міжнародних стандартах представлено в табл. 1.3.

Таблиця 1.3 – Боргові інструменти у міжнародних стандартах статистики державних фінансів

Борговий інструмент	Узагальнена характеристика (економічний зміст)	Чому важливо для аналізу стійкості
Special Drawing Rights (SDRs)	зобов'язання, пов'язані з розподілами/операціями зі спеціальними правами запозичення	впливають на зовнішню позицію та ліквідність у взаємодії з МВФ
Валюта і депозити	зобов'язання у формі готівки в обігу та депозитів, що підлягають поверненню	короткі строки та чутливість до довіри/ліквідності
Боргові цінні папери	ринкові інструменти (облігації тощо), що можуть торгуватися; для них релевантні номінальна і ринкова оцінка	формують ринковий ризик, дохідності, можливості рефінансування через ринок
Позики (loans)	кредитні угоди з визначеним графіком платежів (часто з МФО/двосторонніми кредиторами)	визначають довгострокові зобов'язання, умови можуть містити пільги або умовність
Страхові, пенсійні та стандартизовані гарантійні схеми	нараховані зобов'язання за схемами, що трактуються як боргові у статистиці	можуть збільшувати «широкий» борг і характеризувати приховані зобов'язання
Інші рахунки до сплати	торгові кредити, нараховані платежі та інша кредиторська заборгованість	відображають короткострокові фіскальні напруження та «накопичені рахунки»

Тому класифікаційні ознаки стають «мовою», якою описується не просто обсяг, а ризиково-вартісний профіль боргу. Цей висновок підсилюється практикою фіскальних правил: юридичні межі, подібні до 60% ВВП у Бюджетному кодексі України, задають кількісне обмеження, але не гарантують автоматично низьких ризиків – вирішальною стає саме структура портфеля та здатність бюджету обслуговувати борг без витіснення критичних видатків [1].

Візуалізація логіки формування боргу та місця класифікації у борговому аналізі наведена на рисунку 1.1. Схема підкреслює, що борг як «сток» виникає з потоку запозичень, а якість боргу (структура) транслюється у ризики та показники фінансової стійкості через механізм обслуговування, рефінансування і чутливість до макрошоків.

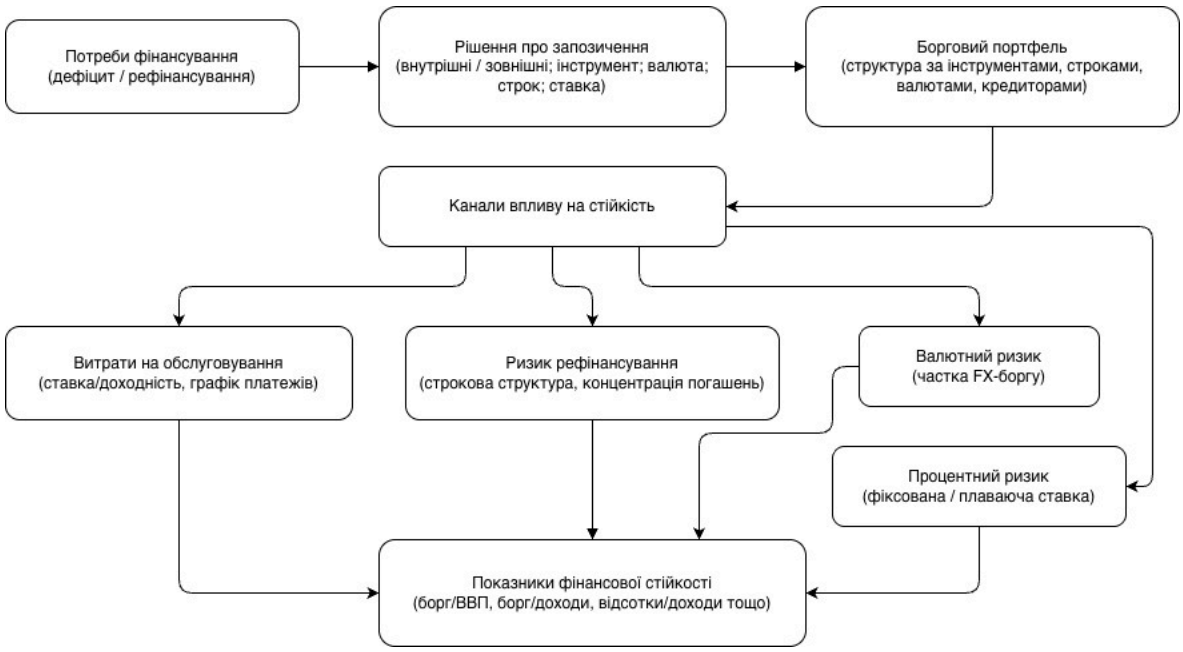


Рисунок 1.1 – Логіка формування державного боргу та зв’язок структури портфеля з фінансовою стійкістю (концептуальна схема).

У межах макрорівневого дослідження трансформації структури державного боргу України важливо також коректно трактувати категорії «внутрішній» та «зовнішній» борг. У практиці міжнародної статистики зовнішня заборгованість пов’язується з резидентністю кредитора та зобов’язаннями, що підлягають погашенню нерезидентам. Для зовнішнього компоненту боргу широко застосовуються підходи Світового банку, де «публічний та публічно гарантований борг» визначається як сукупність довгострокових зовнішніх зобов’язань публічних боржників (держави, її підрозділів, автономних публічних органів) і приватних зобов’язань, гарантованих публічним сектором [6-8]. Для України це розмежування є особливо значущим з огляду на валютні та рефінансингові ризики: навіть за незмінного загального рівня боргу зміна частки зовнішнього/валютного компонента може істотно змінити стійкість до девальваційних шоків і вартості фінансування.

Отже, економічна сутність державного боргу проявляється як у здатності держави фінансувати свої функції та реагувати на шоки через міжчасовий перерозподіл ресурсів, так і в наявності чітко визначеної системи зобов’язань, вимірюваних за міжнародними стандартами та національним законодавством.

Різні дефініції (правові, GFSM/PSDS, Маастрихтські) задають різні межі боргу, а тому потребують явної фіксації у дослідженні. Класифікація боргу – за інституційним сектором, інструментами, кредиторами, строками, валютами та типом ставки – є методичною основою для подальшого аналізу трансформації структури державного боргу України та її впливу на фінансову стійкість, оскільки саме структура визначає ризиково-вартісний профіль портфеля та канали впливу на бюджет у середньо- і довгостроковому періоді [1–5].

1.2. Поняття фінансової стійкості держави та індикатори боргової безпеки

Фінансова стійкість держави на макрорівні відображає здатність публічного сектору безперервно виконувати базові функції (оборонні, соціальні, інфраструктурні, регуляторні) та забезпечувати макроекономічну стабільність, не створюючи надмірних дисбалансів у бюджетній, борговій, валютній і грошово-кредитній сферах. У прикладних дослідженнях важливо розрізняти близькі, але не тотожні категорії: фінансову стійкість (як довготривалу здатність системи витримувати шоки і відновлюватися), фінансову безпеку (як стан захищеності фінансової системи від загроз і дисбалансів) та боргову безпеку (як «якість» боргової позиції, достатню для фінансування потреб без загрози суверенітету та фінансовій системі) [9-12]. У вітчизняній нормативно-методичній традиції фінансова безпека трактується як стан фінансової системи, що забезпечує умови для стабільного соціально-економічного розвитку і стійкість до фінансових шоків, а боргова безпека – як відповідний рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості обслуговування, ефективності запозичень та оптимального співвідношення між ними [17].

З погляду макрофінансової теорії фінансова стійкість держави тісно пов’язана з міжчасовим бюджетним обмеженням: накопичення боргу сьогодні потребує таких майбутніх траєкторій первинного сальдо, процентних ставок і зростання ВВП, які не приводять до некерованої боргової динаміки. У

емпіричних працях стійкість боргу часто інтерпретують через «фіскальну реакцію» – здатність бюджету формувати вищі первинні сальдо у відповідь на зростання боргу; саме така поведінка знижує ризик боргової нестійкості [10]. Додатково підкреслюється, що сам рівень боргу ще не визначає стійкість: вирішальними є співвідношення темпів зростання та вартості обслуговування, а також те, чи веде борг до підвищення потенціалу економіки або, навпаки, до витіснення продуктивних витрат.

У практиці державного управління поняття фінансової стійкості конкретизується через операційні рамки аналізу боргової стійкості та суверенних ризиків. Міжнародний валютний фонд розвиває підходи Debt Sustainability Analysis (DSA) як систематизовану процедуру оцінки траєкторії боргу, ризиків та чутливості до шоків. У класичних настановах підкреслюється доцільність аналізу на основі валового боргу (gross debt), доповненого показниками чистого боргу (net debt) у разі наявності суттєвих ліквідних активів, а також необхідність врахування ширших «фіскальних ризиків» (держпідприємства, гарантії тощо). [14] У більш новій рамці для країн із доступом до ринків капіталу (Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework, SRDSF) акцент зроблено на більшій прозорості, комунікації та єдиній логіці оцінювання суверенних ризиків поряд із борговою динамікою, що фактично інституціоналізує зв’язок між структурою боргу, умовами фінансування та ймовірністю стресових сценаріїв. Для країн з нижчим рівнем доходів застосовується спільна рамка МВФ–Світового банку (LIC DSF), яка прямо орієнтована на узгодження потреб у фінансуванні з можливістю обслуговування боргу в майбутньому [15].

Практичний висновок із цих підходів полягає в тому, що фінансова стійкість держави вимірюється не одним показником, а системою індикаторів, які відображають:

– борг як «запас» (stock) – його рівень і склад;

– борг як «потік» (flow) – потреби у фінансуванні та бюджетні результати;

– борг як «вартість» – обслуговування і відсоткове навантаження;

– борг як «ризик» – чутливість до валютних, процентних, рефінансингових і суверенних шоків;

– борг як «довіра ринку» – премії за ризик і доступ до фінансування.

Саме тому у дослідженні трансформації структури державного боргу України доцільно одразу «прив'язати» індикатори боргової безпеки до структурних параметрів портфеля (валюта, строковість, кредитори, інструменти), оскільки структура є механізмом трансляції макрошоків у бюджетні витрати та ризики рефінансування.

В європейській практиці важливими орієнтирами боргової дисципліни традиційно виступають референтні значення за процедурою надмірного дефіциту (EDP): дефіцит сектору загального державного управління не більше 3% ВВП та борг не більше 60% ВВП [16]. Такі пороги не є універсальними «границями стійкості» для будь-якої країни, однак вони виконують роль комунікаційного стандарту та інституційної «якорної» рамки, що дозволяє порівнювати фіскальні позиції та дисципліну між країнами. В Україні, своєю чергою, Бюджетний кодекс встановлює граничний рівень державного та гарантованого державою боргу (60% річного номінального ВВП) як елемент бюджетного регулювання, що підсилює потребу в системному моніторингу боргових ризиків саме через індикатори [13].

З огляду на завдання цього підрозділу доцільно подати узагальнену «карту» індикаторів боргової безпеки, які застосовуються в українських методичних підходах та корелюють із міжнародними рамками аналізу боргової стійкості (табл. 1.4). Базовий перелік індикаторів боргової безпеки з пороговими (характеристичними) значеннями закріплено у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (наказ №1277). Вони формалізують боргову безпеку як одну зі складових фінансової безпеки та пропонують вимірювати її через п'ять ключових показників: борг/ВВП, валовий зовнішній борг/ВВП, дохідність ОВДП, індекс EMBI+ Україна, а також співвідношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу [13].

Зміст таблиці 1.4 важливий у двох аспектах. По-перше, набір індикаторів є збалансованим між «фіскальною арифметикою» (борг/ВВП) і «ринковою температурою» (дохідність ОВДП, EMBI+), що дозволяє оцінювати як внутрішню спроможність бюджету, так і зовнішні умови фінансування.

Таблиця 1.4 – Індикатори боргової безпеки в методичних підходах України та їх характеристичні значення

Індикатор	Одиниця	Характеристичні (порогові) значення, наведені в методичних рекомендаціях	Аналітичний зміст для стійкості
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП	%	20; 30; 40; 50; 60	рівень боргового навантаження; база для оцінки фіскального простору
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП	%	40; 45; 55; 60; 70	зовнішня вразливість та валютні ризики на рівні економіки
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку	%	4; 5; 7; 9; 11	вартість внутрішнього ринкового фінансування та процентний ризик бюджету
Індекс EMBI+ Україна	пунктів	200; 300; 500; 700; 1000	суверенна премія за ризик (ринкова оцінка доступу до капіталу)
Відношення офіційних міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу	%	20; 36; 41; 45; 50	«буфер» зовнішньої ліквідності; здатність пом’якшувати зовнішні шоки

По-друге, присутність показника резерви/зовнішній борг підкреслює, що боргова безпека розглядається не ізольовано, а в системі зовнішньої ліквідності та валютної стійкості. Саме це є критично важливим для країн, де частка боргу в іноземній валюті та залежність від офіційного фінансування або зовнішніх ринків можуть істотно впливати на траєкторію боргу.

Разом із тим, для цілісного аналізу фінансової стійкості держави в контексті трансформації структури боргу доцільно доповнювати «ядро» індикаторів боргової безпеки ширшим набором показників, які прямо

відображають ризик рефінансування та поточне бюджетне навантаження. У рамках DSA ключову роль відіграє оцінка потреб у валовому фінансуванні (gross financing needs), оскільки навіть за помірного рівня боргу концентрація погашень у короткому періоді може різко підвищувати ризик ліквідності [14]. Так само важливими є показники відсоткових витрат відносно доходів бюджету та частки платежів із обслуговування і погашення боргу у доходах, які безпосередньо описують «борговий тиск» на бюджет і ризик витіснення пріоритетних видатків. У національних методичних підходах близький за змістом індикатор міститься в блоці бюджетної безпеки (співвідношення сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів бюджету). Узагальнена система індикаторів фінансової стійкості держави, пов'язаних із боргом представлена в табл. 1.5.

Таблиця 1.5 – Узагальнена система індикаторів фінансової стійкості держави, пов'язаних із боргом

Група індикаторів	Приклади показників	Що «зчитує» показник	Який елемент структури боргу на нього впливає
Рівень (stock)	борг/ВВП; борг/доходи	фіскальний простір і потенційне боргове навантаження	валюта, кредитори, інструменти (через оцінювання), наявність гарантій
Вартість (cost)	середня ставка/дохідність; відсотки/доходи	бюджетний тиск процентних платежів	фікс./плаваюча ставка, частка ринкових інструментів, премія за ризик
Рефінансування (liquidity)	валові потреби у фінансуванні; частка боргу з погашенням до 1 року	ризик ліквідності та «піки» погашень	строковість, концентрація погашень, валютна структура коротких зобов'язань
Валютна вразливість	частка FX-боргу; резерви/зовнішній борг	чутливість до девальвації та зовнішніх шоків	валюта зобов'язань, тип кредитора (офіційний/ринковий), наявність хеджування
Ринкове сприйняття	EMBI+; спреди; дохідність ОВДП	доступ до капіталу та суверенний ризик	частка ринкового боргу, прозорість, інституційні фактори, структура кредиторів
Контингентні ризики	гарантований борг; квазіфіскальні зобов'язання	ймовірність «матеріалізації» додаткового боргу	гарантії, зобов'язання держпідприємств, умови контрактів

Запропонована класифікація індикаторів важлива тим, що «показує місце» трансформації структури боргу у загальній системі фінансової стійкості. Якщо фокусуватися лише на борг/ВВП, то можна пропустити суттєве зростання ризиків через зміну валютної структури або скорочення середнього строку до погашення. Натомість включення показників ліквідності та вартості дає змогу відстежувати, як саме зміни у портфелі (наприклад, переорієнтація на коротші ОВДП чи збільшення частки інструментів із плаваючою ставкою) транслюються у бюджетні ризики. Цей підхід узгоджується з міжнародною логікою DSA, де аналіз не обмежується центральною траєкторією, а доповнюється стрес-тестами та оцінкою фіскальних ризиків.

Для наочного узагальнення взаємозв'язку «структура боргу → індикатори боргової безпеки → фінансова стійкість» доцільно представити концептуальну схему (рис. 1.2). Її логіка полягає в тому, що структура боргу є «передавальним механізмом», а індикатори боргової безпеки – «приладами», які фіксують результуючі ризики, вартість і ліквідність боргової позиції.

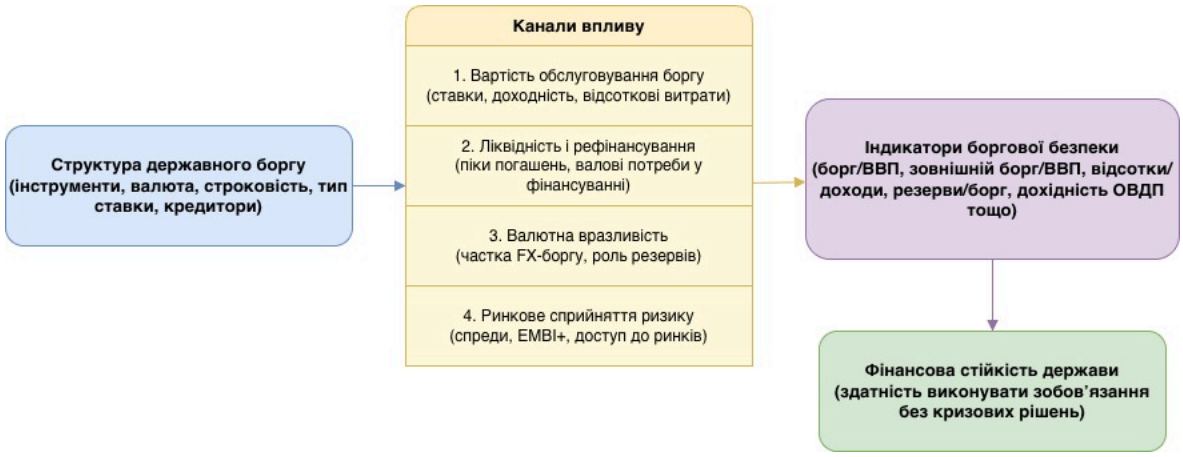


Рисунок 1.2 – Взаємозв'язок структури державного боргу з фінансовою стійкістю та індикаторами боргової безпеки

Таким чином, поняття фінансової стійкості держави у борговому контексті доцільно трактувати як інтегральну здатність державних фінансів витримувати шоки та забезпечувати керовану траєкторію боргу, що підтверджується системою індикаторів рівня, вартості та ризику. Індикатори боргової безпеки

виконують роль «раннього попередження», а їх інтерпретація має здійснюватися з урахуванням структури боргу та інституційних рамок (фіскальні правила, бюджетне законодавство, стандарти статистики та аналізу стійкості).

1.3. Методичні підходи до оцінювання трансформації боргової структури

Оцінювання трансформації структури державного боргу є окремим методичним завданням, відмінним від простого аналізу динаміки його обсягу. Якщо рівень боргу відображає «масштаб» зобов'язань, то структура боргу характеризує «якість» боргового портфеля, тобто те, як саме борг розподілено за інструментами, строками, валютами, типами процентної ставки та кредиторами. Саме структура визначає канали, через які макроекономічні шоки (зміна процентних ставок, девальвація, зниження доступу до ринків, зростання премій за ризик) транслюються у бюджетні витрати, потреби рефінансування та суверенні ризики. Тому сучасні рамки аналізу боргової стійкості та суверенних ризиків наполягають на поєднанні показників рівня боргу з оцінкою ризиків, чутливості до шоків та ширших фіскальних ризиків, включно з умовними зобов'язаннями [17, 18].

Початковою умовою коректного оцінювання трансформації боргової структури є визначення меж боргу, адже різні інституційні та статистичні підходи можуть давати різні «картини» структури. Для методично коректного аналізу необхідно:

– зафіксувати сектор (центральний уряд, загальне державне управління, публічний сектор);

– визначити інструментальний склад боргу (повний перелік боргових інструментів чи звужений набір);

– уточнити принцип оцінювання (номінальна/ринкова вартість, консолідований/неконсолідований показник).

Саме ці параметри узгоджуються зі стандартами статистики державних фінансів і боргу публічного сектору та забезпечують порівнянність і відтворюваність розрахунків.

У практиці управління боргом оцінювання трансформації структури завжди має бути пов'язане з метою боргового менеджменту. Згідно з настановами міжнародних інституцій, базова мета управління державним боргом полягає у забезпеченні потреб уряду у фінансуванні та виконанні платіжних зобов'язань за найнижчою можливою вартістю у середньо- та довгостроковому періоді за прийнятного рівня ризику. Відповідно, «якість» структури боргу оцінюють через компроміс «вартість–ризик» (cost–risk trade-off), де вартість відображається процентними витратами й дохідностями, а ризик – валютною вразливістю, ризиком рефінансування та процентним ризиком. Ця логіка формалізована у переглянутих керівних принципах управління державним боргом і в рамці середньострокової стратегії управління боргом (MTDS), яка пропонує системний підхід до вибору бажаної структури боргу.

З методичного погляду оцінювання трансформації структури боргу доцільно проводити як послідовність взаємопов'язаних етапів (табл.1.6):

– підготовка даних і вибір дефініції;

– описова (дескриптивна) структуризація портфеля;

– кількісне вимірювання структурних зрушень;

– ризик-орієнтоване оцінювання змін;

– сценарне та стрес-оцінювання;

– інтерпретація результатів і формування висновків для боргової політики.

Такий алгоритм дозволяє уникнути ситуації, коли дослідження обмежується констатацією зміни часток, але не пояснює, як ці зміни впливають на боргову безпеку і фінансову стійкість.

Таблиця 1.6 – Узагальнений алгоритм оцінювання трансформації структури державного боргу та очікувані результати

Етап	Зміст робіт	Типові результати
1. Вибір дефініції та периметра	сектор боргу; інструменти; оцінювання; період і частота даних	однозначна база розрахунків, узгоджена зі стандартами статистики боргу
2. Описова структуризація	частки за валютою, строковістю, ставкою, інструментами, кредиторами; профіль погашень	«паспорт» боргового портфеля за ключовими ознаками
3. Вимірювання структурних зрушень	індекси змін структури; показники концентрації; декомпозиція змін	кількісна оцінка глибини та напрямів трансформації
4. Ризик-орієнтований аналіз	показники рефінансування, валютного та процентного ризику; зв’язок із витратами	оцінка зміни профілю ризиків і «ціни» структури
5. Сценарії та стрес-тести	макрошоки (курс/ставки/зростання); альтернативні структури запозичень; GFN	перевірка стійкості структури за несприятливих умов
6. Інтерпретація і висновки	узгодження з індикаторами боргової безпеки; рекомендації	обґрунтовані висновки щодо якості трансформації та напрямів політики

Описова структуризація боргу ґрунтується на побудові багатовимірного «профілю» портфеля. На цьому етапі базовими є частки боргу:

– за резидентністю кредитора (внутрішній/зовнішній);

– за валютою (національна/іноземна);

– за строковістю (коротко-, середньо-, довгостроковий борг та детальний розподіл за «вікнами» погашення);

– за типом процентної ставки (фіксована/плаваюча/індексована);

– за інструментами (цінні папери/позики/інші боргові інструменти відповідно до статистичних стандартів);

– за типами кредиторів (офіційні двосторонні, багатосторонні, ринкові).

Такий «паспорт» є необхідним мінімумом для подальшого кількісного вимірювання змін і ризиків.

Для кількісного вимірювання структурних зрушень у часі застосовують індексні та метричні підходи, які дозволяють перейти від опису «частка

зросла/зменшилася» до вимірювання масштабу трансформації. Найбільш прикладними є:

– показники зміни часток (Δs_i) для кожної категорії;

– індекси структурних зрушень, які узагальнюють зміни за всіма категоріями;

– показники концентрації (наприклад, для валют, кредиторів або строкових «вікон»).

Для індексів структурних зрушень у практиці часто використовують міру, подібну до «половини суми абсолютних змін часток»:

$$S_t = \frac{1}{2}\sum_{i=1}^{n}\left|s_{i,t} - s_{i,t-1}\right|, \tag{1.1}$$

де

$s_{i,t}$ – частка *i*-ої складової структури у період *t*;

n – кількість складових (категорій) структури;

$S \in [0;1]$ – узагальнена міра змін структури між *t-1* і *t*.

Такий індикатор приймає значення від 0 (структура не змінилася) до 1 (максимально можлива зміна) і дає узагальнену оцінку інтенсивності трансформації. Методично ці підходи є нейтральними до природи боргу, тому їх доцільно доповнювати ризик-орієнтованими показниками, щоб визначити, чи поліпшила трансформація профіль стійкості.

Окремим важливим інструментом є показники концентрації, які застосовують для оцінки залежності від окремих валют або груп кредиторів. Типовою мірою є індекс Герфіндаля–Гіршмана:

$$HHI_t = \sum_{i=1}^{n} s_{i,t}^2, \tag{1.2}$$

де

$s_{i,t}$ – частка *i*-ї складової (наприклад, валюти, групи кредиторів або інструментів) у період *t*;

HHI_t – показник концентрації (чим більше значення, тим вища концентрація).

Вищі значення HHI означають більшу концентрацію та, як правило, вищі ризики залежності. Такий підхід добре узгоджується з практичною логікою управління боргом, де диверсифікація валют, строків і кредиторів розглядається як механізм зниження уразливості до шоків. Цей принцип є складовою підходів до формування стратегії управління боргом у рамці MTDS, де оцінюється, як альтернативні структури впливають на ризик і вартість [16].

Ризик-орієнтований блок методики є центральним для оцінювання трансформації структури боргу у контексті фінансової стійкості. Тут ключовими є три групи ризиків: рефінансування (ліквідності), валютний і процентний ризик. Ризик рефінансування пов’язаний із концентрацією погашень і необхідністю залучати нове фінансування для погашення старого боргу. У методичних підходах аналізу стійкості боргу особливе значення надають валовим потребам у фінансуванні (gross financing needs), які враховують погашення основної суми та дефіцит, що фінансується, і тим самим показують «пікове» навантаження на ринок/кредиторів у конкретні періоди. Валютний ризик відображає чутливість боргового навантаження та бюджетних витрат до змін обмінного курсу і зазвичай оцінюється через частку боргу в іноземній валюті та співвідношення резервів до зовнішніх зобов’язань, що також прямо відображено серед індикаторів боргової безпеки в національних методичних рекомендаціях. Процентний ризик пов’язаний із тим, як швидко борг переоцінюється при зміні ставок (частка боргу з плаваючою ставкою або з близьким терміном «рефіксації»). У практиці MTDS для цього використовують показники типу середнього часу до рефіксації (average time to refixing) або частки боргу, що

потребує рефіксації протягом року, які відображають чутливість витрат бюджету до зміни ставок.

Таблиця 1.7 – Показники ризику та вартості для оцінювання трансформації структури боргу в логіці «вартість–ризик»

Блок	Показник (приклади)	Інтерпретація зміни	Структурний драйвер
Вартість	середня ефективна ставка; дохідність внутрішніх запозичень; відсотки/доходи бюджету	зростання означає посилення бюджетного тиску	тип інструментів, премія за ризик, частка ринкового боргу
Рефінансування	частка боргу з погашенням до 1 року; концентрація погашень; валові потреби у фінансуванні	зростання означає вищий ризик ліквідності	скорочення строків, домінування коротких інструментів
Валютний ризик	частка FX-боргу; резерви/зовнішній борг	зростання FX-частки підвищує чутливість до девальвації	валютна структура, тип кредитора (ринковий/офіційний)
Процентний ризик	частка боргу з плаваючою ставкою; частка, що переоцінюється протягом року	зростання підвищує чутливість до ставки	структура ставок, частка індексованих/плаваючих інструментів
Концентраційний ризик	HHI за валютами/кредиторами	зростання означає залежність від вузького кола факторів	концентрація кредиторів або валют

Сценарні та стрес-оцінювання є методичною надбудовою над структурним і ризик-орієнтованим аналізом і дозволяють відповісти на ключове питання: чи є спостережувана (або запланована) структура боргу стійкою в разі несприятливих змін макроумов. У міжнародній практиці цей підхід реалізується через аналіз траєкторії боргу та її чутливості в рамках DSA; порівняння альтернативних структур запозичень за підходом MTDS. DSA зосереджується на макрофіскальній динаміці та сценаріях шоків (зростання, первинне сальдо, процентні ставки, обмінний курс), тоді як MTDS деталізує вибір структури

інструментів і валют, порівнюючи альтернативи за очікуваною вартістю та ризиками. У випадку країн із суттєвими зовнішніми обмеженнями або залежністю від офіційного фінансування релевантною є і логіка LIC DSF, яка підкреслює узгодження майбутніх боргових платежів із здатністю економіки та бюджету їх обслуговувати, а також оцінку ризику боргового дистресу.

На практиці MTDS пропонує виконувати порівняння альтернативних стратегій через аналітичний інструментарій, який поєднує макроущільнені припущення (про ставки, курс, інфляцію) з портфельними параметрами боргу (валюта, строковість, тип ставки) і формує оцінки очікуваних витрат і ризиків за різними варіантами запозичень. У відповідних методичних матеріалах підкреслено, що «сутність» MTDS полягає саме у формуванні вибору політики запозичень через аналіз компромісу «вартість–ризик» і в узгодженні боргових рішень з макроекономічною політикою та розвитком внутрішнього ринку боргових інструментів. Такий підхід безпосередньо відповідає потребі оцінити трансформацію структури боргу: чи веде вона до зниження ризиків за прийнятної вартості, чи навпаки – «купує» тимчасову дешевизну ціною зростання вразливості. Схема оцінювання трансформації структури державного боргу представлено на рис.1.3

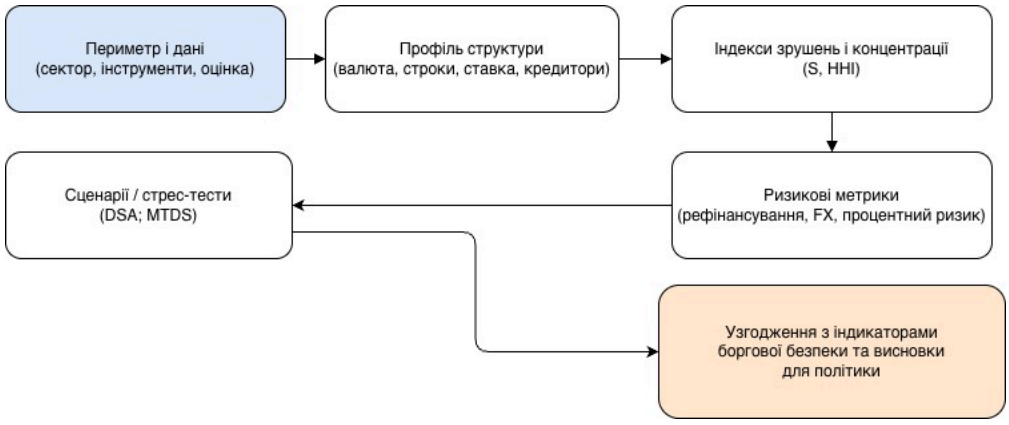


Рисунок 1.3 – Методична схема оцінювання трансформації структури державного боргу в логіці «структура → ризики → стійкість»

Окремий методичний напрям оцінювання трансформації боргової структури пов’язаний не стільки з портфельними метриками, скільки з оцінкою інституційної спроможності боргового менеджменту. Зміна структури боргу часто є наслідком не лише ринкових умов, а й того, наскільки ефективно організовано процеси планування запозичень, управління ризиками, обліку, звітності та координації з фіскальною й монетарною політикою. Для цього у світовій практиці застосовується інструментарій DeMPA (Debt Management Performance Assessment), який оцінює спроможність системи управління державним боргом за набором індикаторів, що охоплюють управління стратегією, координацію, прозорість, операційні ризики та інші функції. У методології DeMPA підкреслюється комплексний характер оцінювання та спрямованість на підвищення ефективності управління борговими операціями. З погляду структури боргу це важливо, оскільки стабільно «якісна» трансформація (подовження строків, зниження концентрації, керованість процентного ризику) потребує відповідних інституційних процедур і спроможності прогнозувати та керувати ризиками. Співвіднесення портфельного та інституційного підходів до оцінювання трансформації структури боргу представлено в табл. 1.8.

Таблиця 1.8 – Співвіднесення портфельного та інституційного підходів до оцінювання трансформації структури боргу

Підхід	Що оцінює	Типові інструменти	Практична користь для дослідження
Портфельний (структурно-кількісний)	зміни часток і параметрів боргу; ризики та вартість	індекси зрушень, HHI, показники рефінансування/FX/ставки, DSA/MTDS	показує, як трансформація структури впливає на стійкість і боргову безпеку
Інституційний (спроможність управління)	якість процесів, стратегування, прозорості, контроль операційних ризиків	DeMPA та суміжні оцінки	пояснює, чи здатна система відтворювати «якісну» структуру та підтримувати її

У межах магістерського дослідження, методично доцільно комбінувати портфельний і сценарний підходи як основні, а інституційний – як пояснювальний контекст, який допомагає інтерпретувати причини та обмеження трансформації. Практично це означає, що в аналітичній частині доцільно:

– зафіксувати обрану дефініцію боргу;

– побудувати структуру за ключовими ознаками;

– розрахувати індикатори структурних зрушень і концентрації;

– оцінити зміну ризиків і вартості через узгоджену систему показників;

– інтерпретувати результати через індикатори боргової безпеки та рамки стійкості боргу.

Отже, методичні підходи до оцінювання трансформації боргової структури можна узагальнити як систему взаємодоповнюючих інструментів: статистично коректне визначення периметра боргу; структурний опис і кількісна оцінка зрушень; ризик-орієнтовані метрики, що пов’язують структуру з фінансовою стійкістю; сценарний і стрес-аналіз для перевірки якості структури в умовах шоків; а також інституційні оцінки спроможності боргового менеджменту. Саме така інтеграція дозволяє перейти від констатації змін у структурі боргу до обґрунтованого висновку, чи зміни підвищують боргову безпеку і фінансову стійкість держави.

1.4. Висновки до розділу 1

У розділі 1 узагальнено теоретико-методичні засади аналізу державного боргу та фінансової стійкості, що створює логічну основу для подальшого дослідження трансформації боргової структури України. Показано, що державний борг доцільно трактувати одночасно як макрофінансовий інструмент міжчасового перерозподілу ресурсів і як юридично та статистично визначену сукупність зобов’язань, межі якої залежать від обраного периметра (сектор державного управління, набір інструментів, принцип оцінювання та консолідації). Обґрунтовано, що саме структура боргу (валютна, строкова,

інструментальна, кредиторська та за типом процентної ставки) формує ризиково-вартісний профіль портфеля й визначає канали впливу боргу на бюджетні обмеження та фінансову стійкість.

Розкрито зміст фінансової стійкості держави як інтегральної здатності публічних фінансів забезпечувати виконання функцій держави та обслуговування зобов'язань без переходу до кризових рішень, що вимагає оцінювання не лише рівня боргу, а й витрат на його обслуговування, потреб у рефінансуванні та чутливості до макроекономічних шоків. Систематизовано індикатори боргової безпеки, які застосовуються у національних методичних підходах, та показано їх зв'язок із міжнародною логікою аналізу боргової стійкості (DSA), де ключове значення мають показники боргового навантаження, вартості фінансування, валових потреб у фінансуванні та показники зовнішньої ліквідності.

Сформовано методичний інструментарій оцінювання трансформації боргової структури, який поєднує описову структуризацію портфеля з кількісним вимірюванням структурних зрушень і концентрації (зокрема через індекс структурних зрушень та індекс Герфіндаля–Гіршмана), ризик-орієнтовані метрики (валютний, процентний ризики та ризик рефінансування) і сценарно-стресовий аналіз у логіці компромісу «вартість–ризик» (з урахуванням підходів MTDS та рамок оцінювання боргової стійкості). Визначено, що саме інтеграція структурних показників з індикаторами боргової безпеки дозволяє перейти від констатації зміни часток боргу до висновків щодо якості трансформації та її наслідків для фінансової стійкості держави.

Отримані в розділі 1 теоретичні положення та методичні підходи забезпечують підґрунтя для розділу 2, у якому буде проведено аналіз динаміки та структурних зрушень державного і гарантованого державою боргу України, а також оцінено їхній вплив на боргові ризики, вартість обслуговування та показники фінансової стійкості.

РОЗДІЛ 2
АНАЛІЗ ТРАНСФОРМАЦІЇ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА ЇЇ ЧИННИКІВ

2.1. Динаміка обсягу та структури державного і гарантованого державою боргу України

Боргова динаміка України у 2019–2024 рр. демонструє зміну режиму боргового фінансування: від відносно стабільної траєкторії (передвоєнний період) до різкого збільшення номінального обсягу боргу в умовах повномасштабної війни, що зумовлено одночасною дією трьох груп чинників. По-перше, зростанням потреб бюджету у фінансуванні оборонних і соціальних видатків, по-друге, суттєвим розширенням обсягів офіційної міжнародної підтримки (позики/кредити від МФО та урядів партнерів), по-третє, курсовими та макроекономічними ефектами, що впливають на гривневий еквівалент зовнішніх зобов'язань. Показово, що за підсумками 2019 року сукупний державний та гарантований державою борг у гривневому еквіваленті зменшився до 1 998,3 млрд грн, тоді як у доларовому еквіваленті становив близько 84,4 млрд дол. США; серед причин окремо підкреслювалося зміцнення національної валюти упродовж року [19].

У воєнний період траєкторія боргу змінилася. Станом на 31 грудня 2023 року державний та гарантований державою борг України становив 5 519,5 млрд грн, або 145,3 млрд дол. США, а станом на 31 грудня 2024 року – 6,98 трлн грн, або 166,1 млрд дол. США [20; 21]. У цих значеннях відображено не лише залучення нового боргового ресурсу, а й перерахунок значної частини зобов'язань у гривню за поточним курсом, адже зовнішня складова портфеля домінує. Окремо Міністерство фінансів України зазначало, що за попередніми розрахунками співвідношення державного боргу до очікуваного ВВП у 2024 році

становило 87,9% [21], що є важливим орієнтиром при оцінюванні боргової стійкості.

Таблиця 2.1 узагальнює ключові контрольні точки динаміки сукупного державного та гарантованого державою боргу (на річних та проміжних зрізах), що дає змогу простежити як довгостроковий тренд, так і короткострокові коливання в межах 2024 року.

Таблиця 2.1 – Динаміка державного та гарантованого державою боргу України за контрольними датами (2019–2024 рр.)

Дата (станом на)	Обсяг боргу, млрд грн	Обсяг боргу, млрд дол. США
31.12.2019	1 998,3	84,4
31.12.2023	5 519,5	145,3
31.03.2024	5 924,3	151,1
30.09.2024	6 409,0	155,7
31.12.2024	6 980,0	166,1

Наведені дані фіксують закономірність: протягом 2024 року борг зростав як у гривневому, так і в доларовому еквіваленті, однак темпи приросту за проміжними періодами є нерівномірними. Це узгоджується з логікою бюджетного процесу та графіками надходження зовнішнього фінансування (транші МФО/партнерів), а також з операціями управління державним боргом. На практиці це означає, що для коректної інтерпретації боргової динаміки доцільно поєднувати річні підсумки з квартальними/місячними зрізами, оскільки одноразові великі надходження або реструктуризаційні рішення можуть суттєво змінювати короткострокову картину без зміни довгострокового тренду.

Ключовою характеристикою сучасної боргової позиції України є домінування зовнішньої складової. За даними Міністерства фінансів України, станом на 31 грудня 2023 року зовнішній державний та гарантований державою борг становив 3 863 млрд грн (69,99% загальної суми), або 101,7 млрд дол. США, тоді як внутрішній – 1 656,5 млрд грн (30,01%), або 43,6 млрд дол. США [20]. Станом на 31 грудня 2024 року частка зовнішнього боргу зросла до 72,3% (5,05 трлн грн, або 120,1 млрд дол. США), а внутрішнього – становила 27,7% (1,93

трлн грн, або 46,0 млрд дол. США) [21]. Аналогічна пропорція спостерігалася і на проміжному зрізі 30 вересня 2024 року: зовнішній борг 72%, внутрішній 28% [24].

Щоб формалізувати структурні зрушення, у таблиці 2.2 наведено порівняння внутрішньої та зовнішньої складових боргу для двох річних точок і одного проміжного періоду. Такий підхід дозволяє перейти від констатації «зовнішній борг домінує» до кількісної оцінки зміни часток, що важливо для подальшого аналізу чинників (валютний ризик, залежність від офіційного фінансування, реструктуризаційні обмеження тощо).

Таблиця 2.2 – Структура державного та гарантованого державою боргу України за джерелом залучення (внутрішній/зовнішній)

Показник	31.12.2023	30.09.2024	31.12.2024
Зовнішній борг, млрд грн	3 863,0	4 613,0	5 050,0
Частка зовнішнього боргу, %	69,99	72,0	72,3
Зовнішній борг, млрд дол. США	101,7	112,1	120,1
Внутрішній борг, млрд грн	1 656,5	1 796,0	1 930,0
Частка внутрішнього боргу, %	30,01	28,0	27,7
Внутрішній борг, млрд дол. США	43,6	43,6	46,0

Зміна структури боргу за ознакою «внутрішній/зовнішній» у воєнний період має чітке інституційне пояснення: суттєва частина зовнішнього боргового ресурсу формується за рахунок кредитів і позик від офіційних кредиторів, тоді як ринкове зовнішнє фінансування (єврооблігації, комерційні кредити) обмежене через високі ризики. У публічних матеріалах також акцентується, що значна частка боргу є пільговим фінансуванням від міжнародних партнерів [20], тобто борговий портфель у середньому може мати м’якші умови (ставка/строк), ніж у разі домінування комерційних запозичень. Водночас навіть пільгове фінансування не усуває боргових ризиків, оскільки збільшує майбутній борговий сервіс та підтримує високий рівень боргу до ВВП у середньостроковій перспективі.

Додатково на якісну структуру боргу впливають процеси реструктуризації комерційних зовнішніх зобов’язань. Міжнародні огляди підкреслювали, що

Україна входила у переговорний процес щодо реструктуризації частини зовнішнього комерційного боргу (зокрема, єврооблігацій) у межах підходів, узгоджених з рамкою боргової стійкості МВФ, а законодавчі рішення дозволяли тимчасово призупиняти виплати за певними інструментами на період переговорів [24]. Паралельно у фокусі залишалися ВВП-варанти (GDP-linked warrants) як специфічний інструмент, що потенційно може створювати пікові платежі за умов відновлення економічного зростання, що вимагає врахування при аналізі боргового навантаження та сценаріїв боргової стійкості.

Отже, аналіз динаміки та структури державного і гарантованого державою боргу України показує, що у 2023–2024 рр. відбулося суттєве нарощування номінального обсягу боргу та закріплення домінування зовнішньої складової на рівні близько 70–72% сукупного портфеля [20, 21]. Це означає, що подальша оцінка чинників трансформації має враховувати: валютно-курсову чутливість портфеля, роль офіційних кредиторів і пільгового фінансування, інституційні обмеження та рішення у сфері реструктуризації комерційних інструментів, макроекономічну базу у вигляді траєкторії ВВП та бюджетного дефіциту.

2.2. Вартість обслуговування та боргові ризики в умовах макрофінансових шоків

Вартість обслуговування державного боргу є ключовою ланкою взаємозв’язку між борговою політикою та фінансовою стійкістю держави, оскільки відображає, скільки бюджетних ресурсів щороку спрямовується на виплату відсотків і погашення основної суми зобов’язань, а також визначає потребу в рефінансуванні (rollover). У воєнний період для України ця категорія набула підвищеної ваги, адже макрофінансові шоки (падіння/нестабільність реального ВВП, інфляційні сплески, курсові коливання, зміна умов доступу до ринків капіталу) посилюють невизначеність щодо майбутніх бюджетних доходів і видатків, а отже – ускладнюють планування боргових платежів та управління ризиками. Логіка боргової стійкості в таких умовах переходить від «мінімізації

вартості за звичайних умов» до «мінімізації вартості за прийнятного рівня ризику» та збереження керованості графіка платежів (liquidity/financing needs). Це прямо відповідає підходам міжнародних інституцій до управління державним боргом, де акцент робиться на балансі «вартість–ризик» і контролі ринкових та рефінансингових ризиків.

У структурі боргового навантаження доцільно розрізняти:

– відсоткові платежі (interest) як ціну залучених ресурсів;

– погашення основної суми боргу (principal) як реалізацію графіка амортизації;

– валові потреби у фінансуванні (gross financing needs, GFN), що включають дефіцит бюджету та погашення боргу й тим самим показують, який обсяг ресурсів держава має мобілізувати протягом року.

У практиці оцінювання ризиків саме показник GFN часто розглядається як «операційний» вимір боргової вразливості: навіть за прийнятного рівня боргу до ВВП, надмірні річні потреби у фінансуванні можуть створювати ризики ліквідності, особливо за шоків доступу до ринків або затримок зовнішньої офіційної підтримки. Така постановка питання є принциповою для України, оскільки у воєнних умовах макрофінансова стабільність значною мірою підтримується регулярністю надходження зовнішнього фінансування та можливістю внутрішніх запозичень у гривні.

Для відображення каналів впливу макрофінансових шоків на вартість обслуговування боргу та боргові ризики доцільно використати узагальнювальну схему (рисунок 2.1).

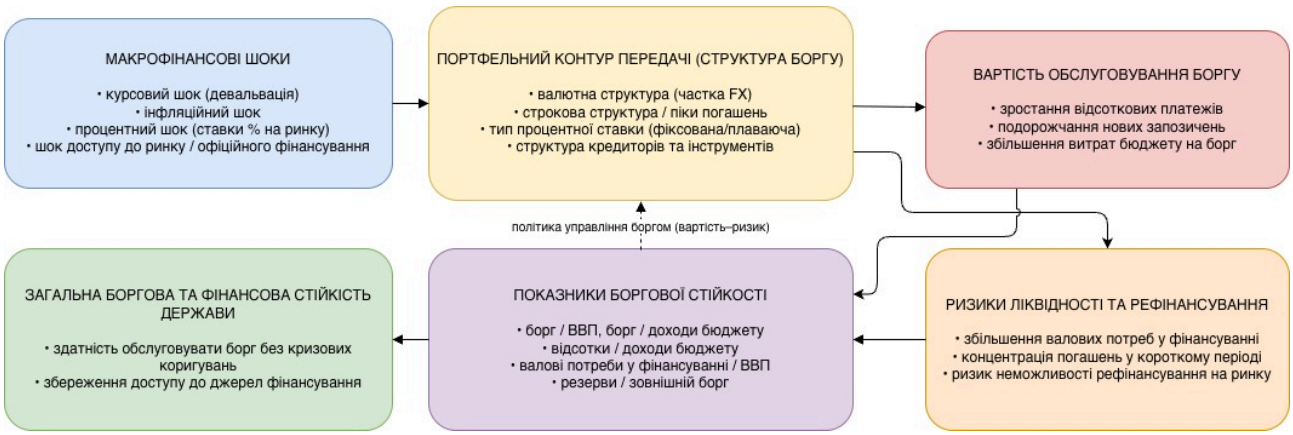


Рисунок 2.1 – Канали впливу макрофінансових шоків на вартість обслуговування боргу та боргові ризики

Вона показує, що шоки курсу, інфляції та процентних ставок «перекладаються» на борговий портфель через валютну структуру, переоцінку зобов’язань, зміну дохідностей нових запозичень, а також через графік погашень і потреби у рефінансуванні. З погляду фінансової стійкості це означає, що навіть за зниження «середньої вартості» боргу ризики можуть зростати, якщо збільшується частка інструментів із потенційно волатильними платежами або концентрується пік погашень у майбутні роки.

Управління борговим портфелем України у 2022–2024 рр. відбувалося за умов різкого підвищення невизначеності та необхідності одночасно забезпечувати фінансування критичних бюджетних потреб; стримувати некероване зростання вартості боргу; згладжувати графік платежів; зменшувати чутливість до валютних та процентних шоків. На цьому тлі важливо зафіксувати емпірично підтверджений тренд: за даними Міністерства фінансів України, станом на 31.12.2024 з 2022 року зменшилася середньозважена вартість державного та гарантованого боргу (з 7,79% до 5,09%) і зросла середньозважена строковість (з 6,27 до 12,26 років). Це свідчить про переорієнтацію фінансування на більш пільгові та довші за строком інструменти, насамперед у сегменті офіційного зовнішнього кредитування, що безпосередньо знижує короткостроковий тиск на бюджет через відсоткові платежі та піки рефінансування.

Водночас «середня вартість» не повністю відображає ризиковий профіль портфеля, адже ключові загрози у воєнний період формуються не лише ціною запозичень, а й можливими стрибками потреб у фінансуванні, валютною переоцінкою зовнішніх зобов'язань, а також умовами доступу до ринків. Саме тому у міжнародних оцінках стійкості України акцент робиться на потребах у фінансуванні та борговому сервісі як частці ВВП у різних сценаріях. Наприклад, у сценарних розрахунках МВФ (пост-єврообмін, downside) валові потреби у фінансуванні (GFN) у 2023–2027 рр. залишаються дуже високими (табл. 2.3), а компонент «обслуговування боргу» (debt service) зберігає значну частку в структурі GFN; при цьому помітним є розподіл на «локальновалютний» та «іноземновалютний» борговий сервіс, що відображає валютні ризики й чутливість до курсових змін.

Таблиця 2.3 – Показники валових потреб у фінансуванні та боргового сервісу України у сценарному вимірі (за оцінками МВФ; % ВВП)

Показник	2023	2024	2025	2026	2027
Валові потреби у фінансуванні (GFN)	25,8	27,7	34,5	30,7	19,5
з них: борговий сервіс (debt service)	10,0	14,5	17,7	17,4	14,9
борговий сервіс у нац. валюті	6,9	9,9	12,6	12,2	10,5
борговий сервіс в іноз. валюті	3,1	4,6	5,1	5,2	4,5

Наведені оцінки дозволяють зробити важливий висновок: у період макрофінансових шоків критичною стає саме керованість щорічних потреб у фінансуванні та боргових платежів, адже вони визначають «попит держави на ресурс» і чутливість до ринкових умов. Якщо в якийсь рік (або групу років) одночасно зростають дефіцит, погашення та вартість нових запозичень, ризики переходять у площину ліквідності – коли навіть формально «обслуговуваний» борг може створити касові розриви або вимагати екстрених рішень (перегляд структури запозичень, тимчасові заходи, реструктуризаційні домовленості). Саме це пояснює, чому міжнародні кредитори вимагають від України рамкових параметрів стійкості та передбачуваності боргового профілю (зокрема – щодо середньострокових цілей за боргом і GFN у постпрограмному періоді) і чому

реструктуризаційні рішення розглядаються як інструмент зниження ризиків, а не лише як «разова подія».

Одним із найвагоміших чинників зниження короткострокового навантаження на бюджет у 2024 році стала реструктуризація єврооблігацій. У матеріалах МВФ зазначено, що угода (exchange offer) забезпечила суттєве боргове полегшення: номінальний «haircut» загального боргового сервісу (основна сума + відсотки) оцінено на рівні 36%, а NPV-haircut (за ставкою дисконту 5%) – близько 48%; середнє подовження строків погашення – 4,2 року. Окремо підкреслюється тимчасова відсутність платежів за одним із типів нових інструментів протягом програмного періоду, що зменшує поточні бюджетні видатки на зовнішній комерційний борг. Ключові метрики реструктуризації єврооблігацій України у 2024 р. представлено в табл. 2.4.

Таблиця 2.4 – Ключові метрики реструктуризації єврооблігацій України у 2024 р. (млн дол. США, якщо не зазначено інше)

Показник	До реструктуризації	Після реструктуризації	Зміна, %
Сукупний борговий сервіс (2024–2036)	31 707	20 294	-36,0
Відсотки	12 038	6 420	-46,7
Основна сума (та обсяг реструктурованого боргу)	19 670	13 874	-29,5
NPV (дисконт 5%)	24 320	12 614	-48,1

Разом із тим, реструктуризація не «скасовує» ризики, а змінює їх профіль у часі: зменшується тиск у найближчі роки, але зберігається потреба в активному управлінні піками погашення в подальшій перспективі та контролі умов повторного виходу на ринки. Додатковий шар ризиків створюють інструменти з контингентними виплатами (наприклад, елементи, прив’язані до макропоказників), які потенційно збільшують платежі в разі «кращого за прогноз» зростання. У підході МВФ також прямо зазначено, що неврегульовані компоненти комерційного боргу (зокрема зростання-залежні інструменти) здатні формувати суттєві фіскальні ризики, якщо їх не інтегрувати в загальну

конструкцію відновлення боргової стійкості. У межах державного боргового менеджменту ризики зазвичай групують у кілька базових категорій: ринкові (процентний і валютний), ризик рефінансування, ризик ліквідності, а також кредитно-операційні та інституційні ризики (включно з умовними зобов'язаннями) (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Матриця боргових ризиків України в умовах макрофінансових шоків та типові індикатори моніторингу

Група ризику	Зміст ризику	Як проявляється під час шоків	Типові індикатори (приклади)
Процентний ризик	зростання вартості нових/плаваючих запозичень	підвищення ставок у гривні та/або премій ризику	ефективна ставка портфеля; частка боргу з плаваючою ставкою; середній час до перегляду ставки
Валютний ризик	переоцінка зовнішнього боргу та валютних виплат	девальвація збільшує борг/платежі у перерахунку на грн	частка боргу в іноземній валюті; валютна структура сервісу; FX-стрес-тести
Ризик рефінансування	неможливість/дороговизна перекредитування	піки погашення + обмежений доступ до ринків	середній строк до погашення; частка боргу зі строком ≤ 1 року; профіль погашень
Ризик ліквідності	касові розриви в бюджеті	затримка зовнішньої допомоги / просідання доходів	GFN; резерв ліквідності; календар платежів
Ризики умовних зобов'язань	матеріалізація гарантій/квазіфіскальних зобов'язань	необхідність підтримки держсектору/критичної інфраструктури	обсяг гарантованого боргу; розкриття/реєстр гарантій; оцінка фіскальних ризиків
Операційно-правові/ринковий доступ	правові обмеження, спреди, репутаційні фактори	зростання спредів, складність нових запозичень	суверенні спреди; результати розміщень; рейтингові зміни

Така класифікація є загальноприйнятою в міжнародних принципах управління боргом та реалізується у рамках середньострокових стратегій управління боргом (MTDS), де кількісно порівнюють альтернативні сценарії запозичень за критеріями «очікувана вартість» і «ризик» (волатильність витрат, чутливість до шоків, концентрація погашень).

В українських реаліях особливої уваги потребує взаємодія внутрішнього ринку ОВДП та банківської системи з фіскальними потребами. Національний банк України в оглядах фінансової стабільності наголошує, що потенціал зростання внутрішніх запозичень зберігається завдяки значній ліквідності банківської системи та привабливим ринковим умовам, а портфелі ОВДП у бізнесу та домогосподарств мають тенденцію до збільшення. Водночас наголошується і на волатильності «боргового» компоненту фінансового стресу через зміни спредів за суверенними єврооблігаціями, що відображає саме ризик ринкового доступу та переоцінку ризиків інвесторами.

Отже, в умовах макрофінансових шоків «вартість обслуговування боргу» для України слід розглядати не лише як бюджетний рядок відсоткових видатків, а як інтегральний результат взаємодії:

– структури портфеля (валюта, строковість, інструменти);

– сценарію макроекономічної динаміки (зростання, інфляція, курс, ставки);

– стабільності доступу до офіційного та ринкового фінансування;

– наявності/відсутності реструктуризаційних домовленостей і їхнього впливу на профіль платежів.

Практична логіка управління борговими ризиками в такій ситуації полягає у зниженні концентрації погашень, нарощуванні частки довгих і відносно дешевих офіційних ресурсів, розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів у національній валюті та мінімізації контингентних (умовних) виплат, здатних «вистрелити» у період відновлення економіки. Ці підходи є узгодженими як із міжнародними принципами управління державним боргом,

так і з рамками середньострокового боргового планування (MTDS), що формують основу для подальшого аналізу боргової трансформації України.

2.3. Фактори трансформації боргової структури та їх кількісна оцінка

Трансформація структури державного і гарантованого державою боргу України у 2022–2024 рр. сформувалася під впливом сукупності чинників, що одночасно змінювали як обсяг боргового портфеля, так і його «якість» за ключовими ознаками: часткою зовнішнього/внутрішнього боргу, валютною чутливістю, строковістю, умовами обслуговування та складом кредиторів. На відміну від «мирних» періодів, коли структура еволюціонує переважно під впливом ринкових умов та політики внутрішніх запозичень, у воєнний час домінуючим драйвером стала потреба у безперервному фінансуванні дефіциту бюджету та критичних видатків, що забезпечувалася здебільшого офіційною зовнішньою підтримкою, а також зміною режимів боргового управління (подовження строків, здешевлення фінансування, реструктуризаційні рішення) [25].

Для кількісного аналізу чинників трансформації доцільно використовувати дві взаємодоповнюючі логіки: структурну (як змінювалися частки й параметри портфеля) та факторну (що саме «пояснює» приріст боргу та зміну його гривневого еквівалента) (табл. 2.6).

У структурному вимірі базовими є зміни часток зовнішнього та внутрішнього боргу, оскільки вони безпосередньо визначають валютний ризик і залежність від умов зовнішнього фінансування. За офіційними даними Мінфіну, станом на 31.12.2024 зовнішній борг становив 72,3% сукупного державного та гарантованого боргу, внутрішній – 27,7% [25].

Ключовим «макрофактором», який пояснює трансформацію структури боргу, є перехід до домінування зовнішнього офіційного фінансування у воєнний період. Саме через нього відбулися дві важливі зміни: по-перше, зростання частки зовнішнього боргу у портфелі, по-друге – помітне поліпшення середніх

умов портфеля (зниження середньозваженої вартості та збільшення середньозваженої строковості), що відображає розширення пільгових довгострокових інструментів у складі зобов'язань.

Таблиця 2.6 – Основні чинники трансформації структури державного боргу України та показники-проксі для кількісного оцінювання

Група чинників	Зміст впливу на структуру боргу	Показники для кількісної оцінки (проксі)	Джерельна база
Бюджетно-фіскальний	зростання потреб у фінансуванні (дефіцит + погашення) → зміна обсягів запозичень та графіка платежів	валові потреби у фінансуванні; борговий сервіс; параметри стійкості в DSA	звіти МВФ (EFF reviews, SRDSA)
Валютно-курсовий	переоцінка зовнішнього боргу в гривневому еквіваленті за зміни курсу	«ефект переоцінки» (різниця між приростом у грн та приростом у дол.); частка зовнішнього боргу	дані Мінфіну, офіційний курс НБУ
Процентно-ринковий	зміна вартості фінансування і умов внутрішніх запозичень (ОВДП), премії ризику	середньозважена вартість боргу; дохідності/ставки; показники доступу до ринків	стратегія управління боргом, НБУ/ринкові огляди
Кредиторська структура (офіційна підтримка)	зростання частки пільгових офіційних кредитів → подовження строків і здешевлення портфеля	середньозважена вартість і строковість; частка зовнішнього боргу; опис кредиторів	Мінфін, MTDS
Реструктуризаційний	зміна профілю платежів/NPV комерційного зовнішнього боргу	параметри обміну єврооблігацій; оцінки боргового полегшення; комунікації про угоди	МВФ (SRDSA/EFF), Reuters

Мінфін у підсумковій інформації за 2024 рік прямо фіксує ці зрушення: середньозважена вартість боргу зменшилася порівняно з 2022 роком, а строковість зросла.

Для формалізації «глибини» структурного зсуву за ознакою внутрішній/зовнішній борг доцільно використати індекс структурних зрушень для двох категорій. Якщо частка зовнішнього боргу збільшилася з 69,99% (на 31.12.2023) до 72,3% (на 31.12.2024), то для двокомпонентної структури інтенсивність зсуву дорівнює половині суми абсолютних змін часток, тобто 0,0231 (2,31 в.п.). Це означає, що за один рік відбулося статистично помітне

зміщення структури у бік зовнішніх зобов'язань, яке має прямі наслідки для валютної чутливості та залежності від зовнішніх графіків фінансування [25].

Наступним за значущістю чинником трансформації є валютно-курсовий ефект, який впливає на борг через переоцінку зовнішньої складової у гривневому еквіваленті. Навіть за незмінного боргу в доларовому еквіваленті, зростання курсу гривні до долара збільшує гривневий показник боргу. Це особливо важливо для України, де зовнішня частка портфеля перевищує 70%.

Щоб кількісно оцінити курсовий внесок у приріст боргу в гривні, доцільно зіставити показники загального боргу, які Мінфін одночасно публікує у гривні та доларах. На цій основі можна отримати «імпліцитний» курс перерахунку (UAH/USD) як відношення гривневого обсягу боргу до доларового за однакову дату (табл. 2.7).

Таблиця 2.7 – Оцінка курсового внеску у приріст боргу України в гривневому еквіваленті (на основі даних Мінфіну)

Показник	31.12.2023	31.12.2024	Зміна 2024/2023
Держ. та гарантований борг, млрд грн	5 519,5	6 980,0	+1 460,5
Держ. та гарантований борг, млрд дол. США	145,3	166,1	+20,8
Імпліцитний курс перерахунку, грн/дол. США	≈ 38,0	≈ 42,0	зростання курсу
Борг 2023 р. у перерахунку за курсом 2024 р., млрд грн	≈ 6 105,0	–	–
Курсовий ефект (переоцінка), млрд грн	≈ +585,5	–	–
Інші фактори (чисте нарощення боргу та інші зміни), млрд грн	≈ +875,0	–	–

Примітка: оцінка курсового ефекту виконана як різниця між боргом 2023 року, перерахованим за імпліцитним курсом 2024 року, та фактичним боргом 2023 року у гривні. Розрахунок є наближеним, але базується на офіційно оприлюднених парах значень у грн і дол. США.

Отриманий результат означає, що суттєва частина приросту боргу в гривневому еквіваленті у 2024 році пояснюється саме курсовою переоцінкою зовнішніх зобов'язань, тоді як решта – чистим нарощенням боргу та іншими змінами (структурою залучення, погашеннями, можливими статистичними/обліковими коригуваннями). У контексті фінансової стійкості це

принципово: навіть якщо доларова величина боргу змінюється помірніше, гривневий показник може суттєво зростати через валютний канал.

Важливим чинником трансформації структури боргу у 2024 році виступили реструктуризаційні рішення щодо комерційного зовнішнього боргу. Вони мають двоїстий вплив: з одного боку, зменшують поточні виплати та розтягують графік платежів, з іншого – змінюють інструментальний склад боргу, можуть формувати нові контингентні платежі та впливають на «ринкове сприйняття» ризику. МВФ у документах щодо програми з Україною підкреслює роль боргової операції з єврооблігаціями та відображає її у базових припущеннях аналізу боргової стійкості (SRDSA), що означає інтеграцію реструктуризації у «конструкцію» відновлення стійкості. За повідомленнями Reuters, реструктуризація єврооблігацій на суму порядку 20 млрд дол. США була схвалена переважною більшістю тримачів і спрямована на стабілізацію фінансового профілю країни у воєнний час [26].

Щоб звести факторну логіку у компактний аналітичний вигляд, доцільно використати схему, яка показує взаємодію основних факторів трансформації структури боргу: дефіцит і потреби у фінансуванні → вибір джерел фінансування (офіційні зовнішні/внутрішні ОВДП) → зміна часток і умов портфеля → валютна переоцінка зовнішньої частини → зміна боргових ризиків і вартості обслуговування. Факторна модель трансформації структури державного боргу України у воєнний період представлена на рис. 2.2.



Рисунок 2.2 – Факторна модель трансформації структури державного боргу України у воєнний період

У підсумку, кількісна оцінка факторів трансформації структури боргу у 2023–2024 рр. дозволяє виділити три провідні драйвери. Перший – зміна джерел фінансування у бік зовнішнього офіційного ресурсу, що відобразилося у збільшенні частки зовнішнього боргу та поліпшенні середніх умов портфеля (вартість/строковість). Другий – курсовий фактор, який забезпечив значну частку приросту боргу у гривні через переоцінку зовнішньої складової, що підтверджується розрахунком «імпліцитного» курсу та оцінкою курсового ефекту. Третій – реструктуризаційний чинник, який змінив профіль платежів за комерційним зовнішнім боргом і включений МВФ у рамку оцінювання боргової стійкості, водночас впливаючи на інструментальну структуру та ризики у середньостроковій перспективі.

2.4. Висновки до розділу 2

У розділі 2 проаналізовано ключові результати та механізми трансформації структури державного і гарантованого державою боргу України в умовах воєнних макрофінансових шоків. Встановлено, що у 2023–2024 рр. відбулося суттєве зростання номінального обсягу боргу: з 5 519,5 млрд грн (145,3 млрд дол. США) станом на 31.12.2023 до 6,98 трлн грн (166,1 млрд дол. США) станом на 31.12.2024. При цьому у 2024 році борг зростав протягом року нерівномірно, що узгоджується з траншевим характером зовнішнього фінансування та операціями управління боргом.

Доведено, що визначальною рисою сучасної боргової позиції є домінування зовнішньої складової, яка у 2024 році стабільно становила близько 72% сукупного портфеля (72,3% станом на 31.12.2024), тоді як внутрішня складова – близько 28%. Це означає підвищену чутливість боргових показників у гривневому еквіваленті до курсових змін та посилену залежність від графіків і умов зовнішнього (передусім офіційного) фінансування, що є критичним для оцінювання боргової безпеки та фінансової стійкості держави.

Показано, що вартість обслуговування боргу та боргові ризики в умовах шоків формуються як інтегральний результат взаємодії структури портфеля (валюта, строковість, інструменти), макроекономічних параметрів (курс, інфляція, ставки, темпи зростання) та доступу до фінансування. Зафіксовано зміщення боргового портфеля в бік дешевших і довших ресурсів: за даними Мінфіну, середньозважена вартість державного та гарантованого боргу з 2022 року зменшилася до 5,09% станом на 31.12.2024, а середньозважена строковість зросла до 12,26 років, що знижує короткостроковий тиск на бюджет і ризик рефінансування.

Разом із тим доведено, що основними загрозами у воєнний період є ризик ліквідності та ризик рефінансування, які проявляються через високі валові потреби у фінансуванні та значні обсяги боргового сервісу в окремі роки. Сценарні оцінки МВФ підтверджують, що навіть за умов структурного «здешевлення» боргу потреби у фінансуванні та борговий сервіс можуть залишатися високими в середньостроковому періоді, що підсилює значення прогнозованості зовнішніх надходжень і розвитку внутрішнього ринку запозичень у національній валюті.

Виконано кількісну інтерпретацію факторів трансформації боргової структури. Встановлено, що приріст боргу в гривневому еквіваленті у 2024 році значною мірою пояснюється курсовою переоцінкою зовнішніх зобов’язань, що є прямим наслідком високої частки зовнішнього боргу в портфелі. Також обґрунтовано вагомість реструктуризаційного чинника: боргова операція з єврооблігаціями змінила профіль платежів і була інтегрована в рамку оцінювання стійкості боргу, водночас формуючи нові параметри ризику в середньо- та довгостроковій перспективі.

РОЗДІЛ 3
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ: СЦЕНАРІЇ УПРАВЛІННЯ БОРГОМ ТА ПРАКТИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ

3.1. Оцінка боргової стійкості України: базовий стан і ключові тригери ризику

Оцінювання боргової стійкості України в умовах повномасштабної війни доцільно будувати як поєднання кількісного «зрізу» поточного стану державного та гарантованого державою боргу і аналізу факторів, що здатні швидко погіршити траєкторію боргу через шоки зростання, курсу, ставок та обсягів зовнішнього фінансування. Такий підхід узгоджується з логікою боргового аналізу в міжнародній практиці (DSA), де ключову роль відіграють не лише рівень боргу, а й потреби у валовому фінансуванні та здатність економіки/бюджету обслуговувати зобов'язання за сценаріїв погіршення умов. У випадку України ця постановка особливо актуальна через структурні зсуви: високу частку зовнішніх зобов'язань, домінування офіційного (пільгового) фінансування та значну невизначеність щодо тривалості воєнних ризиків.

Базовий стан боргу доцільно фіксувати станом на кінець 2024 року як опорну точку перед формуванням сценаріїв. За даними Міністерства фінансів України, станом на 31.12.2024 державний та гарантований державою борг становив 6,98 трлн грн (166,1 млрд дол. США). При цьому зовнішня складова дорівнювала 5,05 трлн грн (72,3% загального обсягу), внутрішня – 1,93 трлн грн (27,7%). Попередня оцінка співвідношення боргу до очікуваного ВВП у 2024 році – 87,9%. Одночасно Мінфін зазначає позитивні зрушення в «якості» боргу: з 2022 року середньозважена вартість боргу знизилась з 7,79% до 5,09%, а середньозважений строковий профіль зріс із 6,27 до 12,26 року (на 31.12.2024). Це означає, що попри високий рівень боргу відносно ВВП, частина ризиків пом'якшена завдяки пільговості та подовженню строків, однак вразливості

залишаються значними через валютну структуру та залежність від зовнішньої підтримки [26-35].

Для переходу від «опису боргу» до оцінки боргової стійкості необхідний набір KPI, який відображає:

– боргове навантаження (stock indicators);

– поточні та майбутні потреби у фінансуванні (flow indicators);

– цінову та валютну чутливість;

– ліквідність та спроможність виконання зобов’язань.

В українській практиці важливим орієнтиром є система індикаторів боргової безпеки, подана у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки (зокрема блок «боргова безпека» та споріднені бюджетні/валютні індикатори), де наведені характеристичні (порогові) значення для ключових співвідношень (табл. 3.1).

З таблиці видно, що для України принципово важливо розрізняти «рівень боргу» і «керованість боргу». Високий борг/ВВП сам по собі не означає негайної кризи, якщо відсоткове навантаження помірне, строки погашення розтягнуті, валові потреби у фінансуванні (GFN) не створюють нездійсненних рефінансингових піків. Водночас навіть за пільгового фінансування саме GFN у близькі роки та валютна структура визначають «зону ризику»: у DSA логіка підкреслює, що вразливість посилюється, коли фінансування у короткому горизонті потребує великих обсягів і є чутливим до шоків.

У міжнародному DSA для України окреслено конкретні боргові «якорі» реструктуризації: борг (без ERA-зобов’язань) має сягнути 65% ВВП до 2033 року; валові потреби у фінансуванні (без ERA-обслуговування) мають у середньому становити 8% ВВП у постпрограмному періоді 2028–2033 років; як проміжний орієнтир – 82% ВВП до 2028 року. Ці цілі прямо задають рамку, в якій оцінюються сценарії, а також акцентують роль «потокових» показників (GFN) як головного каналу суверенного стресу в найближчі роки [37-39].

Таблиця 3.1 – KPI боргової стійкості та порогові орієнтири (боргова безпека/DSA-підхід)

KPI (індикатор)	Розрахунок	Аналітичний зміст	Порогові/цільові орієнтири (джерела)
1) Державний і гарантований борг / ВВП, %	(Борг / ВВП)×100	Узагальнене боргове навантаження, сигнал довгострокової стійкості	Характеристичні значення: 20–60% (метод. рек.), практично критично при стійкому перевищенні верхніх меж; ціль реструктуризації: 65% ВВП до 2033 р. (без ERA-зобов'язань)
2) Валові потреби у фінансуванні (GFN) / ВВП, %	(Дефіцит + Погашення боргу) / ВВП ×100	Ключовий індикатор «рефінансування»: показує, який обсяг ресурсів треба залучити щороку	У DSA для України: ціль — середнє 8% ВВП у 2028–2033 рр. (без ERA-обслуговування), при цьому близькі роки можуть бути значно вищі
3) Платежі з обслуговування+погашення боргу / доходи держбюджету, %	(Обслуг.+Погаш.) / Доходи ×100	Тиск боргу на бюджет, ризик витіснення пріоритетних видатків	Характеристичні значення: 6–16% (метод. рек.)
4) Частка зовнішнього боргу, %	Зовнішній борг / Загальний борг ×100	Валютний та геополітичний ризик, чутливість до курсу/умов донорів	Факт (31.12.2024): 72,3% зовнішній борг у структурі державного та гарантованого боргу
5) Середньозважена вартість боргу, %	WAIR (середньозваж.)	Ціновий ризик, вплив на видатки бюджету	Факт (31.12.2024): 5,09% (зниження з 2022 р.)
6) Середньозважений строк до погашення, років	WAM/ATM	Ризик перекредитування та «піків» погашень	Факт (31.12.2024): 12,26 року (подовження з 2022 р.)
7) Офіційні резерви / валовий зовнішній борг, %	Резерви / ВЗБ ×100	Ліквідність для зовнішніх платежів та шоків	Характеристичні значення: 20–50% (метод. рек.)
8) Суверенний ризик (EMBI+ Україна), б.п.	Ринковий індикатор	Відображає «ціну ризику» та доступ до ринків	Характеристичні значення: 200–1000 (метод. рек.)

Карта ризиків боргової стійкості України (ймовірність/вплив) представлена на рис. 3.1.



Рисунок 3.1 – Карта ризиків боргової стійкості України (ймовірність/вплив)

Карта відображає ключові тригери, що здатні погіршити KPI боргової стійкості (борг/ВВП, GFN/ВВП, борговий тиск на бюджет, валютну вразливість).

Кожен тригер впливає на боргову стійкість через конкретні «канали передачі». По-перше, валютний канал: за високої частки зовнішнього боргу девальвація підвищує гривневий еквівалент боргу, погіршує борг/ВВП та збільшує бюджетні витрати на обслуговування зовнішніх зобов’язань у нацвалюті; саме тому структура боргу (валютна частка) є не менш важливою за абсолютний рівень. Факт домінування зовнішньої компоненти (72,3% на кінець 2024 року) означає підвищену чутливість боргових показників до курсу та умов зовнішнього офіційного фінансування.

По-друге, канал валових потреб у фінансуванні (GFN): навіть за відносно помірної вартості та подовжених строків боргу, високі GFN у близькі роки формують ризик «перекредитування» і залежність від регулярності надходжень допомоги/рефінансування. У DSA для України прямо підкреслено, що уразливість у середньостроковому горизонті значною мірою пов’язана з великими потребами у фінансуванні, а також високою невизначеністю прогнозу

(ширина «віяла» боргової траєкторії). Це означає, що критичним стає не лише борговий рівень, а й здатність системи щороку «закривати касовий розрив» без накопичення дорогого короткого боргу.

По-третє, ціновий канал (процентні ставки). Для України важливо розмежовувати середньозважену вартість усього портфеля (де значну роль відіграють пільгові офіційні кредити) і граничну вартість залучень на внутрішньому ринку. Навіть за зниження середньозваженої вартості боргу до 5,09% на кінець 2024 року, погіршення інфляційних/монетарних умов здатне підвищувати ставки за новими внутрішніми розміщеннями, що поступово «підтягує» вартість обслуговування і посилює тиск на бюджет.

По-четверте, фіскальний канал: стійкість боргу визначається спроможністю бюджету генерувати достатні первинні результати та доходи для обслуговування зобов'язань без руйнівного скорочення критичних видатків. У цьому контексті показник «обслуговування+погашення / доходи бюджету» є практично важливим індикатором боргової безпеки; у методичних рекомендаціях наведено його характеристичні значення (6–16%), що можна застосовувати як орієнтир для оцінки ризику витіснення видатків розвитку та соціальних пріоритетів борговими платежами.

З огляду на наведені KPI та канали шоків, «вузькі місця» у структурі боргу України на базовому етапі доцільно сформулювати так (табл. 3.2).

Перше вузьке місце – висока частка зовнішнього боргу, яка підсилює валютну вразливість і залежність від рішень/графіків офіційних донорів.

Друге – ризик високих GFN у близькі роки, який у разі затримок зовнішнього фінансування або погіршення внутрішнього ринку (ставки/ліквідність) швидко трансформується в суверенний стрес; саме тому в DSA ключовою метою визначено зниження GFN до керованих рівнів у постпрограмному періоді.

Третє – потенційні «піки» боргових платежів і необхідність активного профілювання погашень (ATM/WAM), що частково вже пом'якшено

збільшенням середнього строку до 12,26 року, але потребує підтримання через політику управління боргом.

Таблиця 3.2 – «Вузькі місця» боргової структури та їх зв’язок із KPI

Вузьке місце	Як проявляється у KPI	Потенційний наслідок для стійкості
Висока валютна частка боргу (домінування зовнішнього)	Зростає чутливість борг/ВВП та боргових платежів до курсу	Девальвація → погіршення боргових показників, бюджетний тиск
Високі GFN у короткому горизонті	GFN/ВВП перевищує керовані рівні, зростає потреба в рефінансуванні	Залежність від безперервності зовнішньої допомоги; ризик касових розривів
Ризик зростання вартості запозичень на внутрішньому ринку	Поступово зростає вартість обслуговування та тиск на доходи бюджету	Витіснення пріоритетних видатків, посилення дефіцитного фінансування

Підсумовуючи, базовий стан боргу України характеризується одночасним співіснуванням двох тенденцій: з одного боку, високим рівнем боргу до ВВП та домінуванням зовнішньої складової (що підсилює вразливість), з іншого – покращенням параметрів вартості та строковості портфеля (що пом’якшує короткостроковий тиск). Відтак, оцінка боргової стійкості в межах роботи має зосереджуватися на KPI, які поєднують «запас» і «потік» (борг/ВВП і GFN/ВВП), а також на сценарних тригерах, здатних швидко змінити траєкторію боргу: курс, зростання, ставки та регулярність зовнішнього фінансування. Саме ці елементи формують основу для підрозділів 3.2–3.3, де сценарії управління боргом мають бути «прив’язані» до цільових орієнтирів (65% боргу до ВВП у довгому горизонті та керовані GFN) і до нейтралізації визначених вузьких місць.

3.2. Сценарії оптимізації структури державного боргу та механізми управління ризиками

Оптимізація структури державного боргу в умовах війни та післявоєнного відновлення має трактуватися не як «заміна одного джерела фінансування іншим», а як портфельне налаштування параметрів боргу (валюта, строковість, відсоткова ставка, інструмент, інвесторська база, профіль погашень) під

обмеження фінансової стійкості й боргової безпеки. У сучасних підходах управління боргом ключовим критерієм виступає мінімізація вартості залучень у середньо- та довгостроковому періоді за умови прийнятного рівня ризику, а також забезпечення передбачуваності й безперервності фінансування бюджету навіть за реалізації шокових сценаріїв [41]. Саме тому оптимізація структури боргу доцільна у форматі сценарного планування, де кожен сценарій задає допустимі діапазони ключових показників (KPI) боргової стійкості та відповідний набір інструментів ризик-менеджменту [42].

В українських умовах рамка сценаріїв додатково визначається залежністю від зовнішньої офіційної підтримки та її умов (грантовий елемент, пільговість, строки), станом внутрішнього ринку ОВДП, а також «воєнною премією» ризику для зовнішніх комерційних запозичень. Міністерство фінансів у середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2024–2026 рр. фіксує зростання ролі пільгового фінансування: до повномасштабної війни частка concessional funding становила 25% загального боргу, а в умовах війни – 46%. Це означає, що сценарії оптимізації структури боргу мають бути узгоджені з траєкторією поступового переходу від домінування офіційних ресурсів до більш диверсифікованої структури фінансування, не руйнуючи при цьому боргову стійкість.

У практиці оцінювання боргової стійкості для України в межах програмної логіки МВФ зафіксовано цільові орієнтири реструктуризації та траєкторії боргу: державний борг (без урахування певних зобов’язань, визначених у звіті) має знизитися до 65% ВВП до 2033 року, а валові потреби у фінансуванні (GFN) у післяпрограмний період (2028–2033) – у середньому до 8% ВВП [43]. Такі «якорі» зручно використовувати як верхньорівневі обмеження для сценарного конструювання структури боргу, а на нижньому рівні – деталізувати через параметри портфеля (частка боргу в іноземній валюті, середньозважений строк до погашення, частка боргу з плаваючою ставкою тощо) [43]. У табл. 3.2 сценарії подані як рамка, яка поєднує макрообмеження боргової стійкості та логіку портфельного управління.

Таблиця 3.2 – Параметри сценаріїв оптимізації структури боргу та цільові обмеження фінансової стійкості

Елемент сценарію	Стриманий сценарій (високі ризики, обмежений доступ до ринків)	Базовий сценарій (керована невизначеність, стабільна офіційна підтримка)	Оптимістичний сценарій (відновлення, часткове повернення на ринки)
Домінуючий канал фінансування	офіційні кредити/гранти + внутрішній ринок ОВДП	офіційні кредити/гранти + поступове розширення внутрішнього ринку	внутрішній ринок + офіційні ресурси + обмежені зовнішні ринкові випуски
Ключове обмеження стійкості	контроль GFN та профілю погашень; уникнення піків ліквідності	баланс «вартість–ризик», зниження валютного ризику	зниження премії ризику та рефінансування під довші строки
Орієнтири верхнього рівня	дотримання траєкторії досягнення боргових якорів (65% ВВП до 2033; GFN ~ 8% ВВП у 2028–2033)	ті самі орієнтири як «стеля» та критерій прийнятності структури	ті самі орієнтири + прискорення покращення строковості/валютної структури
Фокус оптимізації портфеля	«розтягування» погашень, ліквідність, кеш-буфер	дедоларизація, розвиток інвесторської бази, зменшення чутливості до ставок/FX	подовження строків, репрофілювання, повернення довіри інвесторів
Ризик-інструменти	активне управління ліквідністю; операції обміну/викупу (за можливості); ліміти ризику	MTDS-аналіз, ліміти валюти/ставки; розвиток внутрішніх інструментів	liability management, «бенчмарки» випусків, преміальна крива дохідності

Їх змістова відмінність полягає в допустимому ступені ринковості фінансування та швидкості структурних змін, тоді як орієнтири верхнього рівня виступають критерієм «непереходу межі» фінансової стійкості. У рамках методології MTDS рекомендовано порівнювати альтернативні стратегії запозичень за очікуваною вартістю та ризиком (через чутливість до процентних ставок, валютного курсу та рефінансування), що дозволяє формалізувати вибір інструментів для кожного сценарію. Приклад дерева сценаріїв оптимізації структури державного боргу та вибір інструментів управління ризиками представлено на рис. 3.2.

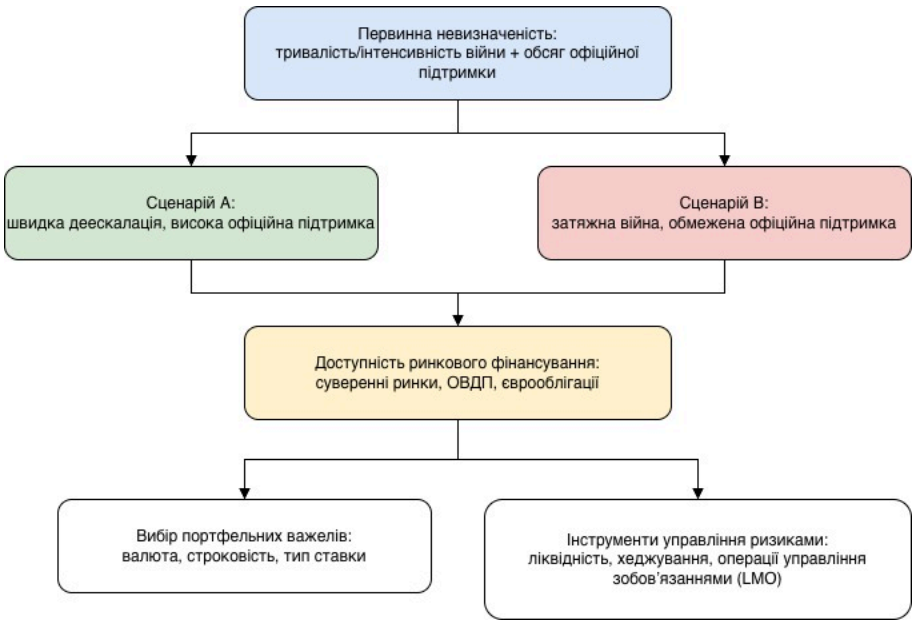


Рисунок 3.2 – Дерево сценаріїв оптимізації структури державного боргу та вибір інструментів управління ризиками

Механізм оптимізації структури боргу в усіх сценаріях доцільно будувати як повторюваний цикл «вимірювання – лімітування – інструментування – контролю». Керівні принципи МВФ/Світового банку наголошують на необхідності чіткого розмежування цілей, повноважень та підзвітності у борговому менеджменті, а також на регулярній публічній звітності щодо ризиків портфеля [41]. З погляду інституційної спроможності важливим є застосування діагностичних інструментів на кшталт DeMPA, які охоплюють політику запозичень, координацію з фіскальною та монетарною політикою, управління операційними ризиками, практики розкриття інформації та аудиту.

У практичному вимірі для України пріоритетними ризиками, які мають бути «вшиті» у сценарії, є: валютний ризик (через високу частку валютних зобов’язань та чутливість до девальвації), ризик рефінансування (піки погашень і концентрація коротких інструментів), процентний ризик (зміни ставок за новими запозиченнями та інструментами з плаваючою ставкою), а також ризик ліквідності бюджету (нерівномірність надходження зовнішньої допомоги та касові розриви). На макрофінансовому рівні Національний банк України у звіті про фінансову стабільність прямо вказує, що індекс фінансового стресу в

першому півріччі 2025 року був волатильним, а джерелом коливань виступав, зокрема, субіндекс державного боргу, чутливий до змін спредів єврооблігацій. Отже, у сценаріях оптимізації структури боргу доцільно передбачати запобіжники проти різких переоцінок ризику на зовнішньому ринку та проти короткострокових піків фінансових потреб.

У табл. 3.3 подано практичну «карту відповідей», що поєднує ризики та KPI-сигнали з набором типових інструментів.

Таблиця 3.3 – Матриця боргових ризиків і рекомендовані механізми управління (портфельний рівень)

Ризик	Канал прояву	KPI/сигнал моніторингу	Базові механізми реагування
Валютний	девальвація збільшує борг/обслуговування в грн	частка боргу в іноземній валюті; чутливість борг/ВВП до курсу	збільшення частки гривневих інструментів; пріоритизація пільгових валютних ресурсів із довгими строками; «природне хеджування» через розвиток внутрішнього ринку
Рефінансування	концентрація погашень → піки GFN	профіль погашень; WAM/ATM; GFN до ВВП	подовження строків; операції обміну/викупу; створення кеш-буфера; «рознесення» аукціонів ОВДП
Процентний	підвищення ставок → дорожче рефінансування	частка боргу з плаваючою ставкою; середня ставка нових залучень	переорієнтація на фіксовані ставки; розвиток довшої кривої дохідності; інструменти з індексацією (за наявності попиту)
Ліквідність бюджету	затримка зовнішніх надходжень → касові розриви	касовий розрив; мінімальний рівень ліквідних резервів	планування резервів ліквідності; календаризація виплат; погодження графіків офіційного фінансування; резервні внутрішні випуски
Умови ринку/спреди	«ризик-перемикання» та стрибок премії	спреди єврооблігацій; показники стресу	поетапне повернення на ринки; прозора комунікація; liability management; підготовка бенчмарків

Логіка побудови узгоджується з підходом MTDS: стратегія запозичень оцінюється через те, як вона змінює розподіл ризиків і профіль витрат, і чи зберігаються цільові обмеження боргової стійкості.

В українському контексті додатковим «нормативним» орієнтиром для боргової безпеки може виступати набір індикаторів та порогових значень у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (наказ №1277), які використовуються в аналітичній практиці для оцінювання боргової складової економічної безпеки [13]. Це дозволяє «приземлити» сценарії на систему порогових значень, з якими працюють національні аналітичні документи.

На інструментальному рівні сценарії оптимізації структури боргу доцільно розгорнути у три взаємопов'язані блоки: стратегія залучень (що і в якій пропорції випускати/залучати), операції управління зобов'язаннями (liability management), управління ліквідністю та операційними ризиками. Перший блок передбачає формування «цільової структури» портфеля: зростання частки гривневих ОВДП та подовження середнього строку внутрішнього боргу, з одночасним використанням пільгового зовнішнього фінансування для згладжування піків фінансових потреб. Другий блок включає обміни, викупи, «свопи» строків та інші операції, які можуть зменшувати ризик рефінансування і нерівномірність погашень, якщо це не суперечить умовам програм та ринковій кон'юнктурі. Третій блок забезпечує наявність резервів ліквідності та процедур контролю ризиків і підзвітності, що є вимогою належних практик управління державним боргом.

Алгоритм управління борговими ризиками в межах сценарної оптимізації структури боргу представлено на рис. 3.3.

Для стриманого сценарію центральним є завдання «пережити» період високої невизначеності з контрольованими піками виплат. Тут акцент робиться на прогнозованості графіка офіційного фінансування, на підтриманні функціонування внутрішнього ринку ОВДП та на управлінні ліквідністю бюджету через резерви й календаризацію платежів.

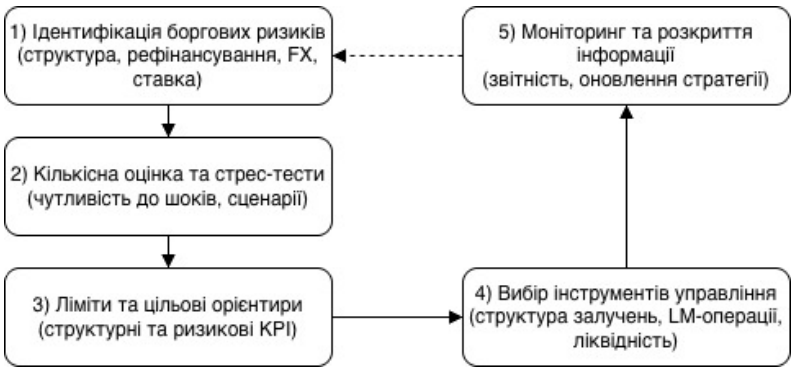


Рисунок 3.3 – Алгоритм управління борговими ризиками в межах сценарної оптимізації структури боргу.

Важливо, щоб профіль погашень не створював касових «провалів», оскільки саме фінансова ліквідність перетворює ринкові коливання на фіскальні кризи. Додатково стриманий сценарій потребує посилення прозорості комунікації, адже в умовах «стрибків» спредів зовнішнього боргу (що відображається у показниках фінансового стресу) навіть технічні рішення можуть мати непропорційний ефект на очікування інвесторів.

У базовому сценарії ключовою стає дедоларизація ризиків та поступова нормалізація структури запозичень. У середньостроковому вимірі це означає: збільшення ролі внутрішнього гривневого фінансування, розвиток ширшої інвесторської бази, перехід до більш «довгої» кривої дохідності та утримання ризиків у межах прийнятного профілю за MTDS-оцінкою. Верхньорівневі «якорі» боргової стійкості (65% ВВП до 2033 року та середній рівень GFN близько 8% ВВП у 2028–2033 роках) виступають тут критерієм узгодженості портфельних рішень із траєкторією стійкості. Тобто навіть за поліпшення умов фінансування зростання короткострокових зобов’язань або валютної частки не може вважатися «оптимізацією», якщо воно підвищує ймовірність порушення цих обмежень у шоковому тесті.

Оптимістичний сценарій допускає обережне повернення до зовнішніх ринкових запозичень та активніші операції управління зобов’язаннями, але лише за умови контролю «вартості ризику» та відсутності концентрації погашень у

вузьких часових вікнах. Тут важливо формувати «бенчмаркові» випуски, вибудовувати преміальну криву дохідності та використовувати liability management для вирівнювання профілю погашень і зменшення ризику рефінансування. Водночас саме у цьому сценарії зростає значення інституційної якості та процедур, на які орієнтується DeMPA (управління операційним ризиком, внутрішній контроль, аудит, якість статистики боргу, розкриття інформації), оскільки повернення довіри ринку є функцією не лише макроцифр, а й якості боргового менеджменту.

Отже, сценарії оптимізації структури державного боргу України мають бути побудовані як портфельні стратегії, обмежені кількісними «якорями» боргової стійкості та підкріплені чітким механізмом управління ризиками. Їх практична реалізація передбачає:

– формалізовані KPI і ліміти ризику (у т.ч. через MTDS-аналіз);

– пріоритизацію інструментів, що знижують валютний та рефінансинговий ризики;

– управління ліквідністю бюджету як першої лінії оборони;

– інституційну спроможність і прозорість як умову зменшення премії ризику. У такій постановці оптимізація структури боргу стає системним елементом забезпечення фінансової стійкості, а не разовим набором тактичних рішень.

3.3. Практичні рекомендації для стейкхолдерів та оцінка очікуваного ефекту

Забезпечення фінансової стійкості України через управління державним боргом потребує узгоджених дій кількох груп стейкхолдерів, оскільки «якість» боргового портфеля визначається не лише рішеннями органу боргового менеджменту, а й параметрами бюджетної політики, режимом монетарної та валютної політики, архітектурою офіційної міжнародної підтримки, глибиною внутрішнього ринку запозичень і рівнем довіри інвесторів. У цьому підрозділі

практичні рекомендації сформовано як пакет взаємопов'язаних заходів, прив'язаний до KPI боргової стійкості та до боргових «якорів» міжнародної рамки оцінювання стійкості: зниження боргу (без окремих визначених зобов'язань) до 65% ВВП до 2033 року та утримання валових потреб у фінансуванні (GFN) в середньому близько 8% ВВП у 2028–2033 рр. Карта стейкхолдерів управління боргом України представлена на рис.3.4.

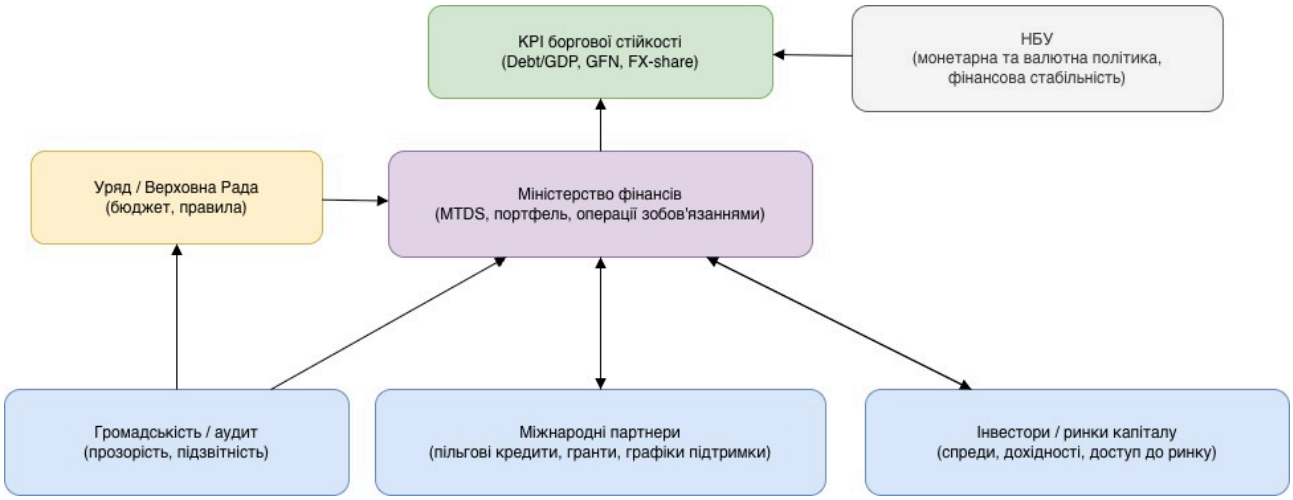


Рисунок 3.4 – Карта стейкхолдерів управління боргом України та канали впливу на фінансову стійкість

Міністерство фінансів формує стратегію й портфель, НБУ впливає на монетарні/валютні умови та фінансову стабільність, Уряд і Верховна Рада задають фіскальні рішення та правові рамки, міжнародні партнери визначають обсяг/пільговість зовнішньої підтримки, інвестори формують ціну ризику (спреди), громадянське суспільство підсилює прозорість і підзвітність; взаємодія цих ланок визначає траєкторію KPI боргової стійкості.

Практичні рекомендації доцільно будувати за принципами належного управління державним боргом: чітко визначені цілі (мінімізація вартості за прийнятного ризику), узгодженість із макрополітикою, прозорість, формалізовані ліміти ризику, а також регулярний моніторинг і контроль інституційної спроможності. Ці принципи зафіксовані в оновлених настановах МВФ/Світового банку, а інституційну «якість» боргового менеджменту доцільно

періодично діагностувати інструментом DeMPA, який охоплює політику, координацію, операційні ризики, облік боргу і практики розкриття інформації.

Рекомендації для Міністерства фінансів України (борговий менеджмент і портфель). Центральною практичною задачею є переведення сценаріїв оптимізації у щорічний план запозичень та операцій управління зобов'язаннями (liability management), який обмежує ризики за портфельними лімітами та узгоджується з цілями середньострокової стратегії управління боргом (MTDS). MTDS на 2024–2026 рр. прямо визначає орієнтацію на оптимізацію структури боргу та фіксує суттєве зростання ролі пільгового фінансування у воєнний період, що створює «вікно можливостей» для подовження строків і зниження вартості, але водночас підсилює валютну залежність і вимогу до передбачуваності графіків зовнішніх надходжень.

Рекомендації для НБУ (монетарно-валютні умови і фінансова стабільність). Завданням НБУ є мінімізувати канали, через які шоки переходять у борговий стрес: різкі курсові коливання, стрибки премії ризику та порушення ліквідності. У Звіті про фінансову стабільність НБУ (червень 2025) підкреслюється, що джерелом волатильності індексу фінансового стресу були, зокрема, коливання субіндексу державного боргу через різкі зміни спредів єврооблігацій. Це означає практичну важливість комунікаційної політики, прогнозованості фінансових умов та координації з Мінфіном щодо календаря залучень/погашень і управління ліквідністю.

Рекомендації для Уряду та Верховної Ради (фіскальні правила, правова рамка, реформи доходів). Оскільки боргова стійкість визначається не лише портфелем, а й здатністю бюджету обслуговувати зобов'язання, практичні рішення мають включати середньострокове планування доходів/видатків і реформування доходної бази. У програмних документах МВФ для України боргова стійкість розглядається як функція поєднання фінансування, макродинаміки й реформ; цільові «якорі» (65% боргу до ВВП до 2033; середній GFN близько 8% ВВП у 2028–2033) слугують базою для узгодження бюджетної траєкторії з борговою.

Рекомендації для міжнародних партнерів (ЄС, МВФ, Світовий банк, донори). Практичний внесок партнерів полягає не лише в обсязі ресурсів, а й у структурі підтримки: грантовий елемент, тривалі строки, низькі ставки, а головне – передбачувані графіки надходжень. Для боргової стійкості критичним є зменшення ризику «касових розривів», які трансформують технічні затримки фінансування у вимушене дороговартісне рефінансування. Відповідно до DSA-логіки МВФ, уразливість посилюється саме через великі валові потреби у фінансуванні в окремі роки; тому більш рівномірна та прогнозована підтримка прямо знижує ризики ліквідності й рефінансування.

Рекомендації для інвесторів і фінансового сектору (ринкове фінансування, внутрішній ринок ОВДП). Повернення довіри та формування «нормальної» кривої дохідності можливе лише за умов прозорої, стабільної та передбачуваної боргової політики. З боку держави це означає стандартизацію випусків, підвищення якості розкриття інформації та регулярність операцій; з боку інвесторів – готовність формувати попит на довші інструменти у гривні та підтримувати розвиток вторинного ринку. Інституційний аспект (прозорість, управління ризиками, облік і контроль) напряму відображений у підході DeMPA і може бути використаний як практичний «чек-лист» підвищення довіри.

Рекомендації для громадянського суспільства й органів контролю (прозорість, підзвітність). Практична роль полягає у підтриманні якості звітності, аналізі боргових ризиків і контролі дотримання стратегічних цілей. Для України додатковим орієнтиром є система боргових індикаторів у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки (наказ №1277), що дозволяє «приземляти» боргову дискусію до порогових значень і порівнюваних показників.

Узагальнені практичні рекомендації для стейкхолдерів та KPI, на які вони впливають наведено в табл.3.4.

Таблиця 3.4 – Практичні рекомендації для стейкхолдерів та KPI, на які вони впливають

Стейкхолдер	Рекомендація (практична дія)	KPI/цільовий параметр	Очікуваний ефект
Мінфін	Оновлювати план запозичень через MTDS/MTDS-логіку з портфельними лімітами (FX-share, ATM/WAM, частка плаваючих ставок), запускати регулярні операції liability management (обміни/викупи/профілювання)	Debt/GDP, GFN/GDP, FX-share, ATM/WAM, середня вартість	Згладжування піків погашень, зниження ризику рефінансування, поступове скорочення валютної вразливості
НБУ	Координація з Мінфіном щодо ліквідності та календаря платежів; політика, що зменшує курсові «стрибки»; комунікації для зниження стресу	FX-чутливість, індикатори фінстресу/спреди	Зменшення волатильності «боргового» субіндексу фінансового стресу, стабілізація очікувань
Уряд/ВРУ	Середньострокове бюджетне планування під «боргові якорі»; заходи з підсилення доходів/ефективності видатків	Debt/GDP, обслуговування/доходи, GFN/GDP	Зменшення структурного дефіциту та боргового тиску на бюджет, підтримка траєкторії стійкості
Міжнар. партнери	Переорієнтація підтримки на більш довгі й пільгові інструменти, підвищення частки грантів та прогнозованості надходжень	GFN/GDP, профіль платежів, ліквідність	Зниження ризику касових розривів, зменшення потреби в дорогому короткому боргу
Інвестори/фін сектор	Розвиток попиту на довші гривневі інструменти, підтримка вторинного ринку, стандартизація інструментів	FX-share, ATM/WAM, премія ризику	Поступове зниження премії ризику і підвищення «ринковості» без зростання вразливостей
Громадськість /контроль	Моніторинг KPI та порогів боргової безпеки, контроль прозорості	Індикатори боргової безпеки	Підвищення підзвітності, дисципліна реалізації стратегії, зниження репутаційних ризиків

Оцінювання ефекту запропонованих рекомендацій доцільно виконувати у форматі логічної моделі: (1) дії (policy actions) → (2) безпосередні результати в портфелі (portfolio outputs) → (3) зміни KPI боргової стійкості (outcomes) → (4) досягнення боргових «якорів» і зниження системних ризиків (impact). У такій логіці навіть за неможливості точно «прорахувати» всі величини без повного набору даних, можливо коректно оцінити напрям і механізм впливу, а також узгодити його з офіційними рамками (MTDS, DSA).

Логічна модель оцінки ефекту рекомендацій у борговій політиці України представлена на рис.3.5.



Рисунок 3.5 – Логічна модель оцінки ефекту рекомендацій у борговій політиці України.

Очікуваний ефект 1: зниження ризику рефінансування через згладжування профілю погашень і контроль GFN. Практичні заходи (профілювання, обміни, стандартизований випуск «довших» ОВДП, прогнозовані графіки офіційної підтримки) безпосередньо працюють на показник валових потреб у фінансуванні. У рамці DSA для України саме контроль GFN визначено одним із ключових боргових «якорів» (середнє близько 8% ВВП у 2028–2033 рр.), тому зменшення піків платежів є пріоритетним результатом сценарної оптимізації.

Очікуваний ефект 2: зменшення валютної вразливості шляхом поступового нарощування частки внутрішнього боргу у гривні та зниження FX-

чутливості. З огляду на домінування зовнішньої складової у портфелі, навіть за пільгових умов зовнішніх кредитів валютний канал залишається базовим тригером стресу. Тому практичний ефект політики дедоларизації боргових ризиків проявляється не стільки у негайному зниженні номінального боргу, скільки у зменшенні коливань боргових показників в гривні при шоках обмінного курсу. Поступове підсилення внутрішнього ринку запозичень (за умови прийнятної вартості) знижує системний ризик, що узгоджується з цілями MTDS як інструмента оптимізації структури боргу.

Очікуваний ефект 3: стабілізація ринкового сприйняття ризику та зменшення волатильності «боргового» стресу. Практичні кроки з прозорості, регулярності ринкових операцій, інституційного зміцнення процедур і розкриття інформації мають прямий вплив на премію ризику, яка у воєнних умовах проявляється у різких коливаннях спредів суверенних єврооблігацій. НБУ у звіті про фінансову стабільність фіксує, що саме зміни спредів були джерелом волатильності субіндексу державного боргу, отже заходи, що зменшують ймовірність різких переоцінок (передбачувані рішення, якісна комунікація, інституційна дисципліна), мають вимірний ефект у каналі фінансової стабільності.

Очікуваний ефект 4: підвищення інституційної спроможності та зниження операційних/репутаційних ризиків боргового менеджменту. Використання DeMPA як рамки діагностики дозволяє перевести якісні вимоги (координація політик, внутрішній контроль, якість записів боргу, управління ризиками, звітність) у набір практичних кроків. Інституційний ефект важливий тим, що він підсилює результативність усіх інших заходів: портфельні ліміти та LM-операції працюють значно ефективніше за наявності якісних даних, процедур та підзвітності.

Матриця очікуваного ефекту представлено в табл. 3.5.

Таблиця 3.5 – Матриця очікуваного ефекту: рекомендації → зміни в портфелі → KPI → стратегічні «якорі»

Блок рекомендацій	Зміна в портфелі (outputs)	KPI-ефект (outcomes)	Стратегічна ціль (impact)
Профілювання/LM-операції, стандартизація випусків	зменшення концентрації погашень, підвищення ATM/WAM	зниження GFN-піків, менший ризик рефінансування	наближення до цілі GFN ~ 8% ВВП (2028–2033)
Дедоларизація ризиків, розвиток гривневого ринку	зростання частки гривневих інструментів	нижча FX-чутливість боргу/бюджету	стійкіша траєкторія Debt/GDP у шоках
Прогнозованість зовнішньої підтримки (графіки/пільговість)	подовження строків, нижча середня вартість	менший тиск на бюджет, нижчі ризики ліквідності	підтримка траєкторії зниження Debt/GDP до 65% ВВП до 2033
Координація з НБУ, комунікації	нижча волатильність фінумов, менше «стресових» епізодів	стабільніші спреди/менше фінстресу	зниження системного ризику фінансової стабільності
Прозорість і контроль (DeMPA, звітність, аудит)	якісні записи боргу, контроль операційних ризиків	менші операційні та репутаційні ризики	підвищення довіри та «ціни» фінансування

Для практичної реалізації пропонується впровадити «дашборд боргової стійкості» як регулярний (квартальний) інструмент управління, що включає показники Debt/GDP, GFN/GDP, частку зовнішнього боргу та валютних зобов’язань, ATM/WAM, частку інструментів із плаваючою ставкою, борговий тиск на бюджет (обслуговування/доходи), а також ринкові індикатори стресу (спреди, індикатори фінансової стабільності). Пороги й орієнтири можуть поєднувати міжнародні «якорі» DSA та національні індикатори боргової безпеки згідно з наказом №1277, що підсилює порівнюваність і дисципліну управління.

У підсумку, практичний ефект запропонованого пакета рекомендацій полягає у зниженні ключових боргових вразливостей України (валютної чутливості, ризику рефінансування та ліквідності, волатильності ринкових очікувань) через портфельні, інституційні та координаційні механізми. Важливо, що ефект слід трактувати як послідовний: короткостроково домінують заходи

управління ліквідністю та профілем погашень, середньостроково – розвиток гривневого сегмента та зниження FX-ризику, довгостроково – досягнення боргових «якорів» і нормалізація доступу до ринків на прийнятних умовах.

3.4. Висновки до розділу 3

У розділі 3 обґрунтовано підхід до забезпечення фінансової стійкості України через сценарне управління державним боргом, де ключовим є баланс «вартість–ризик» і контроль не лише рівня боргу, а передусім потокових показників ліквідності та рефінансування. Базовий стан боргу окреслено через актуальні параметри портфеля та структури: значний обсяг державного і гарантованого боргу за одночасного домінування зовнішньої складової формує підвищену валютну вразливість, тоді як зниження середньозваженої вартості й подовження строковості вказують на часткове пом’якшення короткострокового навантаження завдяки пільговому офіційному фінансуванню.

Сформовано набір KPI боргової стійкості та підходи до їх інтерпретації з урахуванням порогових орієнтирів боргової безпеки та міжнародної логіки DSA. Показано, що для України визначальними індикаторами ризику виступають валові потреби у фінансуванні (GFN) та профіль погашень, оскільки саме вони перетворюють макрофінансові шоки (курс, ставки, зростання) і затримки зовнішнього фінансування на ризики ліквідності та рефінансування. У цьому контексті як стратегічні «якорі» використано цільові орієнтири реструктуризаційної рамки МВФ (зокрема щодо траєкторії боргу та GFN у постпрограмному періоді), що дозволяє оцінювати прийнятність політик і сценаріїв у координатах фінансової стійкості.

Розроблено сценарну рамку оптимізації структури державного боргу (стриманий/базовий/оптимістичний сценарії), у якій відмінності визначаються доступом до ринкового фінансування, швидкістю структурних зрушень та набором інструментів ризик-менеджменту. Доведено, що в усіх сценаріях критично важливими є: згладжування профілю погашень, контроль GFN,

поступове зниження валютної чутливості через розвиток внутрішнього ринку гривневих інструментів, а також інституційна спроможність боргового менеджменту й прозора комунікація як чинник зменшення премії ризику. Логіка сценаріїв узгоджена з принципами управління державним боргом та MTDS-підходом, де альтернативні стратегії зіставляються за очікуваною вартістю та ризиками (валютними, процентними, рефінансування і ліквідності).

Запропоновано пакет практичних рекомендацій для ключових стейкхолдерів (Мінфін, НБУ, Уряд/ВРУ, міжнародні партнери, інвестори/фінансовий сектор, органи контролю та громадськість) та показано їх зв'язок із KPI боргової стійкості. Обґрунтовано, що очікуваний ефект реалізації рекомендацій проявляється через чотири основні канали:

– зниження ризику рефінансування і піків фінансування через liability management та стандартизацію випусків;

– зменшення валютної вразливості шляхом нарощування частки гривневого боргу;

– стабілізація ринкового сприйняття ризику через прозорість і передбачуваність політики;

– посилення інституційної якості управління боргом, що підвищує ефективність усіх інших заходів і сприяє зменшенню фінансового стресу.

Загалом результати розділу 3 підтверджують, що забезпечення фінансової стійкості України в сучасних умовах потребує інтегрованого управління боргом, де стратегічні «якорі» стійкості, портфельні ліміти ризику та координація макрополітик формують єдиний механізм. Це створює прикладну основу для завершальних висновків роботи та формування узагальнених рекомендацій щодо підвищення боргової безпеки й довіри до державної фінансової політики в середньо- та довгостроковій перспективі.

ВИСНОВКИ

У магістерській роботі розкрито зміст і логіку трансформації структури державного боргу України в контексті фінансової стійкості, а також обґрунтовано практичні підходи до управління борговими ризиками в умовах високої макрофінансової невизначеності. Встановлено, що для України боргова проблематика в період повномасштабної війни переходить із площини «оптимізації вартості запозичень» у площину забезпечення керованості боргового портфеля, прогнозованості фінансування бюджету та обмеження системних ризиків ліквідності, рефінансування і валютної переоцінки.

Досліджено економічну сутність державного боргу як інструмента фінансування державних потреб та одночасно як джерела макрофінансових ризиків, що впливають на бюджетну, валютну та фінансову стабільність. Систематизовано класифікаційні ознаки боргу (за джерелом залучення, строковістю, валютою, типом кредиторів та інструментів), що дозволило коректно відобразити структуру боргового портфеля як набір параметрів із різною чутливістю до шоків. Проаналізовано поняття фінансової стійкості держави та індикатори боргової безпеки, виявлено, що в кризових умовах визначальним стає поєднання «запасових» показників (борг/ВВП, валютна структура) і «потокових» показників (валові потреби у фінансуванні, борговий сервіс), які безпосередньо відображають ризики ліквідності та рефінансування. Узагальнено методичні підходи до оцінювання трансформації боргової структури, які поєднують структурний аналіз (зміни часток і параметрів портфеля) та факторний аналіз (внесок курсової переоцінки, умов фінансування, реструктуризаційних рішень, бюджетних потреб).

Проаналізовано динаміку обсягу та структури державного і гарантованого державою боргу України, що дозволило встановити домінування зовнішньої компоненти як довготривалу структурну рису воєнного періоду. Показано, що зростання боргу у гривневому еквіваленті формується не лише чистими

запозиченнями, а й вагомою курсовою переоцінкою зовнішніх зобов'язань, що підсилює значущість валютного ризику та залежність боргових показників від курсового каналу. Проаналізовано вартість обслуговування боргу та боргові ризики в умовах макрофінансових шоків, і доведено, що для фінансової стійкості критичною є керованість валових потреб у фінансуванні й календаря платежів, оскільки саме ці показники визначають здатність держави безперервно фінансувати бюджет без накопичення дорогого короткого боргу. Досліджено фактори трансформації боргової структури та виконано їх кількісну інтерпретацію, що дало змогу виділити провідні драйвери змін: переорієнтацію на офіційне зовнішнє фінансування, курсовий чинник та інструментальні/реструктуризаційні рішення щодо комерційної компоненти боргу, які змінюють профіль платежів і ризиковий контур портфеля.

Здійснено оцінку боргової стійкості України через систему KPI боргової стійкості та ідентифіковано ключові тригери ризику, що здатні погіршити траєкторію боргу: девальваційний шок за високої валютної частки, зростання ставок/премії ризику, падіння темпів економічного зростання та ризик затримок зовнішнього фінансування. Сформовано карту ризиків і визначено «вузькі місця» боргової структури, які мають пріоритет у державній політиці: валютна вразливість, ризик піків рефінансування та залежність від регулярності офіційної підтримки. Розроблено сценарії оптимізації структури боргу (стриманий, базовий, оптимістичний) і показано, що за будь-якої траєкторії розвитку подій ключовим є портфельний підхід «вартість–ризик» із чіткими лімітами за валютною структурою, строковістю, часткою плаваючих ставок і профілем погашень, а також із постійним моніторингом ризиків ліквідності.

Запропоновано практичні рекомендації для основних стейкхолдерів (органів державної влади, центрального банку, міжнародних партнерів, учасників фінансового ринку та інституцій контролю), які спрямовані на досягнення трьох взаємопов'язаних результатів: зниження валютної чутливості боргу, згладжування профілю погашень і зменшення ризику рефінансування, підвищення передбачуваності фінансування та зниження ймовірності касових

розривів. Обґрунтовано, що очікуваний ефект реалізації рекомендацій має проявлятися у стабілізації ключових KPI боргової стійкості, зменшенні волатильності фінансових умов, підвищенні довіри до боргової політики та формуванні умов для поступової нормалізації доступу до ринкових запозичень на прийнятних умовах без нарощування системних ризиків.

Отримані результати підтверджують, що трансформація боргової структури України в сучасних умовах є не лише наслідком збільшення потреб фінансування, а й відображенням змін у джерелах ресурсів, інструментах залучення та управлінні зобов'язаннями. Вирішальним чинником фінансової стійкості стає не окремий показник боргу, а узгоджена система управління, яка поєднує фіскальну дисципліну, ефективний борговий менеджмент, монетарно-валютну стабільність і прогнозованість міжнародної підтримки. Практичне значення роботи полягає в тому, що запропоновані KPI, ризик-матриця, сценарна рамка та рекомендації можуть бути використані як основа для побудови прикладного «дашборду» боргової стійкості й для удосконалення підходів до стратегічного планування запозичень.

Перспективи подальших досліджень доцільно пов'язати з поглибленням кількісного моделювання боргової стійкості за сценаріями відновлення економіки, уточненням оцінок чутливості боргу до курсу та процентних ставок, а також з аналізом взаємодії внутрішнього ринку державних цінних паперів із фінансовою стабільністю і трансмісією монетарної політики в умовах післявоєнної трансформації.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бюджетний кодекс України : Закон України від 08.07.2010 № 2456-VI (зі змін.). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17/print (дата звернення: 23.01.2026).

2. Government Finance Statistics Manual 2014. Washington, DC : International Monetary Fund, 2014. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/2014/gfsfinal.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

3. Public Sector Debt – Instructions. OECD, 2023. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/about/programmes/oecd-data-collection-programme/national-accounts/public-sector-debt/psd-instruction.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

4. Eurostat. Glossary: Government debt (Maastricht debt). URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Government_debt (дата звернення: 03.01.2026).

5. Eurostat. Structure of government debt (gov_10dd_sgd) – Metadata (ESMS). URL: https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/gov_10dd_sgd_esms.htm (дата звернення: 03.01.2026).

6. World Bank. International Debt Statistics: Metadata Glossary (визначення public and publicly guaranteed debt). URL: https://databank.worldbank.org/metadataglossary/international-debt-statistics/series (дата звернення: 03.01.2026).

7. International Monetary Fund. Global Debt Remains Above 235% of World GDP (IMF Blog, 17.09.2025). URL: https://www.imf.org/en/blogs/articles/2025/09/17/global-debt-remains-above-235-of-world-gdp (дата звернення: 03.01.2026).

8. International Monetary Fund. Global Debt Monitor 2025. Fiscal Affairs Department, September 2025. URL:

https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/2025%20Global%20Debt%20Monitor.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

9. European Central Bank. Government Finance Statistics Guide. ECB, 2014. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide201408en.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

10. Bohn H. The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. The Quarterly Journal of Economics. 1998. Vol. 113, No. 3. P. 949–963. URL: https://academic.oup.com/qje/article-abstract/113/3/949/1851153 (дата звернення: 03.01.2026).

11. Blanchard O. J. Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. OECD Economics Department Working Papers. 1990. No. 79. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/1990/04/suggestions-for-a-new-set-of-fiscal-indicators_g17a136f/435618162862.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

12. Domar E. D. The «Burden of the Debt» and the National Income. American Economic Review. 1944. Vol. 34, No. 4. P. 798–827. URL: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/brookings/17621_02_0005.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

13. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ Мінекономрозвитку України від 29.10.2013 № 1277 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13/print (дата звернення: 20.01.2026).

14. International Monetary Fund. Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis. Washington, DC, 2013. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

15. International Monetary Fund. IMF-World Bank Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries (Factsheet). 2023. URL:

https://www.imf.org/en/about/factsheets/sheets/2023/imf-world-bank-debt-sustainability-framework-for-low-income-countries (дата звернення: 03.01.2026).

16. Eurostat. Excessive deficit procedure (EDP) – Government finance statistics (reference values 3% deficit and 60% debt). URL: https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure (дата звернення: 03.01.2026).

17. Government Finance Statistics Manual 2014. Washington, DC : International Monetary Fund, 2014. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/2014/gfsfinal.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

18. Public Sector Debt – Instructions. OECD, 2023. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/about/programmes/oecd-data-collection-programme/national-accounts/public-sector-debt/psd-instruction.pdf (дата звернення: 03.01.2026).

19. Міністерство фінансів України. Інформація щодо державного боргу та гарантованого державою боргу в 2019 році. 28.01.2020. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/informatsiia_shchodo_derzhavnogo_borgu_ta_garantovanogo_derzhavoiu_borgu_v_2019_rotsi-2000 (дата звернення: 02.01.2026).

20. Ministry of Finance of Ukraine. The largest part of Ukraine's state debt is concessional financing from international partners. 19.02.2024. URL: https://www.mof.gov.ua/en/news/the_largest_part_of_ukraines_state_debt_is_concessional_financing_from_international_partners-4451 (дата звернення: 02.01.2026).

21. Міністерство фінансів України. Державний та гарантований державою борг України з 2022 року став дешевшим в 1,5 раза та збільшив строковість в 2 рази. 06.02.2025. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/derzhavnii_ta_garantovanii_derzhavoiu_borg_ukraini_z_2022_roku_stav_deshevshim_v_15_raza_ta_zbilshiv_strokovist_v_2_razi-5011 (дата звернення: 02.01.2026).

22. Кабінет Міністрів України. Державний та гарантований державою борг з 2022 року став дешевшим в 1,4 раза та збільшив строковість в 1,6 раза

(повідомлення містить дані станом на 31.03.2024). 2024. URL: https://www.kmu.gov.ua/news/derzhavnyi-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh-z-2022-roku-stav-deshevshym-v-14-raza-ta-zbilshyv-strokovist-v-16-raza (дата звернення: 02.01.2026).

23. Міністерство фінансів України. Мінфін: Державний та гарантований державою борг України з початку 2024 року став дешевшим на понад 20% (дані станом на 30.09.2024). 31.10.2024. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_derzhavnii_ta_garantovanii_derzhavoiu_borg_ukraini_z_pochatku_2024_roku_stav_deshevshim_na_ponad_20-4864 (дата звернення: 02.01.2026).

24. Reuters. Ukraine clears law on suspending debt payments, resumes formal bondholder talks. 18.07.2024. URL: https://www.reuters.com/world/europe/ukraines-budget-committee-recommends-passing-law-suspending-debt-payments-2024-07-18/ (дата звернення: 02.01.2026).

25. Ministry of Finance of Ukraine. Ukraine's State and State-Guaranteed Debt Becomes 1.5 Times Cheaper and Doubles Maturity Starting in 2022. 06.02.2025. URL: https://mof.gov.ua/en/news/derzhavnii_ta_garantovanii_derzhavoiu_borg_ukraini_z_2022_roku_stav_deshevshim_v_15_raza_ta_zbilshiv_strokovist_v_2_razi-5011 (дата звернення: 02.01.2026).

26. International Monetary Fund. Ukraine – Staff Report (Issue No. 314), including SRDSA assumptions. 2024. URL: https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/002/2024/314/002.2024.issue-314-en.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

27. Міністерство фінансів України. Інформація щодо державного боргу та гарантованого державою боргу в 2019 році. 28.01.2020. URL: https://www.mof.gov.ua/en/news/informatsiia_shchodo_derzhavnogo_borgu_ta_garantovanogo_derzhavoiu_borgu_v_2019_rotsi-2000 (дата звернення: 02.01.2026).

28. Ministry of Finance of Ukraine. The largest part of Ukraine's state debt is concessional financing from international partners. 19.02.2024. URL:

https://www.mof.gov.ua/en/news/the_largest_part_of_ukraines_state_debt_is_concessional_financing_from_international_partners-4451 (дата звернення: 02.01.2026).

29. Ministry of Finance of Ukraine. Ukraine's State and State-Guaranteed Debt Becomes 1.5 Times Cheaper and Maturity Doubles since 2022 : [Electronic resource]. 06.02.2025. URL: https://mof.gov.ua/en/news/derzhavnii_ta_garantovanii_derzhavoiu_borg_ukraini_z_2022_roku_stav_deshevshim_v_15_raza_ta_zbilshiv_strokovist_v_2_razi-5011 (дата звернення: 02.01.2026).

30. Міністерство фінансів України. Medium-Term Debt Management Strategy 2019–2022. 2019. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS%202019-2022_ENG%20vf.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

31. Кабінет Міністрів України; Міністерство фінансів України. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки (затв. постановою КМУ від 27.10.2023 № 1117). 2023. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS2024-2026.pdf (дата звернення: 02.02.2026).

32. Ministry of Finance of Ukraine. Medium-Term State Debt Management Strategy for 2024–2026. October 2023. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS_2024-26_EN__v30102023.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

33. Ministry of Finance of Ukraine. Medium-Term State Debt Management Strategy for 2026–2028. December 2025. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/Medium-Term%20State%20Debt%20Management%20Strategy%20for%202026-2028.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

34. National Bank of Ukraine. Financial Stability Report | June 2025 : [Electronic resource]. 2025. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2025-H1_eng.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

35. National Bank of Ukraine. Ukraine's Government Borrowed Equivalent of almost UAH 640 bn in 2024 from Domestic Government Bonds Auctions. 02.01.2025.

URL: https://bank.gov.ua/en/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-458-mlrd-grn-v-ekvivalenti (дата звернення: 02.01.2026).

36. International Monetary Fund. Ukraine: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, Requests for Waivers of Applicability of Performance Criteria, Modification of Performance Criterion, Rephasing of Access, and Financing Assurances Review (IMF Country Report No. 24/314). 2024. URL: https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/002/2024/314/002.2024.issue-314-en.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

37. International Monetary Fund. Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries. August 2022. URL: https://www.imf.org/-/media/files/publications/pp/2022/english/ppea2022039.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

38. International Monetary Fund. Fiscal Monitor, April 2024: Fiscal Policy in the Great Election Year. 2024. URL: https://www.imf.org/-/media/files/publications/fiscal-monitor/2024/april/english/text.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

39. World Bank; International Monetary Fund. Guidance Note for Developing a Medium-Term Debt Management Strategy. 2019. URL: https://thedocs.worldbank.org/en/doc/671771552946461937-0090022019/original/MTDSGuidanceNote.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

40. Balibek E., Rigo A. Medium-Term Debt Management Strategy: Analytical Tool. IMF Technical Notes and Manuals. 2019. URL: https://www.imf.org/-/media/files/publications/tnm/2019/tnmea2019002.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

41. World Bank. Debt Management Performance Assessment Methodology: 2021 Edition. 2021. URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/526391628746190611/pdf/Debt-Management-Performance-Assessment-Methodology-2021-Edition.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

42. International Monetary Fund; World Bank. Revised Guidelines for Public Debt Management. 2014. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

43. Kyiv School of Economics. Fiscal Digest 2024. 2024. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2025/02/Fiscal-Digest-2024.pdf (дата звернення: 02.01.2026).

44. Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review. 2019. Vol. 109(4). P. 1197–1229. DOI: 10.1257/aer.109.4.1197. URL: https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.109.4.1197 (дата звернення: 02.01.2026).

45. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a Time of Debt. American Economic Review. 2010. Vol. 100(2). P. 573–578. DOI: 10.1257/aer.100.2.573. URL: https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.573 (дата звернення: 02.01.2026).