МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ

Кафедра міжнародної економіки, природних ресурсів та економіки міжнародного туризму

Кваліфікаційна робота магістра

на тему «Зовнішня заборгованість України та її вплив на повоєнне відновлення економіки»

Виконав: студент 2 курсу, групи 8.0514-ме

спеціальності 051 Економіка

Освітньої програми: «Міжнародна економіка»

Тимофєєв В. О.

Керівник: к.е.н., доцент Кусакова Ю. О.

Рецензент: д.е.н., професор Селіщева А. В.

Запоріжжя
2025 рік

ЗМІСТ

Завдання на кваліфікаційну роботу 3
Реферат 5
Summary 7
Перелік умовних посилань, символів, одиниць скорочені і термінів 9
ВСТУП 11
1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ 15
1.1 Поняття, класифікація та структура зовнішнього боргу держави 15
1.2 Теоретичні підходи до вивчення впливу зовнішньої заборгованості на економічне зростання 19
1.3 Міжнародний досвід управління зовнішнім боргом у посткризовий період 26
Висновки до розділу 1 32
2 АНАЛІЗ СТАНУ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ УКРАЇНИ 34
2.1 Динаміка та структура зовнішнього боргу України в період до та після початку повномасштабної війни 34
2.2 Основні кредитори України: структура, умови та терміни обслуговування боргу 37
2.3 Оцінка боргового навантаження та ризиків для державного бюджету та макроекономічної стабільності 43
Висновки до розділу 2 50
3 ВПЛИВ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ НА ПОВОЄННЕ ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ 52
3.1 Роль та проблеми ефективного використання зовнішніх запозичень у фінансуванні повоєнної відбудови. 52
3.2 Сценарії та стратегії управління зовнішньою заборгованістю в умовах повоєнної трансформації економіки. 64
3.3 Вплив зовнішньої заборгованості країни на перспективи розвитку підприємницького сектору 68
Висновки до розділу 3 77

ВИСНОВКИ 80
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 82
ДОДАТОК А. Декларація академічної доброчесності 88

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Факультет економічний
Кафедра міжнародної економіки, природних ресурсів та економіки міжнародного туризму
Рівень вищої освіти магістр
Спеціальність 051 Економіка
Освітня програма Міжнародна економіка

ЗАТВЕРДЖУЮ:
Зав. Кафедри _____Гамова О.В.
«____»_____ 2025 р.

З А В Д А Н Н Я
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ МАГІСТРА СТУДЕНТУ

Тимофєєву Владиславу Олеговичу
(прізвище, ім'я, по-батькові)

1. Тема роботи (проєкту) «Зовнішня заборгованість України та її вплив на повоєнне відновлення економіки»

керівник роботи (проєкту) Кусакова Ю.О, к.е.н. доцент
затверджена наказом по інституту від «25» березня 2025 року № 439-с

2. Строк подання студентом роботи (проєкту) 05.12.2025

3. Вихідні дані до роботи (проєкту) Нормативно-правові акти України, офіційні матеріали Міністерства фінансів України, НБУ, Державної служби статистики України, дані міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світовий банк, ЄС), наукові публікації у фахових економічних виданнях, аналітичні звіти, електронні ресурси та міжнародні статистичні бази.

4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які потрібно розробити). Теоретичні засади формування та впливу зовнішньої заборгованості на економічне зростання держави. Аналіз стану зовнішнього боргу України до та після початку повномасштабної війни; оцінка боргової стійкості та структури кредиторів. Оцінка боргових ризиків, сценарії управління зовнішньою заборгованістю та розробка рекомендацій щодо підвищення ефективності боргової політики в Україні.

5. Перелік графічного матеріалу (з точним зазначенням обов'язкових креслень). У кваліфікаційній роботі використано графічний матеріал, а саме: Динаміка та структура зовнішнього державного боргу України (п.п. 1.1, 2.1). Графічні моделі впливу зовнішнього боргу на економічне зростання (крива Лаффера, ефекти боргового тягаря та витіснення) — п.п. 1.2. Графічний аналіз структури кредиторів, валютної структури боргу та прогноз боргового навантаження (п.п. 2.2). Прогнозно-аналітичні графіки боргових виплат у 2025–2050 роках (п.п. 2.3).

6. Консультанти розділів роботи

Розділ	ПІП, посада консультанта	Підпис, дата	
		Завдання видав	Завдання прийняв
Вступ	к.е.н., доцент Кусакова Ю.О.	05.08.2025 р.	05.08.2025 р.
І розділ	к.е.н., доцент Кусакова Ю.О.	05.08.2025 р.	05.08.2025 р.
ІІ розділ	к.е.н., доцент Кусакова Ю.О.	08.09.2025 р.	08.09.2025 р.
ІІІ розділ	к.е.н., доцент Кусакова Ю.О.	03.10.2025 р.	03.10.2025 р.
Висновки	к.е.н., доцент Кусакова Ю.О.	03.10.2025 р.	03.10.2025 р.

7. Дата видачі завдання 24 червня 2025 року

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№ з/п	Назва етапів дипломного проекту (роботи)	Термін виконання етапів проєкту (роботи)	Примітка
1	Вибір теми	06.11.2024 –18.12.2024	виконано
2	Складання робочого плану	24.06.2025 р. –15.07.2025 р.	виконано
3	Підбір літератури та вивчення літературних джерел	22.07.2025 –30.07.2025	виконано
4	Складання плану	01.08.2025 р. – 04.08.2025 р.	виконано
5	Виконання вступу	05.08.2025 р. – 08.09.2025 р.	виконано
6	Виконання розділу 1	09.09.2025 р. – 02.10.2025 р.	виконано
7	Виконання розділу 2	03.10.2025 р. – 20.10.2025 р.	виконано
8	Виконання розділу 3	21.10.2025 р. – 27.10.2025 р.	виконано
9	Формулювання загальних висновків	28.10.2025 р. – 10.11.2025 р.	виконано
10	Подання роботи на кафедру на передзахист	18.11.2025 р.	виконано
11	Попередній захист роботи на кафедрі	06.11.2024 –30.11.2024	виконано
12	Оформлення роботи та проходження нормоконтролю	01.12.2025 р. – 05.12.2025 р.	виконано
13	Одержання відгуку та рецензії	01.12.2025 р. – 05.12.2025 р.	виконано
14	Подання остаточного варіанту роботи на кафедру	05.12.2025 р.	виконано

Студент-дипломник _____ В. О. Тимофєєв

Керівник роботи _____ Ю. О. Кусакова

Нормоконтроль пройдено

Нормоконтролер _____ А. В. Селіщева

РЕФЕРАТ

Кваліфікаційна робота: 88 с., 10 рис., 6 табл., 71 джерело.

Об’єкт дослідження – система управління зовнішньою заборгованістю України та її взаємодія з міжнародними фінансовими інституціями в умовах воєнного та повоєнного відновлення.

Предмет дослідження – економічні механізми, інструменти та моделі управління зовнішнім державним боргом України, а також їх вплив на макроекономічну стабільність та фінансову стійкість держави.

Мета роботи – проаналізувати сучасний стан зовнішньої заборгованості України, оцінити боргове навантаження та ризики, визначити перспективи й обґрунтувати напрями підвищення ефективності боргової політики в умовах післявоєнної відбудови.

Методи дослідження – діалектичний метод наукового пізнання, методи теоретичного узагальнення, системного аналізу, статистичного та порівняльного аналізу, економіко-математичного моделювання, графічні методи, методи прогнозування та сценарного аналізу.

У роботі досліджено теоретичні та практичні аспекти управління зовнішнім державним боргом України. Розкрито сутність зовнішньої заборгованості, її класифікацію, функції та економічні наслідки надмірного боргового навантаження. Проведено аналіз динаміки та структури зовнішнього боргу України за період до та після початку повномасштабної війни, оцінено боргову стійкість, структуру кредиторів, валютні та відсоткові ризики. Встановлено, що воєнні умови значно посилили борговий тиск на бюджет та економіку, підвищили залежність України від офіційних кредиторів та грантової підтримки. Визначено ключові ризики середньострокової боргової траєкторії та розроблено варіанти сценаріїв управління боргом у повоєнний період. Сформовано рекомендації щодо оптимізації боргової політики, посилення прозорості, підвищення ефективності залучення зовнішніх ресурсів та мінімізації ризиків для макроекономічної стабільності України.

ЗОВНІШНІЙ БОРГ, БОРГОВА СТІЙКІСТЬ, ДЕРЖАВНІ ФІНАНСИ, МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ ОРГАНІЗАЦІЇ, РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ БОРГУ, БОРГОВІ РИЗИКИ, ДЕРЖАВНА БОРГОВА ПОЛІТИКА, ПІСЛЯВОЄННЕ ВІДНОВЛЕННЯ, БЮДЖЕТНИЙ ДЕФІЦИТ, МАКРОФІНАНСОВА ДОПОМОГА.

SUMMARY

Qualification paper: 88 pages, 10 figures, 6 tables, 71 sources.

Object of the study – the system of external debt management of Ukraine and its interaction with international financial institutions under the conditions of wartime and post-war recovery.

Subject of the study – economic mechanisms, tools, and models of managing Ukraine's external public debt, as well as their impact on the state's macroeconomic stability and financial resilience.

Purpose of the study – to analyze the current state of Ukraine's external debt, assess the debt burden and associated risks, identify future prospects, and substantiate directions for improving the effectiveness of debt policy in the context of post-war reconstruction.

Research methods – the dialectical method of scientific inquiry, methods of theoretical generalization, system analysis, statistical and comparative analysis, economic and mathematical modeling, graphical methods, forecasting techniques, and scenario analysis.

The paper examines theoretical and practical aspects of managing Ukraine's external public debt. It reveals the essence of external indebtedness, its classification, functions, and the economic consequences of excessive debt burden. An analysis of the dynamics and structure of Ukraine's external debt before and after the full-scale war is conducted, including an assessment of debt sustainability, the composition of creditors, as well as currency and interest rate risks. It is established that wartime conditions have significantly increased debt pressure on the budget and the economy, heightening Ukraine's dependence on official creditors and grant support. Key risks to the medium-term debt trajectory are identified, and possible scenarios for debt management in the post-war period are outlined. Recommendations are developed regarding the optimization of debt policy, strengthening transparency, improving the efficiency of external resource mobilization, and minimizing risks to Ukraine's macroeconomic stability.

EXTERNAL DEBT, DEBT SUSTAINABILITY, PUBLIC FINANCE, INTERNATIONAL FINANCIAL ORGANIZATIONS, DEBT RESTRUCTURING, DEBT RISKS, PUBLIC DEBT POLICY, POST-WAR RECOVERY, BUDGET DEFICIT, MACRO-FINANCIAL ASSISTANCE.

Перелік умовних посилань, символів, одиниць скорочені і термінів

АІС — аграрно-індустріальний сектор

ВВП — валовий внутрішній продукт

ВВП-варанти — цінні папери, виплати за якими залежать від динаміки ВВП

ВКВ — вільно конвертована валюта

ГСУ — Група Світового банку (World Bank Group, WBG)

G7 — Група семи провідних країн світу

GCU — група офіційних кредиторів України (переважно ЄС, Канада, США, Японія та ін.)

грн — гривня

дол. США — долар Сполучених Штатів Америки

ЄС — Європейський Союз

Євро — грошова одиниця країн Європейського Союзу

єврооблігації — облігації зовнішньої державної позики, ОЗДП

інфл. — інфляція

кред. ринк. — кредитний ринок

корп. сектор — корпоративний сектор

млн — мільйон

млрд — мільярд

МВФ — Міжнародний валютний фонд

МФО — міжнародні фінансові організації (МВФ, Світовий банк, ЄБРР тощо)

НБУ — Національний банк України

ОВДП — облігації внутрішньої державної позики

ОЗДП — облігації зовнішньої державної позики (єврооблігації)

ПК — приватний комерційний кредитор

приватн. сектор — банківський і корпоративний сектор економіки

р. — рік

рр. — роки

РФ — російська федерація

СБ — Світовий банк

СК — середньостроковий борг

США — Сполучені Штати Америки

фін. стабільність — стійкий стан фінансової системи

фін. сектор — банківський та небанківський фінансовий сектор

фіск. — фіскальний (бюджетний)

ЄБРР — Європейський банк реконструкції та розвитку

GDP-linked securities — боргові інструменти, прив’язані до ВВП

DSSI — Ініціатива з призупинення обслуговування боргу (Debt Service Suspension Initiative)

MTDS — Середньострокова стратегія управління боргом (Medium-Term Debt Strategy)

S&P — міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor’s

ВСТУП

Проблематика зовнішньої заборгованості вже багато років залишається однією з ключових у системі державних фінансів України. В умовах воєнних дій, глибокого падіння виробництва та різкого зростання бюджетних видатків питання ефективного управління зовнішнім боргом набуває особливого значення. За останні роки Україна пережила наймасштабнішу трансформацію джерел фінансування бюджету, структури державного боргу та механізмів взаємодії з міжнародними кредиторами. Це визначає високу актуальність дослідження боргової політики, адже від її ефективності залежить не лише макрофінансова стабільність, а й можливості післявоєнного відновлення.

Війна суттєво вплинула на всі економічні процеси, змінила пріоритети державної політики та створила нові виклики, серед яких одним із найбільш відчутних є зростання боргового навантаження. Потреба у фінансуванні оборони, гуманітарних програм, підтримці енергетичної та критичної інфраструктури робить зовнішні запозичення невід'ємною частиною державної політики. Водночас збільшення боргу підвищує ризики для бюджету, знижує фінансову стійкість і формує залежність від умов міжнародних кредиторів. Через це виникає потреба у комплексному аналізі сучасного стану боргової сфери та оцінці перспектив її розвитку після завершення активної фази війни.

Актуальність теми також зумовлена тим, що найближчі роки стануть періодом глибокої реструктуризації економіки та переходу до масштабних програм відбудови. Зовнішня допомога і міжнародні кредити залишатимуться одним з основних інструментів фінансування державних потреб, а отже — питання керованості зовнішнього боргу та здатності держави виконувати боргові зобов'язання визначатимуть темпи відновлення та зростання. Саме тому важливо оцінити, як змінилася структура боргу, які ризики накопичилися, і які підходи можуть забезпечити його стійкість у середньо- та довгостроковій перспективі.

Метою даної роботи є дослідження сучасного стану зовнішньої заборгованості України, оцінка боргового навантаження та визначення напрямів підвищення ефективності державної боргової політики в умовах воєнного та повоєнного відновлення.

Для досягнення поставленої мети в роботі вирішуються такі завдання:

– дослідити теоретичні основи формування та функціонування зовнішньої заборгованості;

– проаналізувати динаміку та структуру зовнішнього боргу України, включаючи період після початку повномасштабної війни;

– визначити основні боргові ризики та чинники, що впливають на боргову стійкість держави;

– оцінити роль міжнародних фінансових організацій у формуванні боргової політики України;

– розробити рекомендації щодо оптимізації управління зовнішнім боргом у середньостроковій перспективі та в період післявоєнного відновлення.

Об’єктом дослідження є система управління зовнішньою заборгованістю України

Предметом дослідження є економічні механізми, інструменти та моделі, що визначають ефективність управління зовнішнім державним боргом.

Інформаційну базу дослідження становлять нормативно-правові акти України, офіційні матеріали Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної служби статистики України, аналітичні звіти та статистичні бази міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку, Європейського Союзу), а також наукові публікації у фахових вітчизняних і зарубіжних виданнях та відкриті електронні ресурси.

Під час виконання роботи застосовувалися методи теоретичного узагальнення, системного та порівняльного аналізу, статистичні методи, економіко-математичні підходи, графічне моделювання та елементи прогнозування. Використання різних методів дозволило оцінити боргову

політику комплексно — від загальних теоретичних положень до практичних розрахунків боргової стійкості.

Наукова новизна дослідження полягає в уточненні підходів до оцінки боргової стійкості України з урахуванням воєнних факторів, у виявленні взаємозв'язку між інституційною спроможністю держави та ефективністю управління зовнішньою заборгованістю, а також у розширенні підходів до аналізу структури боргу як ключового чинника фінансової стабільності.

Практичне значення отриманих результатів полягає в систематизації та узагальненні теоретичних положень і аналітичних матеріалів щодо управління зовнішньою заборгованістю України в умовах воєнного та повоєнного періодів. Отримані результати можуть бути використані як інформаційна база для подальших наукових досліджень з питань державних фінансів і міжнародної економіки, а також у навчальному процесі при підготовці студентських робіт економічного спрямування. Матеріали дослідження можуть слугувати довідковим джерелом під час аналізу сучасних тенденцій боргової політики та оцінки боргової стійкості держави.

Апробація результатів кваліфікаційної роботи. Основні положення та висновки кваліфікаційної роботи були представлені на IX Міжнародній науково-практичній конференції «Інклюзивний розвиток національної економіки: глобальні тенденції, можливості України та роль агропродовольчого сектору, досвід і співпраця з ЄС», (м. Київ, 20-22 жовтня 2025 року), опубліковано тези «Аграрний сектор України в умовах війни та євроінтеграції: виклики та фінансові механізми підтримки»; а також на IX міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15-16 квітня 2025 р.) «Роль молоді у розвитку АПК України» опубліковано тези «The impact of external debt on the economic development of countries». У фаховому виданні «Фінансові стратегії інноваційного розвитку економіки» № 3 (67) (2025) опубліковано статтю на тему: «Аграрний сектор як один зі стовпів повоєнного відновлення та подолання боргових викликів України».

Опубліковані праці повністю відображають основні результати роботи.

1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ

1.1 Поняття, класифікація та структура зовнішнього боргу країни

Зовнішній борг є одним із ключових інструментів сучасної макроекономічної політики. Він має двоїсту природу: з одного боку, відкриває перед країною можливості для прискорення економічного розвитку, а з іншого – несе значні ризики для фінансової стабільності та довгострокового зростання. Завдяки залученню зовнішніх ресурсів держава може фінансувати інвестиційні проєкти, покривати дефіцит капіталу та підтримувати економічну активність. Однак, коли обсяг запозичень перевищує критичний рівень, борг перетворюється на тягар, який стримує розвиток і послаблює національну економіку. Саме тому розуміння природи зовнішнього боргу, його структури та механізмів впливу є необхідною передумовою для формування ефективної й виваженої боргової політики.

Для надання цілісного уявлення про сутність зовнішнього боргу та його економічне значення розглянемо основні теоретичні підходи до тлумачення ролі запозичень, критерії класифікації боргу, а також його структурні особливості, що дозволяють оцінити ризики та стійкість боргової системи.

У науковій літературі поняття зовнішнього державного боргу трактується по-різному залежно від дослідницького підходу, однак усі визначення сходяться на тому, що це форма зобов’язань держави перед іноземними кредиторами, яка виникає внаслідок запозичення зовнішніх фінансових ресурсів.

Так, на думку О. Барановського, зовнішній державний борг – це *«сукупність фінансових зобов’язань уряду та гарантованих державою структур перед іноземними кредиторами, які виникли внаслідок залучення коштів з-за кордону для фінансування дефіциту бюджету чи реалізації економічних програм»* [11]. Дослідник наголошує, що головним критерієм віднесення боргу до зовнішнього є не валюта зобов’язання, а юрисдикція

кредитора.

Інше формулювання пропонує І. Лютий, який визначає зовнішній державний борг як «загальний обсяг заборгованості центрального уряду, органів державного управління та державних підприємств перед нерезидентами, що підлягає поверненню у встановлені терміни з виплатою процентів» [19]. У цьому підході акцент робиться на структурному аспекті боргу – включенні не лише урядових, а й гарантованих державою позик.

Більш узагальнене визначення подає С. Юрій, який трактує зовнішній державний борг як «сукупність фінансових зобов'язань держави перед зовнішніми кредиторами, що відображають використання позикових коштів для забезпечення поточних і капітальних потреб бюджету» [23]. Це визначення зосереджується на функціональному аспекті боргу, розглядаючи його як механізм покриття фінансового дефіциту.

Усі ці підходи демонструють, що зовнішній державний борг – це не лише індикатор фінансової політики, але й складна багаторівнева категорія, яка поєднує економічний, правовий та політичний зміст. Відмінності у визначеннях свідчать про різноманіття наукових поглядів на сутність боргових відносин і підкреслюють потребу комплексного підходу до їхнього аналізу.

В межах цієї роботи буде використовуватись саме трактування С. Юрія, оскільки в сучасних умовах України зовнішня економічна допомога, яка і нарощує обсяги зовнішнього боргу, переважно викликана не суто економічними чинниками, а військовими витратами, що відображається в особливих умовах запозичення. Тому, для коректного відображення поточної ситуації доцільнішим буде взяти найбільш узагальнене та широке визначення зовнішнього боргу.

Для того щоб ефективно аналізувати зовнішній борг, управляти пов'язаними з ним ризиками та формувати довгострокову боргову стратегію, важливо розуміти його структуру через різні класифікаційні підходи. Кожен із критеріїв допомагає побачити окремі аспекти боргового навантаження та виявити потенційні слабкі місця фінансової системи.

Таблиця 1.1 – Критерії класифікації зовнішнього боргу

Критерій класифікації	**Види боргу**	**Значення для аналізу**
За типом боржника	Державний (суверенний): зобов'язання центрального уряду, центрального банку та місцевих органів влади. Приватний: зобов'язання банківського та корпоративного секторів.	Дозволяє розмежувати прямі зобов'язання держави та борги приватних суб'єктів. Однак існує ризик трансформації приватного боргу в державний через державні гарантії та необхідність порятунку системно важливих банків у кризових ситуаціях.
За типом кредитора	Офіційний: заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, Світовий банк), урядами інших країн та їхніми офіційними агенціями. Комерційний: заборгованість перед приватними банками, інвестиційними фондами та власниками облігацій.	Класифікація за типом кредитора важлива для розуміння умов запозичень та можливостей реструктуризації. Офіційні кредитори часто надають позики на пільгових умовах, але можуть висувати вимоги щодо проведення економічних реформ.
За терміном погашення	Короткостроковий: зобов'язання з початковим терміном погашення до одного року. Середньо- та довгостроковий: зобов'язання з терміном погашення понад один рік.	Значна частка короткострокового боргу підвищує ризики рефінансування та робить економіку вкрай чутливою до змін довіри інвесторів. Це посилює вразливість до раптової втрати довіри, що є практичним проявом нелінійного зв'язку між боргом та зростанням, описаного в моделі Кальво.
За валютою зобов'язання	У національній валюті. В іноземній валюті.	Борг в іноземній валюті створює значний валютний ризик. Знецінення національної валюти автоматично збільшує боргове навантаження, що може загострити ефект боргового тягаря (debt overhang). Це явище, відоме як "доларизація" зобов'язань, є особливо небезпечним для країн, що розвиваються.

Джерело: складено автором на основі джерел [2,4]

Одним із ключових підходів є секторальний розподіл боргу. Традиційно зовнішній борг поділяють на зобов’язання державного, банківського та корпоративного секторів. Вони тісно взаємопов’язані: наприклад, активний доступ банків та підприємств до зовнішніх ринків капіталу може зменшувати

потребу уряду у власних запозиченнях, тоді як обмеження для приватного сектору можуть збільшити навантаження на державний сектор. Однак така взаємозалежність має і зворотний бік – криза в одному секторі здатна швидко перекинутися на інші.

Показовим є приклад України: у 2012–2015 роках частка короткострокових зобов'язань корпоративного сектору зменшилася з 32% до 24%, тоді як у банківському секторі, навпаки, зросла з 19% до 27%. Зміна структури боргу у фінансових установах підвищила ризик того, що у разі погіршення ситуації приватні зобов'язання можуть перетворитися на державні, оскільки зростає потреба у підтримці банківської системи [4].

Наведений нижче рис. 1.1 ілюструє динаміку та структуру державного та гарантованого державою боргу України в період значних економічних викликів.

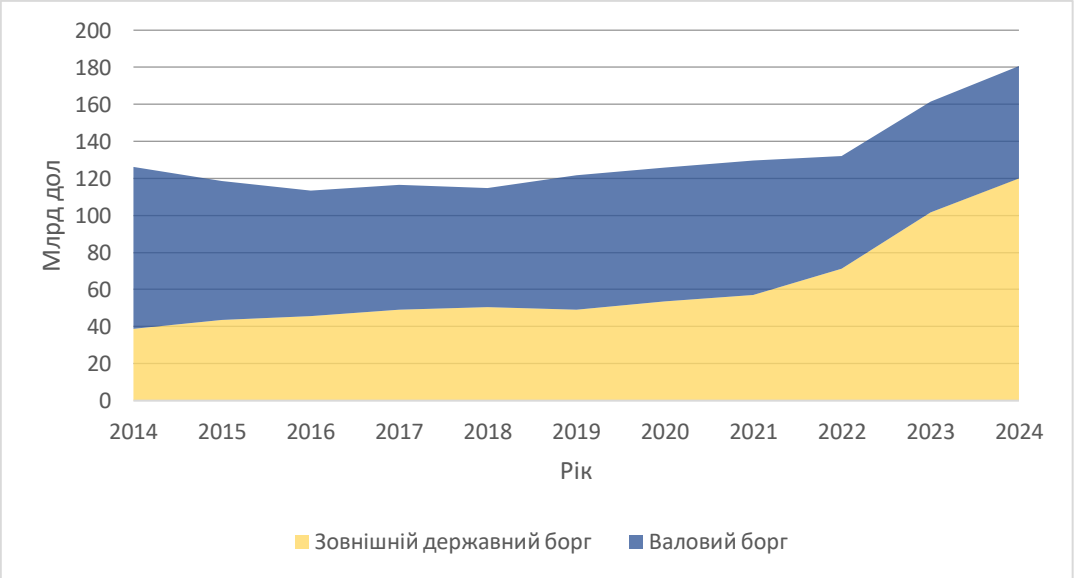


Рисунок 1.1 – Динаміка зовнішнього валового та державного боргу України 2014-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [1]

Дані графіка наочно показують основні тенденції, що формуються в управлінні державним боргом України за останні роки. Загальний обсяг зобов'язань зріс із 57,22 млрд дол США на початок 2022 року до 138,7 млрд дол США станом на кінець другого кварталу 2025-го і продовжує

збільшуватися прискореними темпами. Така динаміка свідчить про посилення залежності країни від зовнішніх кредиторів, що, своєю чергою, підвищує валютні ризики та робить економіку більш чутливою до ефекту витіснення (crowding out). Це проявляється в тому, що дедалі більша частина бюджетних ресурсів спрямовується саме на обслуговування зовнішніх зобов'язань, а не на розвиток чи інвестиційні програми.

Водночас важливо розуміти, що залучення зовнішнього фінансування здійснюється за допомогою різних інструментів, кожен з яких має власні особливості щодо вартості, строків погашення та гнучкості використання. Найпоширенішими серед них є державні облігації, включаючи єврооблігації, які активно розміщуються як на внутрішньому, так і на міжнародних ринках капіталу [5]. Крім того, низка країн, у тому числі й Україна в певні періоди, використовує синдиковані кредити – великі позики, що надаються групою банків і є типовими для держав із обмеженим доступом до традиційних ринкових механізмів фінансування [9]. Окрему роль відіграють кредити від міжнародних фінансових організацій, таких як МВФ чи Світовий банк. Такі позики зазвичай надаються в межах програм підтримки й супроводжуються певними умовами, що мають на меті стабілізувати фінансову систему та забезпечити проведення необхідних реформ [2].

У сукупності це формує складну та багаторівневу структуру зовнішніх запозичень, у межах якої поєднуються як ринкові, так і інституційні механізми фінансування, що визначає як поточні можливості держави, так і її майбутні боргові ризики.

1.2 Теоретичні підходи до вивчення впливу зовнішньої заборгованості на економічне зростання

Зовнішній державний борг посідає важливе місце в системі макроекономічної політики, адже саме він дозволяє урядам покривати дефіцит бюджету та фінансувати масштабні інвестиційні програми. Водночас надмірне накопичення таких зобов'язань створює серйозні ризики для сталого розвитку

країни, оскільки може порушити фінансову стабільність і стримати довгострокове економічне зростання. Тому в цьому розділі основна увага зосереджується на узагальненні й поясненні ключових теоретичних підходів, що допомагають зрозуміти складний взаємозв'язок між зовнішніми запозиченнями та розвитком економіки.

Характер зовнішніх позик сам по собі є суперечливим. З одного боку, позики допомагають країнам із браком власного капіталу прискорити розвиток завдяки фінансуванню інвестиційних проєктів. З іншого – надмірне накопичення боргу може перетворитися на серйозне боргове навантаження, яке вже не сприяє, а навпаки – стримує економічне зростання та змушує державу вдаватися до нових запозичень, створюючи замкнене коло [3, с. 36].

Щоб повніше розкрити цю тему, важливо простежити еволюцію економічної думки щодо ролі зовнішніх боргових запозичень. Історично дискусія починалася з протиставлення класичних і кейнсіанських підходів, які заклали основу для подальшого аналізу. У подальшому розвиток теорії привів до появи нових концепцій – зокрема, ідей боргового тягаря та ефекту витіснення, які сформувалися під впливом боргових криз другої половини XX століття. Сучасним етапом стало формування гіпотези про нелінійний зв'язок, яка намагається поєднати попередні підходи і сьогодні фактично визначає загальний консенсус щодо існування порогового ефекту боргу на економіку.

Початкові теоретичні погляди на державний борг були зосереджені навколо двох протилежних шкіл. Неокласичний підхід стверджував, що в довгостроковій перспективі борг є нейтральним, тоді як кейнсіанці розглядали його як ефективний інструмент активної фіскальної політики. Знання цих базових концепцій необхідне для розуміння того, як надалі формувалися більш складні теорії, що відображали практичні наслідки боргової політики у світі.

Неокласична школа, спираючись на ідею раціональних очікувань, обґрунтувала гіпотезу нейтральності державного боргу. Центральною в цьому підході стала теорема еквівалентності Рікардо–Барро, згідно з якою раціональні економічні агенти усвідомлюють, що державні запозичення сьогодні означають підвищення податків у майбутньому, необхідних для їх

погашення [12; 13]. У відповідь домогосподарства збільшують заощадження, готуючись до майбутнього податкового навантаження. Внаслідок цього додаткові державні витрати, профінансовані за рахунок боргу, не збільшують сукупний попит, адже приватне споживання автоматично скорочується, нівелюючи стимулюючий ефект фіскальної політики.

Однак варто зазначити, що ця гіпотеза ґрунтується на дуже жорстких припущеннях, таких як нескінченний горизонт планування, абсолютно досконалі ринки капіталу та альтруїстичні зв'язки між поколіннями [14]. На практиці ці умови зазвичай не виконуються, особливо в країнах, що розвиваються, де домогосподарства стикаються з обмеженнями ліквідності та мають значно коротший горизонт планування. Це суттєво послаблює нейтралізуючий ефект, про який говорить неокласична теорія, і змушує переосмислити реальний вплив боргу на економічну динаміку.

Кейнсіанський підхід до державного боргу формувався як пряма альтернатива неокласичному баченню. У межах кейнсіанської моделі, яка особливо актуальна за умов неповної зайнятості ресурсів та негнучкості цін і заробітної плати, фіскальна політика розглядається як один із ключових інструментів макроекономічної стабілізації. Додаткові державні витрати, профінансовані за рахунок запозичень, підвищують сукупний попит, стимулюють виробництво та збільшують зайнятість [15]. Водночас противники цього підходу звертають увагу на те, що в довгостроковій перспективі такі заходи можуть спричинити підвищення процентних ставок та витіснення приватних інвестицій, що частково нівелюватиме короткостроковий стимулюючий ефект.

На відміну від неокласиків, які сприймали борг як потенційне обтяження для економіки, кейнсіанці підкреслювали, що внутрішні боргові зобов'язання не є чистим тягарем для країни. В їх інтерпретації процентні платежі за таким боргом фактично виступають механізмом перерозподілу ресурсів усередині держави – від платників податків до власників державних цінних паперів [15]. Ця логіка стала теоретичним підґрунтям масштабних програм фіскального стимулювання, до яких уряди різних країн активно вдавалися під час

фінансової кризи 2008–2009 років [4, с. 42].

Однак застосування кейнсіанської моделі в країнах, що стикалися з хронічними бюджетними дефіцитами, показало, що реальна економічна динаміка є значно складнішою. Саме в цих умовах проявилися негативні наслідки надмірної заборгованості, які класична кейнсіанська теорія не могла повною мірою пояснити. Це спонукало економістів перейти до розробки нових концепцій, спрямованих на аналіз того, як високий рівень боргу впливає на інвестиційну активність і темпи економічного зростання.

Сучасні підходи, що описують негативний вплив надмірної заборгованості, виникли переважно як реакція на боргові кризи, зокрема на події у Латинській Америці 1980-х років. Ці теорії концентруються на тому, яким чином великі обсяги зовнішніх зобов'язань здатні стримувати економічний розвиток навіть у ситуації, коли країна ще не наблизилася до формального дефолту. Однією з ключових концепцій стала ідея «боргового тягаря», запропонована Полом Кругманом. Вона описує ситуацію, коли майбутні платежі з обслуговування накопиченого боргу фактично перетворюються на прихований податок на доходи від інвестицій [10]. У такому разі суттєва частина потенційних прибутків інвесторів спрямовуватиметься не на розвиток, а на погашення попередніх зобов'язань, що істотно знижує стимули до інвестування. Через це іноземні та внутрішні інвестори дедалі частіше уникають вкладень у високо заборговані економіки, побоюючись, що їхні прибутки будуть частково «поглинуті» державним боргом [3, с. 36].

Іншим важливим механізмом є «ефект витіснення» (crowding out), який проявляється, коли значну частину ресурсів країни доводиться спрямовувати на погашення боргових зобов'язань, а не на фінансування продуктивних інвестицій. Якщо кошти від експорту або значні обсяги бюджетних доходів використовуються для обслуговування боргу, то обсяг капіталу, доступного для інвестицій у розвиток інфраструктури, освіти чи промисловості, істотно скорочується. Це призводить до уповільнення приватних і державних інвестицій і, як наслідок, до зменшення потенціалу довгострокового

економічного зростання [16, с. 75].

У сукупності ці механізми формують парадоксальну ситуацію: позики, які мали компенсувати брак внутрішнього капіталу та стимулювати розвиток, у разі надмірного накопичення починають стримувати економічну динаміку. Вирішення цього протиріччя пропонує гіпотеза нелінійного зв'язку, що стверджує: вплив боргу на економічне зростання не є однозначним і змінюється залежно від рівня заборгованості. За низького або помірного рівня борг може сприяти зростанню, проте після досягнення певного порогу його вплив стає стримувальним, що і формує сучасний підхід до аналізу боргової стійкості.

У межах цієї концепції підкреслюється, що вплив зовнішньої заборгованості на економічне зростання має нелінійний характер і змінюється залежно від її масштабів. На ранніх етапах, коли обсяги запозичень залишаються помірними, зовнішній борг виконує стимулюючу функцію: він компенсує нестачу внутрішніх заощаджень, забезпечує фінансування інвестиційних проєктів із високим потенціалом продуктивності та сприяє прискоренню економічного розвитку. Однак після перевищення певного критичного порога подальше нарощування боргу втрачає ефективність і перетворюється на фактор, що дедалі сильніше стримує економіку [17]. Така зміна характеру впливу зумовлена посиленням боргового тиску та розгортанням ефектів витіснення.

Цей підхід добре ілюструється концепцією «боргової кривої Лаффера», сформульованою Дж. Саксом та детально дослідженою низкою науковців [7; 3, с. 36]. Згідно з цією логікою, за надмірно високого рівня зовнішньої заборгованості очікувана вартість її обслуговування для кредиторів знижується, оскільки зростає ймовірність дефолту. Втрата впевненості у здатності держави виконувати свої зобов'язання погіршує інвестиційний клімат і додатково пригнічує економічну активність, створюючи замкнене коло негативних ефектів.

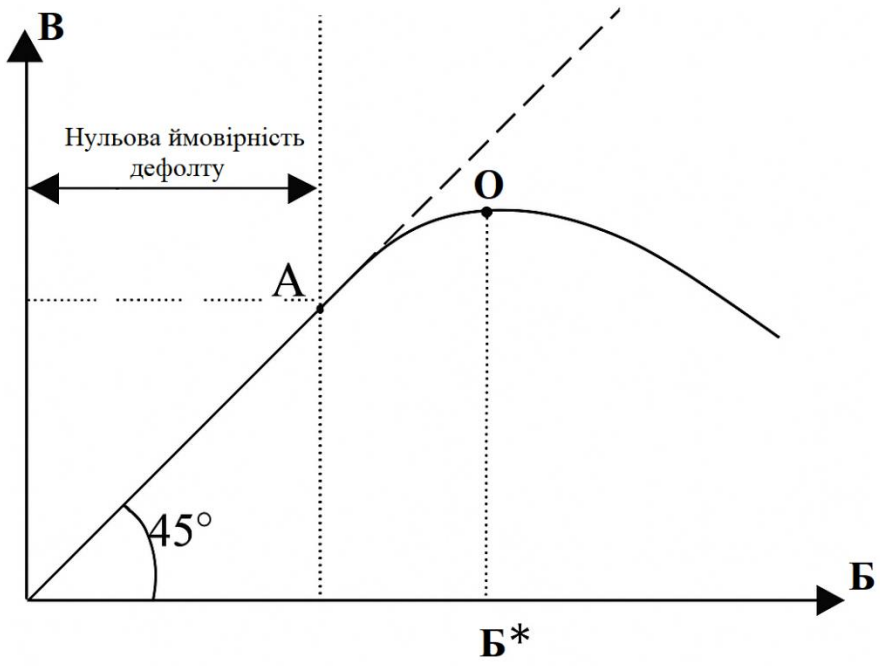


Рисунок 1.2 – Боргова крива Лаффера

Джерело: складено автором на основі даних [6]

На цьому графіку «Б» – Це сума державного боргу, «В» – очікувані виплати по ньому, «А» – точка де в кредиторів починають з’являтися сумніви щодо повного погашення боргу, а «О» – гранична точка за якою додаткові суми боргу фактично зменшують очікувані платежі. На цьому етапі кажуть, що країна знаходиться на неправильному боці боргової кривої Лаффера.

Важливо, що цей поріг не є однаковим для всіх країн. На нього впливають інституційна спроможність держави, якість економічної політики, політична стабільність та ефективність управління фінансами. Дослідження показують, що країни, які мають сильні інституції та прогнозовану макроекономічну політику, здатні утримувати вищий рівень зовнішнього боргу без суттєвої шкоди для зростання [3]. Таким чином, зовнішній борг має двоїсту природу: він може бути корисним інструментом розвитку, але за певних умов перетворюється на джерело довгострокових ризиків.

Для розуміння того, як саме цей нелінійний ефект впливає на економічну динаміку, доцільно розглянути ключові канали передачі боргового навантаження. Адже зовнішній борг впливає на зростання не абстрактно, а

через конкретні механізми, що визначають темпи накопичення капіталу, рівень продуктивності та розвиток людського капіталу. Перш за все високий борг уповільнює приріст капіталу, оскільки очікування підвищення податкового навантаження, необхідного для обслуговування боргових зобов'язань, зменшує очікувану прибутковість інвестицій і стримує активність як внутрішніх, так і іноземних інвесторів. Додатковим стримувальним фактором виступає невизначеність щодо майбутньої фіскальної та монетарної політики: ризики девальвації, інфляції чи інших компенсаторних заходів, до яких може вдатися держава, знижують інвестиційну привабливість довгострокових проєктів [3, с. 37].

Високі витрати на обслуговування зовнішнього боргу значно зменшують державні фінансові ресурси, обмежуючи можливості уряду інвестувати у критично важливі соціальні сфери, такі як освіта та охорона здоров'я. Недофінансування цих галузей уповільнює накопичення людського капіталу, який є основою для довгострокового інноваційного розвитку та сталого економічного зростання [3, с. 37]. Різноманіття теоретичних підходів та каналів впливу боргу на економіку підкреслює необхідність їх систематизації та узагальнення для формування цілісного розуміння цього явища.

Аналіз наукових підходів демонструє, що в економічній науці немає єдиної думки щодо впливу зовнішньої заборгованості на економічне зростання. Погляди еволюціонували від протилежних позицій неокласиків та кейнсіанців до більш комплексних сучасних моделей, які враховують практичний досвід боргових криз [3, с. 36]. Основні концепції, такі як ефект боргового тягаря та ефект витіснення, переконливо пояснюють механізми, через які надмірний борг пригнічує інвестиційну активність та стримує економічний розвиток.

Найбільш сучасною та емпірично підтвердженою є гіпотеза нелінійного зв'язку, яка показує, що вплив боргу на економіку не є однозначним: за помірного рівня – запозичення можуть стимулювати зростання, тоді як після досягнення певного порогового значення його ефект стає негативним.

Практичне значення цих теорій полягає в усвідомленні того, що ефективність зовнішніх запозичень визначається не лише їх обсягом, а й цільовим використанням у продуктивні сфери та якістю макроекономічного й інституційного середовища країни. Сучасна економічна думка сходиться на тому, що управління зовнішнім боргом – це не стільки питання уникнення запозичень, скільки мистецтво їх оптимального використання: залучення капіталу у межах порогових значень та спрямування його на проєкти, що підвищують продуктивність і зміцнюють інститути, забезпечуючи довгострокову платоспроможність та сталий розвиток.

1.3 Міжнародний досвід управління зовнішнім боргом у посткризовий період

Після того, як було розглянуто теоретичні механізми впливу зовнішнього боргу на економічне зростання, наступним кроком стає розгляд практичних аспектів управління державними запозиченнями на історичних прикладах. Ефективне управління державним боргом є стратегічним елементом макроекономічної стабільності будь-якої країни, оскільки від цього залежить не лише здатність фінансувати поточні потреби уряду, а й довгострокова платоспроможність держави. Його значення особливо зростає в періоди після глобальних криз, коли уряди вдаються до масштабних запозичень для підтримки економіки та фінансування антикризових заходів. Такі події, як світова фінансова криза 2008 року та пандемія COVID-19, наочно продемонстрували, що державний борг стає ключовим інструментом подолання економічних потрясінь, що неминуче призводить до різкого зростання боргового навантаження [21, 22].

Динаміка зростання державного боргу в розвинених країнах після кризи 2008 року підтверджує цю тенденцію. Згідно з даними МВФ, співвідношення боргу до ВВП у країнах "Великої сімки" (G7) різко зросло: якщо у 2007 році воно становило 83,2%, то вже у 2012 році досягло 124,8%, що означає середньорічний приріст боргового навантаження близько 7% ВВП. Це

свідчить про безпрецедентні масштаби фіскального реагування на кризу [22]. Подальший виток зростання державних боргів спричинила пандемія COVID-19: на кінець 2021 року для багатьох розвинених економік співвідношення державного боргу до ВВП перевищило 100%, створюючи нові виклики для фіскальної стійкості.

Таблиця 1.2 – Співвідношення зовнішнього боргу до ВВП різних країн

Країна	Співвідношення державного боргу до ВВП (4 кв. 2021 р.), %
Японія	234,4
Італія	150,8
США	124,6
Іспанія	118,4
Франція	112,9
Великобританія	102,8
Німеччина	69,3

Джерело: складено автором на основі даних з [22]

Управління такими значними обсягами боргових зобов'язань потребує не лише оперативних рішень, а й довгострокової стратегії, що базується на чітко визначених цілях та ефективних інституційних механізмах. Сучасна практика передбачає наявність структурованих органів, відповідальних за реалізацію боргової політики, а також визначених процедур управління ризиками та контролю за витратами. Вибір конкретної інституційної моделі визначає ступінь автономії такого органу, його підзвітність та ефективність у реалізації стратегічних цілей.

Міжнародна практика, узагальнена в рекомендаціях Світового банку та МВФ, визначає дві основні цілі управління державним боргом. Головною є забезпечення фінансових потреб уряду за мінімально можливих витрат у довгостроковій перспективі, при цьому дотримуючись обачного рівня ризику. Баланс між вартістю запозичень та ризиком є ключовим елементом будь-якої боргової стратегії. Другорядною метою є розвиток ефективного та ліквідного

внутрішнього боргового ринку, який дозволяє диверсифікувати джерела фінансування, зменшити залежність від зовнішніх кредиторів і знизити валютні ризики [20, 21].

У провідних європейських країнах використовуються різні інституційні моделі управління державним боргом, що відображає національні особливості та пріоритети фінансової політики. Моделі варіюються від інтегрованих у структуру міністерств, як у Італії та Іспанії, до більш автономних агентств, як у Франції та Великобританії, та навіть державних компаній, як у Німеччині. Німецька Finanzagentur GmbH надає агентству значну операційну гнучкість, подібну до приватної корпорації, що дозволяє зосередитися на ринковій ефективності та ізолює від короткострокового політичного тиску, водночас вимагаючи надійного нагляду з боку Міністерства фінансів. Загалом, вищий ступінь автономії дозволяє органу управління боргом діяти гнучкіше та оперативніше, проте потребує сильних механізмів підзвітності, що визначає здатність країни адаптувати стратегічні відповіді на кризові явища. В Україні аналогічне агентство було засноване у 2020 році, проте до сьогодні воно так і не запрацювало, що обмежує ефективність державної боргової політики та ускладнює реалізацію стратегічних ініціатив [8].

Таблиця 1.3 – Інституційні моделі управління державним боргом європейських держав

Країна	Орган управління	Інституційна позиція
Франція	Agence France Trésor (AFT)	Агентство з управлінською автономією, є складовою Міністерства економіки та фінансів
Німеччина	Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH	Товариство з обмеженою відповідальністю, 100% належить державі (в особі Мінфіну)
Італія	Dipartimento del Tesoro	Департамент у складі Міністерства економіки та фінансів
Іспанія	Tesoro Público	Департамент (Державне казначейство) у складі Міністерства економіки та фінансів
Великобританія	Debt Management Office (DMO)	Агентство з управлінською автономією, підпорядковане Казначейству (HM Treasury)

Джерело: складено автором на основі даних з [21]

У відповідь на кризу, спричинену пандемією COVID-19, уряди розвинених країн змушені були швидко адаптувати боргові стратегії для залучення безпрецедентних обсягів фінансування. Ці дії продемонстрували гнучкість і готовність використовувати різноманітні інструменти для реагування на надзвичайні виклики, хоча прискорені процедури іноді обмежували парламентський контроль, підкреслюючи важливість прозорих і підзвітних рамок. Для оперативного залучення коштів багато країн змінили плани випуску боргових інструментів: США, Німеччина та Франція значно збільшили випуск короткострокових векселів, а Великобританія майже вчетверо підвищила частоту аукціонів облігацій у квітні–липні 2020 року, що дозволило рівномірніше розподілити запозичення і краще реагувати на попит інвесторів. Важливу роль відігравали також міжнародні фінансові інституції, як-от Світовий банк та МВФ, які надавали фінансову підтримку та технічну допомогу, включно з рамковими підходами на кшталт Середньострокової стратегії управління боргом (MTDS). G20 ухвалила Ініціативу призупинення обслуговування боргу (DSSI), що дозволила найбіднішим країнам тимчасово відкласти виплати [20, 21].

У кризових умовах країни застосовують спеціальні методи для полегшення боргового навантаження, зокрема рефінансування та реструктуризацію. Рефінансування дозволяє погашати старі зобов’язання за рахунок нових випусків, користуючись сприятливішими ринковими умовами, а реструктуризація змінює умови погашення боргу за домовленістю між позичальником і кредитором [22]. Хоча ці механізми критично важливі, їхня ефективність обмежується інструментами, що доступні уряду, тому складний та диверсифікований борговий портфель є не розкішшю, а необхідною передумовою фінансової стійкості.

Диверсифікація боргового портфеля залишається наріжним каменем сучасної стратегії управління державним боргом. Розвинені країни застосовують широкий спектр інструментів – від короткострокових казначейських векселів до середньо- та довгострокових облігацій і інноваційних фінансових продуктів – для залучення різних груп інвесторів,

оптимізації вартості запозичень та управління ризиками. Короткострокові інструменти, такі як казначейські векселі, активно використовуються у США, Великобританії та Франції для управління ліквідністю. Основу державного боргу складають середньо- та довгострокові ноти й облігації, що застосовуються в США, Японії, Німеччині, Франції та Великобританії, а облігації, індексовані на інфляцію, захищають інвесторів від інфляційних ризиків і дозволяють залучати кошти за нижчою реальною ставкою. Зростає популярність зелених облігацій, які фінансують екологічні проєкти та залучають соціально свідомих інвесторів, одночасно знижуючи вартість запозичень. Франція та Німеччина є прикладами активного розвитку цього напрямку, поєднуючи фінансову ефективність із політичними та соціальними цілями.

Стратегічне значення має також валютна структура боргового портфеля. Аналіз ринку міжнародних боргових цінних паперів свідчить про явне домінування долара США, обсяг номінованих у ньому паперів перевищував 13 трлн доларів станом на 2022 рік [21]. Таке домінування забезпечує країнам доступ до найбільш глибокого у світі ринку капіталу, проте водночас підвищує їхню залежність від монетарної політики США та коливань валютного курсу відносно внутрішніх доходів. Розвинені ринки та інноваційні фінансові інструменти є важливими для управління боргом, проте цього недостатньо для забезпечення його стійкості. Не менш критичною є наявність прозорих механізмів контролю та ефективної системи підзвітності.

Технічна спроможність управління боргом повинна доповнюватися надійною внутрішньою системою підзвітності, яка гарантує, що боргові рішення відповідають суспільним інтересам. Міжнародна практика свідчить, що зусилля щодо підвищення прозорості часто орієнтовані на потреби кредиторів і не приділяють належної уваги розвитку внутрішніх механізмів контролю, що є ключовим для довгострокової фіскальної стабільності [18].

Ефективна система підзвітності базується на трьох взаємопов’язаних компонентах. По-перше, прозорість, яка забезпечує громадський контроль і дозволяє оцінювати вплив боргових рішень на доходи, видатки та загальну

фіскальну стійкість. Незважаючи на це, аналіз бюджетних документів у 125 країнах показує, що розкриття інформації про борг часто залишається на низькому рівні, а базові дані про обсяг боргу, його структуру та вартість обслуговування відсутні у ключових звітах, ускладнюючи парламентський і громадський контроль. По-друге, системи нагляду, які включають законодавчі органи та вищі органи аудиту, забезпечують затвердження правил запозичень, контроль за виконанням боргових стратегій та перевірку точності звітності. По-третє, залучення громадськості, зокрема громадських організацій, аналітичних центрів та медіа, допомагає робити складні технічні питання зрозумілими широкому загалу, оцінювати соціально-економічні наслідки запозичень і стимулювати підтримку реформ. Яскравим прикладом є коаліція "Okoa Uchumi" у Кенії, яка об’єднала різні організації для просування відповідального управління боргом, співпрацюючи з парламентарями, аудиторами та медіа. Її діяльність дозволила підняти питання боргу на національний рівень і змусила кандидатів у президенти 2022 року взяти публічні зобов’язання щодо покращення боргового менеджменту [18].

Посилення внутрішніх систем підзвітності через прозорість, ефективний нагляд та активне залучення громадськості є важливим кроком для забезпечення фіскальної стійкості та відновлення довіри суспільства до дій уряду. Міжнародний досвід управління державним боргом у періоди після глобальних криз дозволяє виділити низку ключових уроків. По-перше, зростання боргу є неминучим у періоди економічних потрясінь, і для його ефективного управління потрібні проактивні та гнучкі стратегії [21, 22]. По-друге, інституційна структура управління боргом, незалежно від того, чи вона централізована, чи автономна, безпосередньо впливає на ефективність, гнучкість і здатність управляти ризиками [21]. По-третє, успішні країни застосовують диверсифікований набір боргових інструментів: вони випускають короткострокові облігації для швидкого реагування на кризові ситуації, одночасно використовуючи інноваційні інструменти, такі як зелені чи інфляційні облігації, для досягнення довгострокових стратегічних цілей [21]. По-четверте, підзвітність є критичною складовою ефективного

управління боргом: прозорість, сильний парламентський та аудиторський контроль, а також активна участь громадянського суспільства забезпечують, що боргові рішення відповідають довгостроковим інтересам суспільства [18].

Отже, міжнародний досвід демонструє, що успішне управління державним боргом є комплексним процесом. Воно поєднує технічну експертизу та оптимальний вибір інструментів і стратегій із інституційною спроможністю для їх реалізації та демократичною підзвітністю, що гарантує спрямованість боргових рішень на забезпечення продуктивного використання ресурсів, стабільності та сталого розвитку.

Висновки до розділу 1

У першому розділі систематизовано теоретичні основи дослідження зовнішньої заборгованості. Аналіз показав, що зовнішній борг є неоднозначним інструментом: він може підтримувати економіку в періоди обмежених внутрішніх ресурсів, проте надмірне його накопичення формує суттєві ризики, які з часом здатні пригнічувати інвестиційну активність та обмежувати потенціал зростання.

Розгляд різних авторських підходів дав змогу побачити, наскільки по-різному економічна наука трактує саме поняття боргу. Попри розбіжності, усі визначення підкреслюють його ключову рису – залежність держави від зовнішніх кредиторів та необхідність повернення позикових ресурсів у майбутньому. Структурний аналіз довів, що борг не є однорідним явищем: він поділяється за типом боржників, кредиторів, строками, валютою, а також відображає глибокі внутрішні взаємозв’язки між секторами економіки. Саме через такі класифікації стає можливим виявити вразливі точки, які можуть призвести до розбалансування фінансової системи.

Також у розділі були розглянуті теоретичні моделі, що пояснюють, як зовнішні зобов’язання впливають на економічне зростання. Їхнє порівняння показало, що економічна думка еволюціонувала: від переконання у нейтральності боргу в неокласиків до активного використання позик як

інструменту стимулювання у кейнсіанській традиції. Сучасні підходи доповнили цю дискусію новими концепціями, зокрема ідеєю боргового тягаря та ефектом витіснення, які дозволяють глибше пояснити негативні наслідки надмірної заборгованості. Найбільш узагальненою стала гіпотеза про нелінійний характер впливу, яка підкреслює наявність певного порогового значення, після перевищення якого борг уже не сприяє, а гальмує розвиток.

Проаналізовані теорії демонструють, що борг може бути корисним лише за умови помірного обсягу, раціональної структури та ефективного управління. Якщо запозичення спрямовуються у продуктивні сфери, вони здатні підтримувати інвестиції, модернізувати інфраструктуру та підвищувати рівень людського капіталу. Проте якщо основною метою стає покриття поточних дефіцитів або фінансування непродуктивних витрат, економічний ефект поступово змінюється на протилежний. Зростають ризики валютної нестійкості, посилюється фіскальний тиск, а через збільшення витрат на обслуговування боргу зменшується простір для проведення стимулюючої політики.

Узагальнюючи результати цього розділу, можна стверджувати, що ефективність зовнішніх запозичень визначається не стільки їхнім обсягом, скільки інституційною якістю управління, здатністю держави прогнозувати ризики та дотримуватися довгострокових стратегічних цілей. Теоретичні підходи, які були розглянуті, формують важливе підґрунтя для подальших досліджень, адже дозволяють зрозуміти логіку реакції економіки на різні рівні заборгованості та окреслюють критичні чинники фінансової стійкості. У наступних розділах ці положення стануть основою для оцінки сучасного стану зовнішнього боргу України та пошуку оптимальних шляхів управління ним в умовах зростаючих економічних викликів.

2 АНАЛІЗ СТАНУ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ УКРАЇНИ

2.1 Динаміка та структура зовнішнього боргу України в період до та після початку повномасштабної війни

Аналіз державного боргу України в умовах повномасштабної війни має особливе стратегічне значення, оскільки ефективне управління фінансовими зобов'язаннями безпосередньо впливає на обороноздатність країни, соціальну стабільність та перспективи повоєнного відновлення. На кінець 2021 року, напередодні вторгнення, загальна сума державного та гарантованого державою боргу становила 2,672 трлн гривень, або 97,96 млрд доларів США [29]. Ця цифра слугує відправною точкою для оцінки масштабів фінансових викликів, з якими зіткнулася держава, а метою дослідження є виявлення ключових кількісних та якісних змін у структурі боргу після початку війни, а також розкриття парадоксу воєнної боргової політики, коли стрімке зростання обсягу боргу супроводжувалося покращенням його якісних характеристик і стійкості.

Напередодні вторгнення стан державного боргу можна було охарактеризувати як відносно стабільний, проте вразливий до зовнішніх шоків. Реформи попередніх років та співпраця з міжнародними фінансовими інституціями дозволили стабілізувати боргове навантаження, однак залежність від зовнішніх ринків капіталу залишалася істотним фактором ризику. Довоєнна структура боргу була диверсифікованою та типовою для країн з ринками, що розвиваються, включала зобов'язання перед міжнародними фінансовими організаціями, комерційними кредиторами через випуск єврооблігацій і залучення позик іноземних банків, а також перед урядами окремих країн [29]. Значну роль відігравали ринкові запозичення, що робило вартість обслуговування боргу чутливою до коливань на глобальних фінансових ринках. Таким чином, Україна мала боргову структуру із суттєвою

часткою комерційних зобов'язань, яка зазнала фундаментальної трансформації під тиском безпрецедентних викликів війни, що вимагало перегляду підходів до управління державними фінансами.

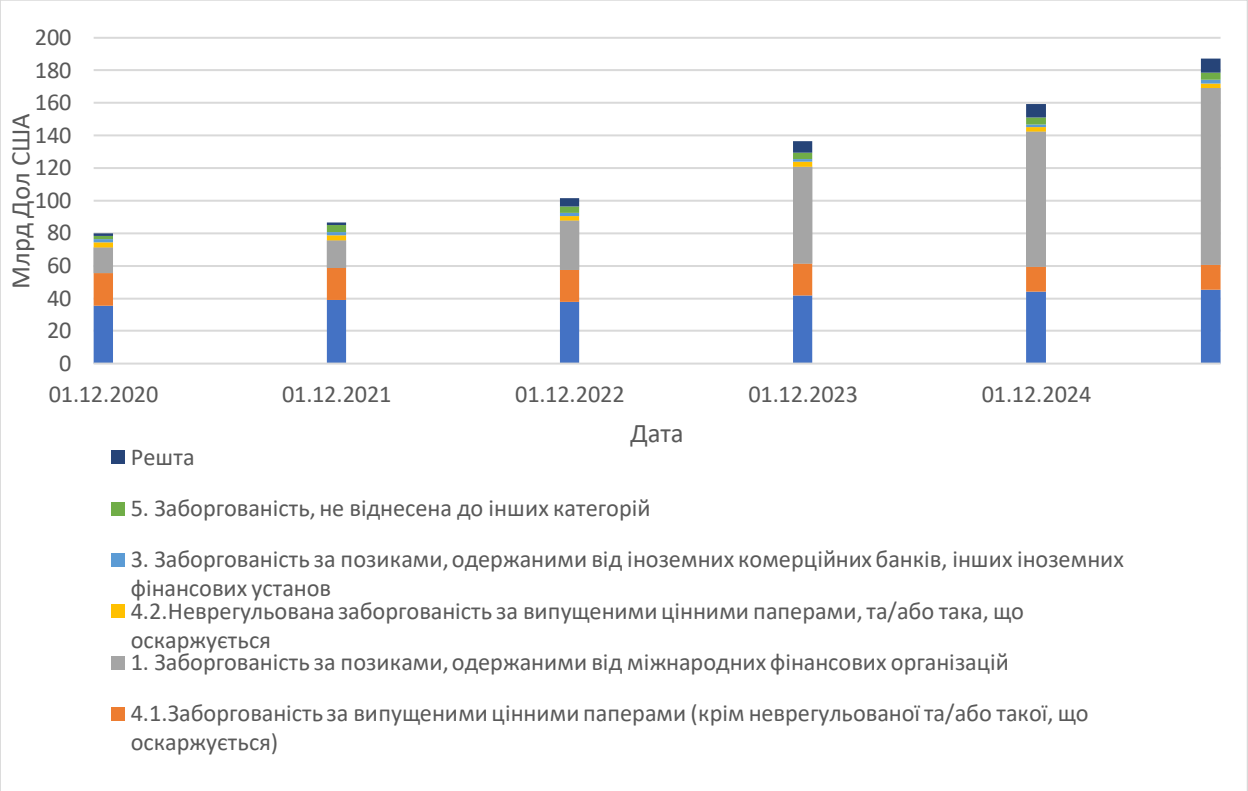


Рисунок 2.1 – Структура державного боргу України за типом джерел запозичення 2020-2025 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [30]

Повномасштабне вторгнення спричинило шокове падіння доходів державного бюджету через окупацію територій, руйнування підприємств та скорочення економічної активності. Одночасно виникла нагальна потреба у фінансуванні колосальних видатків на оборону та безпеку, а також на підтримку соціальної сфери. Цей розрив між доходами та видатками можна було покрити лише за рахунок масштабних зовнішніх запозичень, що призвело до стрімкого зростання державного боргу. Динаміка його зростання відображає масштаби фінансової мобілізації країни: на кінець 2021 року загальний борг становив 2,672 трлн грн (97,96 млрд дол США), до кінця 2022 року він зріс до 4,076 трлн грн (понад 111 млрд дол США), на кінець 2023 року – до 5,520 трлн грн (понад 145 млрд дол США), а станом на 31 березня 2024

року – до 5,924 трлн грн (151,1 млрд дол США) і в травні 2024 року досяг майже 6,01 трлн грн (приблизно 152 млрд дол США) [26; 29].

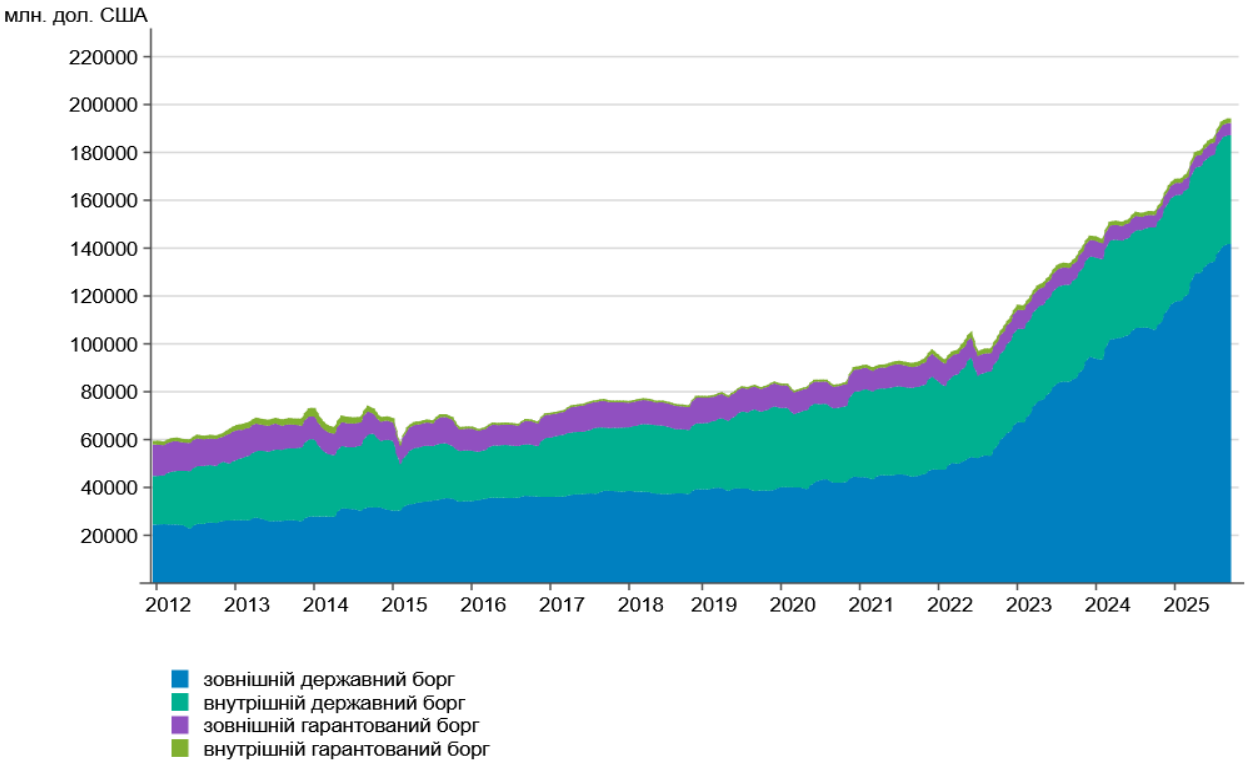


Рисунок 2.2 – Структура та обсяги державного боргу України за період 2012-2025 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [31]

Відношення боргу до ВВП, як ключовий індикатор боргової стійкості, демонструє критичний рівень навантаження на економіку. За оцінками Національного банку України, валовий зовнішній борг (державний та приватний) зріс з 81,6% ВВП наприкінці 2022 року до 90,7% ВВП на кінець 2023 року [27]. Це не лише перевищує порогові значення МВФ у 50% ВВП для країн із ринками, що розвиваються, а й наближається до рівня, при якому, за дослідженнями Reinhart і Rogoff (2010), економічне зростання традиційно сповільнюється [24]. Такі показники підкреслюють масштаб фінансового навантаження та необхідність активного і проактивного управління борговою політикою.

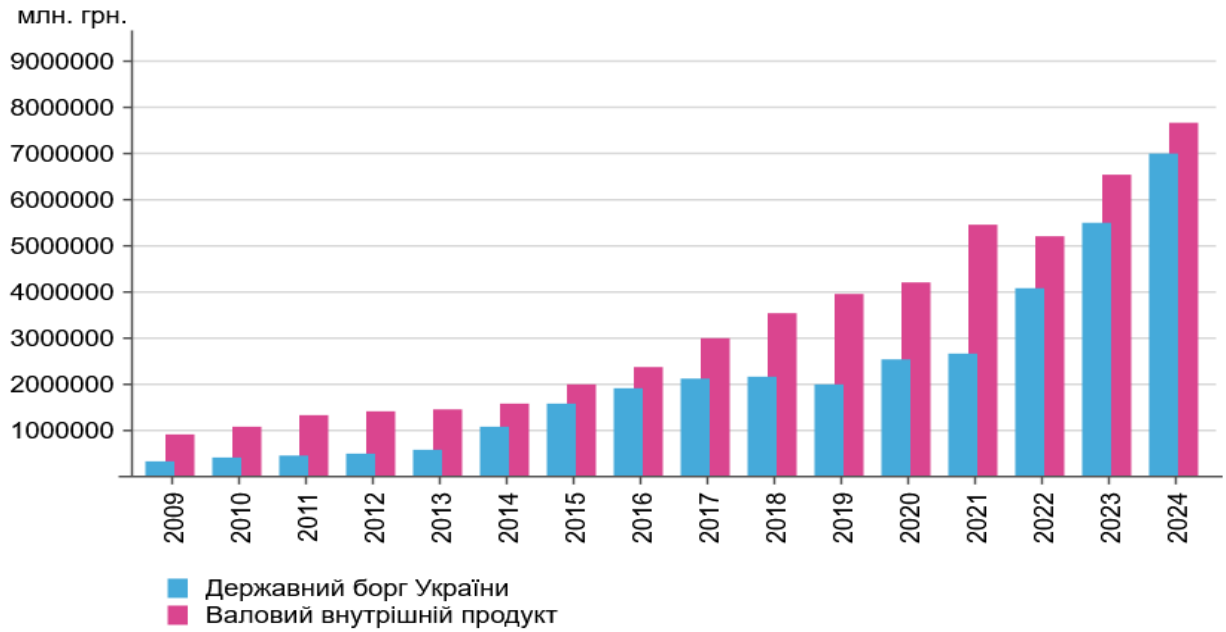


Рисунок 2.3 – Співвідношення обсягу державного боргу України до ВВП в період 2009-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [31]

Хоча кількісне зростання боргу є очевидним наслідком війни, за цими цифрами приховані значущі структурні та якісні зміни, що трансформували саму природу державного боргу України. Аналіз цих змін дозволяє оцінити поточну ситуацію та зробити висновки щодо перспектив фінансової стабільності й ефективності державної політики у майбутньому.

2.2 Основні кредитори України: структура, умови та терміни обслуговування боргу

Структура державного боргу України зазнала не менших змін, ніж його обсяг, і аналіз цих змін за кредиторами, валютою та строками погашення є ключовим для розуміння нової боргової реальності та оцінки майбутніх ризиків і можливостей. Зміни відображають як необхідну адаптацію до кризових умов, так і безпрецедентну підтримку з боку міжнародних партнерів. У довоєнній моделі значну роль відігравали приватні комерційні інвестори, тоді як сьогодні домінують пільгові позики від міжнародних організацій та

урядів іноземних держав. Це істотно змінило профіль ризиків, замінивши ринкову волатильність на стабільне довгострокове фінансування. За даними Міністерства фінансів станом на 31 березня 2024 року, понад половину зовнішнього боргу – 53,8% – становили пільгові позики від міжнародних фінансових організацій та урядів інших країн. Найбільшими кредиторами України у 2024 році були Європейський Союз із часткою 37%, Група Світового банку – 19% та Міжнародний валютний фонд – 16%. При цьому вперше Група Світового банку випередила МВФ за обсягом кредитування, а борг перед ЄС зріс на 34% до 44 млрд доларів, підкреслюючи важливу роль Євросоюзу у фінансовій підтримці країни [25, 28].

Ці зміни у структурі кредиторів безпосередньо вплинули на валютну структуру боргу. Зростання фінансування від європейських інституцій збільшило частку боргу, номінованого в євро. Ще у 2022 році частка долара США знизилася до 47,7%, тоді як євро досягло 37,8%. Станом на березень 2024 року ця тенденція посилилася: борг у євро складав 33,2%, у доларах США – 26,3%, у гривні – 25,9%, у СПЗ – 10,8%, а в інших валютах – 3,8%. Така трансформація дозволяє узгодити валюту боргових зобов'язань із валютними надходженнями міжнародної допомоги та знизити валютні ризики.



Рисунок 2.4 – Структура боргу України в розрізі кредиторів та валютного складу 2024 р.

Джерело: складено автором на основі даних з [32]

Попри стрімке зростання загального обсягу боргу, умови його обслуговування значно покращилися завдяки превалюванню пільгового фінансування з низькими відсотковими ставками та довгими термінами погашення. Середньозважена вартість боргу знизилася майже в 1,4 рази – з 7,79% до 5,09%, а середньозважена строковість зросла майже в 2 рази – з 6,27 до 12,26 років. Таким чином, хоча загальне боргове навантаження збільшилося, його структура стала більш керованою та стійкою в середньостроковій перспективі, що надало уряду простір для маневру та дозволило сфокусуватися на управлінні комерційним боргом, який залишався найбільш проблемним.



Рисунок 2.5 – Динаміка середньої строковості та вартості боргу України 2021-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [32]

Реструктуризація зовнішнього комерційного боргу, зокрема єврооблігацій, стала необхідним кроком для уникнення дефолту та звільнення фінансових ресурсів для державних потреб. У липні 2024 року було досягнуто комплексної угоди з Комітетом власників єврооблігацій, яка передбачала списання 37% основної суми боргу та забезпечить економію 11,4 млрд доларів на обслуговуванні протягом наступних трьох років і 22,75 млрд доларів до 2033 року. Успішна реалізація цих заходів дозволила Україні стабілізувати фінансову ситуацію, зменшити ризики дефолту та забезпечити доступ до подальшого довгострокового фінансування [28].

Замість попередніх зобов'язань Україна випустить нові єврооблігації серій А та В із відтермінованими строками погашення до 2036 року та пільговими відсотковими ставками на початкових етапах. Ця угода має велике стратегічне значення, оскільки надає негайне фінансове полегшення та виступає ключовим кроком для відновлення боргової стійкості, що є однією з передумов для подальшої підтримки з боку МВФ та інших міжнародних партнерів. Успішна реструктуризація створює умови для повернення України на міжнародні ринки капіталу в майбутньому, що буде необхідним для залучення інвестицій на повоєнну відбудову.

Проте якщо розглядати тенденцію та обсяги виплат не тільки за зовнішнім державним боргом, а й за внутрішнім, то ситуація дещо зміниться (рис. 2.6).

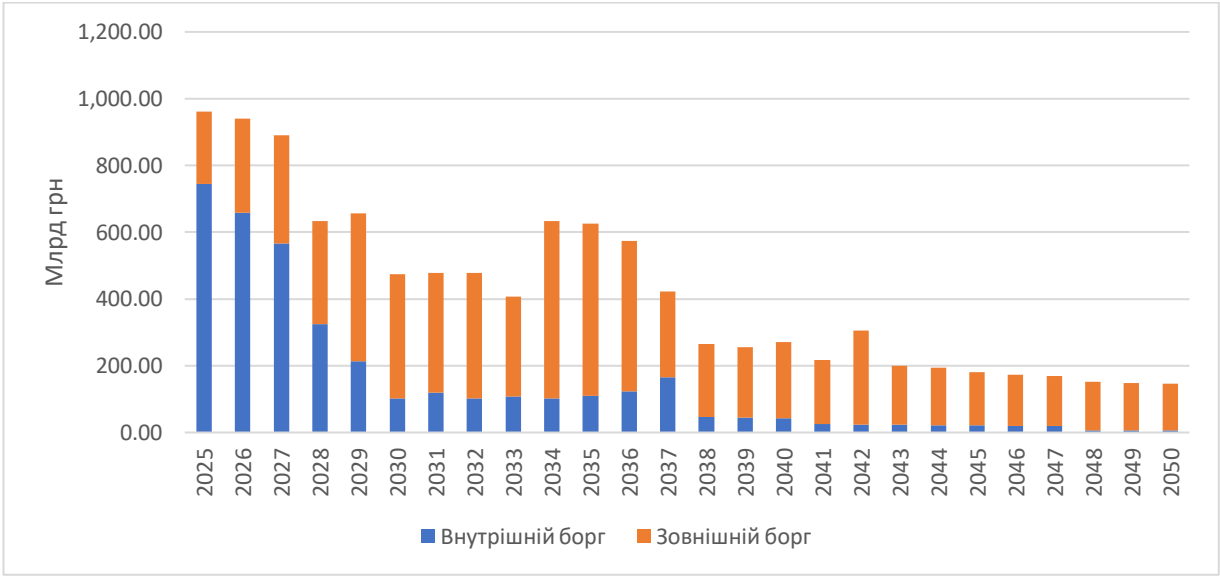


Рисунок 2.6. – Заплановані обсяги державних витрат з виплат боргу на 2025-2050 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [31]

Як видно з графіку на рисунку 2.6, відповідно до поточних планів, в цілому наступні 25 років планується зменшувати обсяги державного боргу та відповідних виплат по ньому, найбільші виплати плануються у 2025-2027 роках, від 950 до 900 млрд грн на рік (з розрахунку збереження курсу валют на жовтень 2025 року), далі обсяги виплат будуть зменшуватись до запланованого мінімуму у 2033-му році з сумою виплат в 400 млрд грн Далі

планується скачок виплат у 2034 – 2036-х роках до більше ніж 600 млрд грн на рік, викликаний тим, що саме на цей час припадає строк погашення багатьох позик ЄС виданих з початку війни, після цього в період з 2038 і до 2050 року обсяг річних виплат виходить на плато з обсягом у приблизно 200 млрд грн на рік та трендом на поступове скорочення.

Проте, якщо розглядати не тільки загальний обсяг боргу, а й його поділ на виплати за внутрішнім і зовнішнім боргом, ситуація дещо інакша. В поточному 2025-му році обсяг виплат саме по внутрішнім засобам запозичення склав майже 65% від усіх боргових виплат, і вдвічі перевищив виплати по зовнішнім запозиченням (рис. 2.6). І, якщо виплати по зовнішньому боргу рівномірно розподілені на 25 років, то виплати по внутрішньому – сконцентровані в період 2025 – 2027 рр. і складають 750, 640 та 590 млрд грн на рік у відповідні роки, тобто складають більшу частину всіх виплат по державному боргу. Після чого обсяги виплат по внутрішньому боргу різко падають до приблизно 100 млрд грн на рік до 2030 року, також спостерігається невеликий пік виплат в 2037-му році, а потім доля виплат по внутрішньому боргу стає мінімальною, в межах похибки.

Ці внутрішні запозичення переважно складаються з короткострокових військових облігацій, які емітуються строком від 1-го до 3-х років. З одного боку, оскільки ці зобов’язання в гривні, то Міністерство фінансів має більше інструментів, щоб впоратись з ними в порівнянні з іншими валютами. А з іншого боку, велика кількість військових облігацій передбачає значно вищі відсотки виплат по ним, ніж міжнародні кредити (в середньому 15% річних для облігацій, проти 3-5% – для міжнародних кредитів, і це ще не враховуючи пільгові умови від європейських партнерів), а також низька вірогідність припинення емісії військових облігацій через продовження військових дій.

Як видно з наведених даних, саме емісія військових облігацій сильно навантажує бюджет в короткостроковій перспективі, на відміну від зовнішніх кредитів. І саме тому, на нашу думку, важливо наразі успішно провести перемови про реструктуризацію боргу за внутрішніми облігаціями.

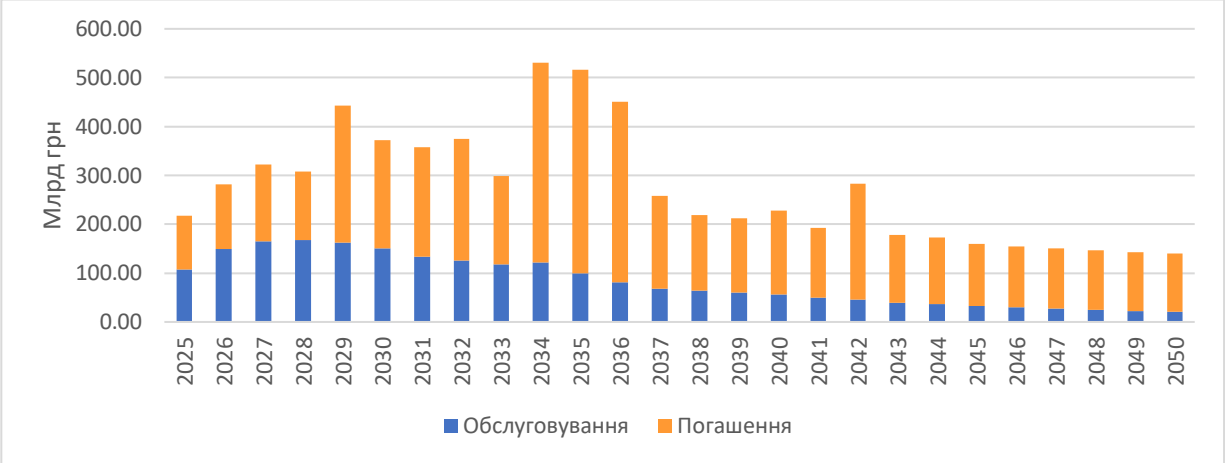


Рисунок 2.7 – Запланована структура обслуговування та погашення зовнішнього боргу на 2025-2050 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [31]

Вважаємо за необхідне тепер розглянути структуру боргу з боку співвідношення обслуговування та погашення (рис. 2.7). На період 2025-2028 рр. закладене співвідношення, за якого приблизно половина витрат йде на обслуговування боргу, а інша половина – на погашення. З 2029 р. планується збільшити витрати саме на погашення, при поступовому скороченні як частки, так і абсолютного розміру витрат на обслуговування. В 2034-2036 рр., як вже зазначалося раніше, планується сплеск витрат на погашення пільгових кредитів від ЄС, після чого планується збереження тренду на зменшення витрат на обслуговування, при сталих витратах на погашення обсягом приблизно в 100 млрд грн на рік до 2050-го року.



Рисунок 2.8 – Запланована структура обслуговування та погашення внутрішнього боргу на 2025-2050 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з [31]

З точки зору внутрішніх запозичень ситуація дещо інша. Як вже зазначалося, значна частина внутрішньої заборгованості – це військові облігації та інші короткострокові засоби запозичень. Тому графік на рисунку 2.8 можна умовно поділити на 3 частини:

- 2025 – 2029 рр., за яких виплачуються високі відсотки за короткостроковими засобами запозичення, в структурі більшу частку займає саме погашення боргу, а обслуговування – меншу;
- 2030 – 2037 рр., де спочатку переважає частка обслуговування, тобто виплата відсотків по більш довгостроковим запозиченням, які мають бути виплачені до 2037-го року і по мірі наближення до 2037-го року частка погашення зростає і знову починає превалювати;
- 2038 – 2050 рр. фактичні виплати за внутрішньою заборгованістю є мінімальними.

Тож, в цілому, боргова політика України в умовах війни продемонструвала високий рівень адаптивності та стійкості завдяки безпрецедентній міжнародній підтримці та проактивним діям уряду. Хоча високий рівень боргу відносно ВВП залишатиметься викликом, сформована структура є керованою та дозволяє державі функціонувати. Майбутніми пріоритетами стануть забезпечення стійкого економічного зростання для зниження відносного боргового навантаження, підтримка фіскальної дисципліни для збереження довіри партнерів та підготовка до управління виплатами після завершення пільгових періодів за кредитами.

2.3 Оцінка боргового навантаження та ризиків для державного бюджету та макроекономічної стабільності

Вплив державного боргу на фіскальну стійкість є прямим і безпосереднім. Видатки на обслуговування та погашення боргу конкурують із іншими пріоритетними напрямами, такими як оборона, соціальні виплати та відновлення країни. В умовах війни ця конкуренція за обмежені ресурси стає особливо гострою, змушуючи уряд приймати складні компромісні рішення.

У 2025 році витрати на обслуговування та погашення державного боргу перевищать 1 трлн грн, ставши другою за величиною статтею бюджету після оборонних видатків. Примітно, що планова сума лише на сплату відсотків випереджає витрати на пенсії та інші соціальні програми, як свідчать дані [38]. Так, порівняння основних категорій видатків бюджету на 2025 рік демонструє, що на обслуговування держборгу заплановано 475,84 млрд грн, тоді як пенсії та соціальні виплати – 421,43 млрд грн Масштаби боргового тягаря підтверджує й той факт, що у першому кварталі 2025 року кожна шоста гривня доходів бюджету спрямовувалася на погашення та обслуговування боргу [35], що обмежує фіскальний простір для фінансування інших критично важливих потреб.

Перманентний дефіцит державних фінансів є основною причиною постійного нагромадження боргу в Україні. У першому кварталі 2025 року покриття дефіциту забезпечувалося переважно за рахунок зовнішніх надходжень, які включали запозичення та гранти на суму 363 млрд грн Ці ресурси дозволили зберегти фінансову стійкість і профінансувати першочергові потреби в умовах обмежених внутрішніх джерел [33, 35].

Високий рівень боргу створює значні фіскальні ризики, здатні дестабілізувати державні фінанси у середньо- та довгостроковій перспективі. Зокрема, валютний ризик виникає через те, що значна частина боргу номінована в іноземній валюті, тоді як доходи бюджету формуються переважно у гривні; будь-яка девальвація національної валюти автоматично підвищує вартість обслуговування зовнішніх зобов’язань у гривневому еквіваленті [33,38]. Також існує ризик рефінансування: пікові виплати за боргом у майбутньому створюють необхідність постійного залучення нових позик для погашення старих, ставлячи фінансову систему в залежність від стану світових ринків капіталу. Крім того, значна частина бюджетного фінансування залежить від міжнародної підтримки, зокрема виконання програм МВФ та Ukraine Facility; будь-які затримки допомоги можуть серйозно ускладнити виконання бюджету [36]. Вступаючи в таку боргову залежність, Україна, як і більшість країн у кризових умовах, добровільно

обмежує власний фінансовий суверенітет, отримуючи ресурси для забезпечення негайної стабільності [33].

Фіскальні ризики не існують ізольовано, вони тісно пов'язані з ширшими загрозами для економіки, які впливають на макроекономічну стабільність. Державний борг виходить за межі бюджетної сфери та безпосередньо впливає на стабільність національної валюти, рівень інфляції, стан платіжного балансу та довгострокові перспективи економічного зростання, формуючи ключові макроекономічні ризики.

У перші місяці повномасштабного вторгнення спроби фінансувати дефіцит бюджету шляхом прямої емісії гривні призвели до її стрімкого знецінення та стрибка інфляції [38]. Згодом уряд відмовився від цієї практики на користь зовнішньої допомоги та внутрішніх ринкових запозичень, проте високий рівень державного боргу залишається значним проінфляційним чинником. Потенційна потреба у монетизації боргу в майбутньому здатна знову створювати тиск на ціни [35, 36].

Зовнішній борг має подвійний вплив на валютний ринок. Регулярні надходження фінансової підтримки від міжнародних партнерів дозволяють підтримувати міжнародні резерви на історично високих рівнях, що дає Національному банку України змогу стабілізувати валютний ринок та контролювати коливання курсу [36]. Водночас майбутні виплати за зовнішнім боргом, як тіла кредиту, так і відсотків, чинять додатковий тиск на платіжний баланс, що потенційно може позначатися на курсі національної валюти [37].

Високе боргове навантаження також може обмежувати економічний розвиток. Значні бюджетні ресурси, що спрямовуються на обслуговування боргу, зменшують можливості уряду фінансувати програми відбудови, модернізації інфраструктури та стимулювання економіки. Потенціал України забезпечити зростання ВВП, що перевищувало б темпи нарощування боргу, обмежений низкою об'єктивних чинників, серед яких: втрата ключових промислових активів на окупованих територіях, систематичне руйнування енергетичної інфраструктури та демографічна криза, що обмежує потенціал ринку праці [34].

Ці виклики потребують розробки комплексної стратегії управління державним боргом, яка враховувала б міжнародний досвід і національну специфіку. Ефективне управління борговими зобов'язаннями в умовах війни та відновлення після неї має поєднувати перевірені інструменти міжнародної практики з урахуванням унікальних викликів, щоб забезпечити довгострокову фінансову стійкість та збереження державного суверенітету.

Накопичений зовнішній борг і висока залежність від міжнародної фінансової допомоги створюють особливу вразливість держави в умовах війни та періоду відновлення після неї. Поки країна витрачає значну частину бюджетних ресурсів на оборону та підтримку життєздатності економіки, навіть невеликі затримки або зміни в надходженні зовнішніх траншів здатні спричинити серйозні макроекономічні потрясіння. У цьому контексті ризики боргової кризи стають не лише фінансовим питанням, а й питанням стратегічної стабільності, оскільки вони впливають на здатність держави реалізовувати програми відновлення, забезпечувати соціальні видатки та підтримувати довіру інвесторів. Тому оцінка цих ризиків потребує комплексного підходу, що враховує як структуру боргу, так і специфіку зовнішнього фінансування в умовах надзвичайної економічної та політичної ситуації.

У ситуації, коли доходи державного бюджету переважно спрямовуються на покриття військових витрат, міжнародна фінансова допомога стала практично єдиним джерелом фінансування дефіциту. Сучасна структура зовнішньої підтримки України демонструє сильну концентрацію боргових зобов'язань навколо кількох ключових інституційних кредиторів, що підкреслює значення партнерства з ними для фінансової стабільності [40]. Так, станом на 2024 рік, заборгованість перед Європейським Союзом становила $44 млрд, що відповідає приблизно 27% від загального обсягу державного боргу. Борг перед Групою Світового банку оцінювався у $22,6 млрд, або 14% від загального портфеля, тоді як зобов'язання перед Міжнародним валютним фондом складали $18,9 млрд, що становить 11% загального боргу.

Основна частина фінансування надходить через два спеціальні

механізми, створені міжнародними партнерами для підтримки України [44]. Перший з них, Ukraine Facility, є комплексною програмою ЄС обсягом €50 млрд на період 2024–2027 років і спрямований на забезпечення макроекономічної стабільності, підтримку державного бюджету та стимулювання структурних реформ, необхідних для євроінтеграції. Другий механізм, ERA Loans (Extraordinary Revenue Acceleration), ініційований країнами G7 та також становить близько €50 млрд Ця програма унікальна тим, що кредити забезпечуються майбутніми доходами від заморожених російських активів. Важливо, що фінансування в рамках G7 ERA розглядається як умовне боргове зобов'язання і погашається не за рахунок державного бюджету України, а за рахунок прибутків із заморожених активів РФ, що суттєво знижує прямий тиск на платників податків [41].

Водночас така модель фінансування має значний ризик умовності, оскільки надходження коштів, особливо за програмою Ukraine Facility, жорстко прив'язане до виконання Україною узгоджених структурних реформ. Недотримання або затримка з виконанням цих вимог призводить до відтермінування фінансових траншів. Прикладом є ситуація, коли Україна недоотримала €1,5 млрд за цією програмою через невиконання трьох ключових умов: завершення реформи децентралізації, вдосконалення процедури відбору суддів Вищого антикорупційного суду та перезавантаження Агентства з розшуку та менеджменту активів (АРМА) [41].

Це свідчить, що прив'язка фінансових траншів до виконання індикаторів реформ постійно створює загрозу затримок або скорочення фінансування. Як наслідок, українська влада змушена демонструвати бездоганну виконавчу дисципліну та політичну волю, щоб уникнути перебоїв у надходженні коштів. Постійна загроза затримки траншів водночас посилює тиск на й без того недостатньо розвинену систему управління боргом, яка, як показано у наступному розділі, не має стратегічного бачення та операційної спроможності для ефективного подолання таких фінансових розривів.

Саме тому ефективне управління державним боргом є надзвичайно важливим для мінімізації ризиків та оптимізації витрат на його

обслуговування, однак аудит Рахункової палати показує, що в інституційній архітектурі управління боргом існують серйозні прогалини, які суттєво обмежують здатність держави проактивно реагувати на фінансові виклики. Зокрема, аудит за період 2023–2025 років виявив низку проблем, що свідчать про відсутність стратегічного планування та слабкість інституцій [40]. Міністерство фінансів не затвердило середньострокові Стратегії управління державним боргом на 2023–2025 та 2025–2027 роки, що вказує на дефіцит довгострокового бачення. Крім того, Боргове агентство, створене у 2020 році для професійного управління боргом, так і не розпочало повноцінної роботи. Існують суттєві недоліки у системі управління ризиками: відсутні затверджені індикатори боргових ризиків та формалізовані методики їх оцінки, що унеможливлює своєчасне реагування на потенційні загрози. Ситуацію ускладнює слабка IT-інфраструктура – ключова система ІАС «УДБ» працює без належного захисту, а значна частина даних вводиться вручну, що підвищує ймовірність операційних помилок і зловживань.

Окрім внутрішніх проблем, значні виклики виникають і у взаємодії з комерційними кредиторами. Переговори з приватними інвесторами вимагають високого рівня професіоналізму та гнучкості, проте часто не приносять очікуваного результату. Прикладом цього є ситуація з ВВП-варантами, випущеними під час реструктуризації 2015 року: у листопаді 2025 року Міністерство фінансів повідомило, що не досягло домовленості з комітетом власників цих цінних паперів щодо реструктуризації [42]. Це демонструє, наскільки складним може бути переговорний процес з приватними кредиторами, і створює потенційні ризики для боргової стійкості країни, якщо не буде знайдено взаємоприйнятного рішення.

Такі глибокі інституційні недоліки – це не просто операційні перешкоди; вони серйозно підривають здатність України керувати прогнозованим дефіцитом фінансування у $60 млрд і ефективно використовувати кошти на повоєнну відбудову, перетворюючи виклик масштабу на потенційну кризу управління. Навіть після завершення активних бойових дій боргові ризики не зникнуть, а лише трансформуються, створюючи довгострокові виклики для

економічного відновлення та соціального розвитку.

Потреба у зовнішньому фінансуванні залишатиметься надзвичайно високою в середньостроковій перспективі. За заявою міністра фінансів Сергія Марченка, непокрита потреба у зовнішньому фінансуванні на 2026–2027 роки оцінюється приблизно в $60 млрд Щоби покрити цей розрив, українська влада вже активно працює над новими програмами співпраці з МВФ та запуском інноваційного механізму Reparations Loan, який базується на використанні заморожених російських активів [43].

Водночас ключовим ризиком залишається можливий розрив між високим борговим навантаженням і повільним економічним зростанням. Прогнозний рівень державного боргу на 2025 рік становить 97% ВВП, тоді як очікуване зростання реального ВВП не перевищує 2,7%. Видатки на обслуговування боргу у 2025 році прогнозуються на рівні 480,8 млрд грн [39], що створює ризик класичної боргової пастки: дедалі більша частка національного доходу спрямовується не на відбудову та інвестиції, а на обслуговування старих зобов'язань, стримуючи саме те зростання, яке необхідне для забезпечення довгострокової фінансової стійкості.

Окрему роль у забезпеченні боргової стабільності відіграє механізм використання заморожених російських активів через ERA Loans та майбутній Reparations Loan [43]. Цей інструмент має двоїсту природу: з одного боку, він дає унікальну можливість залучити десятки мільярдів євро на відбудову та фінансування бюджету без прямого тиску на українську економіку, а з іншого – створює значні ризики, оскільки його реалізація залежить від складних юридичних і політичних рішень міжнародних партнерів, і будь-які затримки можуть призвести до зриву планів фінансування [40].

Таким чином, довгострокова боргова стійкість України у повоєнний період залежить від синергії трьох факторів: продовження міжнародної підтримки, прискорення внутрішнього економічного зростання та успішної, своєчасної реалізації інноваційних фінансових механізмів.

Проведений аналіз свідчить, що загроза боргової кризи для України є комплексною. Вона випливає з поєднання безпрецедентного розміру

державного боргу, високої залежності від зовнішнього фінансування, внутрішніх інституційних слабкостей та невизначеності щодо темпів повоєнного економічного відновлення. Для мінімізації цих ризиків необхідно зосередити зусилля на кількох стратегічних напрямах.

По-перше, критично важливо посилити інституційну спроможність системи управління боргом. Це передбачає затвердження середньострокових стратегій, активізацію роботи Боргового агентства, запровадження формалізованих методик оцінки ризиків та модернізацію ІТ-інфраструктури, щоб уникнути операційних помилок і забезпечити прозорість процесів.

По-друге, варто підтримувати та розвивати ефективні механізми взаємодії з комерційними кредиторами, адже здатність до конструктивних переговорів безпосередньо впливає на боргову стійкість.

По-третє, надзвичайно важливим є розвиток внутрішньої економіки та прискорення темпів зростання ВВП, оскільки без стабільного економічного зростання високий борг стає дедалі більшим тягарем, обмежуючи можливості для відновлення та інвестицій. Нарешті, успішна реалізація інноваційних фінансових механізмів, таких як, використання заморожених російських активів, здатна значно полегшити фінансування бюджету та відбудови, але водночас потребує своєчасного впровадження та підтримки міжнародних партнерів.

Висновки до розділу 2

Проведений аналіз дозволив не лише систематизувати дані щодо зовнішнього боргу України, а й виокремити низку тенденцій, які зазвичай лишаються поза увагою у публічних звітах. Війна стала ключовим чинником, що повністю змінила як обсяг, так і структуру державних запозичень, однак отримані результати показують, що важливим є не лише зростання боргу, а й те, як саме він формувався, та які наслідки це матиме в середньо- і довгостроковій перспективі.

У роботі вдалося простежити кілька нових, менш очевидних тенденцій.

По-перше, зіставлення внутрішніх і зовнішніх боргових виплат показало, що короткострокові військові облігації створюють більший тиск на бюджет уже в найближчі роки, ніж більшість зовнішніх кредитів, хоч про це рідко згадується у відкритих аналітичних матеріалах. Фактично внутрішній борг став «прихованим піком» боргового навантаження, що потребує окремої стратегії реструктуризації. Саме такий аспект зазвичай не розглядається в традиційних дослідженнях, які більше зосереджуються на міжнародних запозиченнях.

По-друге, проведене порівняння планових виплат до 2050 року дозволило виявити дисбаланс між прогнозами держави та реальними тенденціями фінансування війни: нинішні плани виходять із припущення про відсутність подальших емісій військових облігацій, тоді як аналіз бюджетного дефіциту показує, що це малоймовірно. Така невідповідність формує ризик, який досі не відображений у стратегічних документах, і саме його вдалося виокремити у межах цього дослідження.

По-третє, у роботі було узагальнено інформацію щодо концентрації зовнішньої підтримки навколо кількох великих кредиторів і показано, що така залежність створює не лише фінансові, а й інституційні ризики. Зокрема, виконання умовних індикаторів для отримання траншів стає окремим фактором боргової стійкості, а не лише елементом реформ. Цей висновок також становить новизну, адже формальні звіти переважно не розглядають виконання реформ як борговий ризик.

У підсумку розділ показує не лише загальний стан боргової системи, а й ті структурні та управлінські проблеми, які можуть визначити боргову стійкість у майбутньому. Новизна отриманих результатів полягає в поєднанні кількісного аналізу з оцінкою тих ризиків, які не включені до офіційних моделей, а також у виділенні ролі внутрішніх боргових інструментів, які здатні суттєво ускладнити фінансову ситуацію в короткостроковому періоді. Це дозволяє більш комплексно оцінити боргове навантаження та доповнює загальне розуміння того, як саме змінюється державний борг України в умовах війни і які рішення будуть критичними для забезпечення його стійкості.

3 ВПЛИВ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ НА ПОВОЄННЕ ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

3.1 Роль та проблеми ефективного використання зовнішніх запозичень у фінансуванні повоєнної відбудови

Повоєнна відбудова України є завданням виняткового масштабу, яке фактично не має сучасних історичних аналогів. Для її реалізації потрібні не лише політична стабільність, управлінська спроможність та суспільна стійкість, а й колосальні фінансові ресурси, більша частина яких може бути залучена виключно із зовнішніх джерел. Саме тому визначення оптимальної моделі фінансування та ефективної системи контролю за використанням коштів набуває стратегічного значення, адже від цього залежить як темп відновлення країни, так і її економічна траєкторія у довгостроковій перспективі.

Фінансовий виклик, що постає перед Україною, є безпрецедентним: масштаби руйнувань та обсяг необхідних інвестицій суттєво перевищують можливості традиційних джерел фінансування й актуальні фіскальні можливості держави. У результаті формується глибокий і стійкий розрив між потребами відбудови та наявними ресурсами, який уже зараз окреслює ризики для розвитку економіки у середньостроковому періоді.

Одним із ключових джерел оцінки поточних потреб є остання доповідь Світового банку – Fourth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4). За її результатами, загальна вартість післявоєнної відбудови та відновлення України протягом наступних десяти років оцінюється у 524 млрд дол. США [53,63;64]. Це на 38 млрд дол. більше порівняно з попередніми розрахунками, що відображає як продовження руйнувань інфраструктури, так і зростання масштабів економічних збитків. У межах цієї суми вже виокремлено 348

пріоритетних проєктів обсягом 17 млрд дол., які потребують першочергової реалізації. Однак фінансування у повному або частковому обсязі наразі забезпечене лише для 127 із них на суму 7 млрд дол. [63], що свідчить про суттєвий дисбаланс навіть на рівні базових і невідкладних потреб.

Додаткове навантаження на державні фінанси створює необхідність одночасного фінансування оборонних потреб. За прогнозами Міжнародного валютного фонду, у 2026–2027 роках Україна зіткнеться з дефіцитом державного бюджету в межах від близько 65 млрд дол. (без урахування військових видатків) до приблизно 155 млрд дол. із включенням оборонних потреб [52; 57; 58]. Особливо важливим стане 2027 рік, коли одночасно проявляються кілька критичних факторів: завершення дії чинної програми розширеного фінансування МВФ у березні 2027 року [58], необхідність поновлення переговорів щодо реструктуризації боргу з офіційними кредиторами з Групи кредиторів України (GCU) [56] та досягнення пікового рівня прогнозованого бюджетного дефіциту.

У сукупності ці чинники формують настільки значний фіскальний розрив, що покриття його виключно за рахунок нових позик є практично нереалістичним і потенційно небезпечним. Подальше нарощування боргу в таких умовах могло б призвести до неконтрольованого боргового навантаження та підвищення ризику суверенного дефолту. Це, у свою чергу, робить необхідним перехід до альтернативних стратегій управління державними фінансами та пошук рішень, що виходять за межі традиційної боргової моделі. Вважаємо, що зовнішні запозичення є критично важливими для відновлення країни, проте водночас несуть низку суттєвих ризиків – передусім корупційних та боргових. Корупція може не лише призвести до прямого розкрадання ресурсів, а й викривити реальні пріоритети відбудови, знизити якість виконання проєктів і підірвати довіру як міжнародних партнерів, так і українського суспільства [45; 47] Результативність використання зовнішніх ресурсів визначатиме не лише темпи післявоєнної реконструкції, а й економічну стійкість України та її євроінтеграційні можливості в майбутньому. Розглянемо економічну логіку залучення таких

ресурсів та ключові ризики, що супроводжують цей процес.

Логіка використання зовнішнього капіталу в процесі відбудови ґрунтується на концепції міжчасової торгівлі (intertemporal trade). Відповідно до цього підходу, країна, яка зазнала значних руйнувань, тимчасово запозичує фінансові ресурси, аби профінансувати відновлення інвестицій та підтримати споживання, використовуючи майбутні доходи як забезпечення своїх нинішніх потреб. Інакше кажучи, майбутнє економічне зростання обмінюється на можливість швидко відновити соціально-економічну інфраструктуру вже сьогодні [46]. Це дозволяє уникнути тривалої стагнації та забезпечити набагато швидший перезапуск економічної активності, ніж у випадку, коли країна покладалася б виключно на власні внутрішні ресурси.

Залучення зовнішнього фінансування виконує кілька ключових функцій, які мають першочергове значення для стабілізації ситуації в державі:

– Покриття бюджетного дефіциту. Через різке скорочення податкових надходжень, падіння економічної активності та значні воєнні витрати у державному бюджеті утворюється масштабний дефіцит. Зовнішні ресурси дозволяють фінансувати базові оборонні та соціальні видатки [49].

– Відбудова критичної інфраструктури. Найважливішим напрямом є реконструкція транспортних мереж (доріг, мостів, залізниць) та енергетичних об’єктів. Досвід Італії після Другої світової війни демонструє, що модернізація транспортної системи в межах Плану Маршалла стала ключовим чинником економічного пожвавлення, забезпечуючи підприємствам доступ до сировини та ринків збуту [50].

– Стимулювання сукупного попиту. Державні інвестиції у відбудову створюють додатковий попит на матеріали, техніку та послуги, що активізує приватний сектор, сприяє відновленню виробництва та формуванню нових робочих місць [48].

Італійський досвід є показовим прикладом того, як зовнішнє фінансування може мати мультиплікативний ефект. Кошти, надані за Планом Маршалла, були спрямовані передусім на інфраструктурні проєкти, що створило основу для подальшого стрімкого економічного зростання – так

званого “італійського економічного дива”.

Таблиця 3.1. – Вплив інфраструктурних інвестицій в Італії за Планом Маршалла

Критерій	До інвестицій (після Другої світової війни)	Після інвестицій (1950-ті рр.)
Стан транспортної мережі	77% доріг та 44% залізниць були непридатними для використання.	Відновлена та модернізована мережа доріг і залізниць, що дозволило фермерам та промисловцям швидко виходити на ринки.
Рівень с/г виробництва	Низький, обмежений логістичними проблемами.	Значне зростання виробництва, особливо для культур, що швидко псуються.
Механізація аграрного сектору	Низький рівень механізації, перевага ручної праці.	Чотириразове зростання використання тракторів; ручна праця замінена механічними знаряддями.
Розвиток промисловості	Промисловий потенціал зберігся, але був обмежений зруйнованою логістикою.	Бурхливий розвиток промислового сектору та сфери послуг, особливо малих підприємств.

Джерело: складено автором на основі даних з [50]

Досвід Італії наочно демонструє важливий стратегічний висновок: інвестиції в інфраструктуру слід розглядати не просто як статтю видатків, що потребує фінансування, а як дієвий інструмент економічного розвитку. Саме завдяки здатності стимулювати значне зростання такі інвестиції стають одним із найефективніших механізмів управління боргом, який був залучений для їх реалізації. Це підкреслює, що визначальною є не лише величина запозичених ресурсів, а й якість та результативність їх використання.

У випадку України структура зовнішнього фінансування відбудови є багаторівневою та охоплює різні канали надходження коштів, що різняться за умовами, доступністю та впливом на майбутнє боргове навантаження. Розуміння цієї системи є критично важливим для формування збалансованої боргової політики та ефективного управління державними фінансами в умовах масштабної післявоєнної реконструкції.

Основні форми зовнішнього фінансування нині прийнято поділяти на кілька груп. Першу становить безповоротна грантова допомога – найбільш сприятливий для бюджету інструмент, оскільки він не створює боргових

зобов’язань. Такі гранти, що надаються іноземними урядами та міжнародними організаціями, спрямовуються на підтримку бюджету, соціальні програми та гуманітарні потреби. Лише за період з 2022 року до 2024 року їх обсяг досягнув 33,7 млрд дол. США [49].

Другу групу становлять пільгові довгострокові кредити від МФО (міжнародних фінансових організацій) та урядів партнерських країн (ЄС, Канада). Їхньою ключовою перевагою є м’які умови: тривалі строки погашення (до 35 років), значні пільгові періоди (до 10 років) і низькі відсоткові ставки, що істотно нижчі за ринкові [49]. Подібні умови є вкрай важливими, оскільки знижують навантаження на бюджет у перші роки після завершення бойових дій, коли потреби в інвестиціях особливо високі.

До третьої групи належать ринкові інструменти запозичень – передусім облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП/єврооблігації). Їх розміщення на міжнародних ринках дозволяє залучати кошти від приватних інвесторів, але водночас робить такий механізм дорожчим та більш ризиковим через залежність від ринкових умов та інвесторських очікувань. Станом на лютий 2025 року обсяг ОЗДП складав 25,53% сукупного державного та гарантованого державою боргу [48].

Окрему, перспективну категорію формують спеціальні інноваційні механізми фінансування, серед яких дедалі частіше розглядають формат «борг в обмін на кліматичні інвестиції» (debt-for-climate swaps). Його суть полягає у частковому списанні боргу в обмін на спрямування вивільнених ресурсів у реалізацію екологічних і «зелених» проєктів. Такий інструмент здатен одночасно зменшити боргове навантаження та прискорити модернізацію економіки [49].

У результаті повномасштабного вторгнення структура зовнішнього боргу України суттєво трансформувалася: домінуюче місце в ній посідає саме пільгове фінансування від офіційних кредиторів, що стає основним джерелом підтримки державних фінансів у критичний період.

Переважання пільгового фінансування в період війни наразі відіграє позитивну роль, оскільки дає змогу утримувати боргову динаміку в межах

контрольованості. Проте після завершення активної фази конфлікту залежність від ринкових позик неминуче зростатиме, що зробить проблеми вартості обслуговування боргу та ризиків значно гострішими. Ймовірний перехід від пільгових кредитів із посиленим зовнішнім моніторингом до капіталу приватних інвесторів, який характеризується значно слабшим рівнем контролю, створює одну з найбільш критичних вразливостей. Якщо офіційні кредитори на кшталт МВФ чи Світового банку суворо дотримуються вимог щодо прозорості, аудиту та ефективності використання ресурсів, то приватні інвестори та власники суверенних облігацій передусім орієнтуються на прибутковість вкладень. Така зміна структури фінансування зменшить зовнішній нагляд і перенесе основний обов'язок контролю на внутрішні антикорупційні інституції – саме в той момент, коли на них припаде безпрецедентне навантаження, пов'язане з управлінням потоками коштів на відбудову.

Корупційні ризики у процесі відбудови після війни становлять одну з ключових загроз, здатних нівелювати результативність міжнародної підтримки та підірвати довіру як зовнішніх партнерів, так і українського суспільства [45, 47]. Корупція проявляється не лише у прямому привласненні ресурсів, але й у викривленні пріоритетів відновлення, лобіюванні інтересів окремих груп, зниженні якості робіт та створенні додаткових загроз для громадян. Вона супроводжує всі етапи процесу відбудови, проте кожен із них має власні специфічні вразливості.

На етапі планування, коли визначаються стратегічні напрями, пріоритети, перелік проєктів і регіони фінансування, головною загрозою стає ризик "захоплення держави". Впливові групи, як внутрішні, так і міжнародні, можуть прагнути спрямувати ресурси у сектори або території, що відповідають їхнім інтересам, а не реальним потребам країни. Недостатня відкритість у роботі координаційної структури відбудови створює простір для непрозорого ухвалення рішень, дублювання функцій, інституційної плутанини та ускладнення механізмів контролю й підзвітності [47].

Найбільша частина корупційних ризиків проявляється під час реалізації

заходів відновлення, коли потрібні масові державні закупівлі, особливо у будівельній галузі, яка традиційно вважається однією з найбільш вразливих до корупції у світі. Серед типових загроз – змови учасників тендерів, завищення цін, використання матеріалів нижчої якості. Додаткові ризики створюють спрощені та надзвичайні процедури закупівель, запроваджені у воєнних умовах [45]. Програми прямої підтримки громадян і малого бізнесу також можуть стати об'єктом шахрайства; показовим є досвід США щодо програми PPP у період пандемії COVID-19, де обсяг потенційно шахрайських виплат оцінювався у десятки мільярдів доларів. Масштабні інфраструктурні роботи здатні привернути увагу організованих злочинних угруповань, що можуть намагатися встановити контроль над фінансовими потоками та ресурсами [47].

На завершальному етапі оновлення економіки, який передбачає розвиток нових ринків – зокрема, у сфері "зеленої" енергетики – та активне залучення іноземних інвестицій, ризики набувають більш складних форм. Ідеться про неконкурентні тендери, приховані конфлікти інтересів, маніпуляції з метою здобуття ексклюзивних привілеїв. Важливою проблемою залишається відсутність повноцінних публічних реєстрів бенефіціарних власників у деяких юрисдикціях, включно з країнами ЄС, що обмежує можливості для перевірки походження іноземного капіталу. Це створює ризик маскування корупційних структур під виглядом легітимних інвесторів. Окрему загрозу становлять спроби компаній, пов'язаних з російською федерацією, обходити санкційні обмеження через підставні структури та отримувати доступ до проєктів відбудови, що безпосередньо зачіпає питання національної безпеки [47].

Таблиця 3.2 – Карта корупційних ризиків для відбудови України

Етап відбудови	Ключові ризики першого рівня	Супутні ризики другого рівня	Потенційні групи ризику
Планування	"Захоплення" порядку денного (State Capture) та викривлення пріоритетів на користь еліт.	Виникнення нових транскордонних корупційних схем.	Українські політичні та бізнес-еліти. Міжнародні лобістські групи. Іноземні посадовці.

Продовження таблиці 3.2

Відновлення	Корупція у державних закупівлях (будівництво) та шахрайство з прямою допомогою.	Розширення впливу існуючих корупційних мереж. Посилення зв'язків між корупцією та організованою злочинністю.	Місцеві корумповані чиновники. Будівельні компанії, пов'язані з політичними колами.
Оновлення	Неконкурентні тендери та змови на нових ринках. Конфлікти інтересів за участі політично значущих осіб.	Контроль над новими галузями. Поява нових транснаціональних корупційних мереж. Ризики обходу санкцій.	Керівництво держпідприємств. Міжнародні компанії з непрозорою власністю. Компанії, афілійовані з РФ.

Джерело: Узагальнено на основі аналізу [47]

Комплексні ризики корупції вимагають системного підходу, який повинен спиратися не лише на потужну та незалежну національну антикорупційну інфраструктуру, а й на суворий та ефективний міжнародний контроль. Поширені корупційні явища не лише відволікають кошти від цільового використання, а й суттєво змінюють борговий розрахунок країни. Зокрема, підвищене сприйняття корупції збільшує премію за ризик під час ринкових запозичень, роблячи нові єврооблігації дорожчими. У результаті Україна змушена більше покладатися на пільгові кредити, які хоч і дешевші, але супроводжуються суворими умовами інституційних реформ, що самі по собі перебувають під загрозою через ризики «захоплення держави».

Для мінімізації цих ризиків необхідна комплексна стратегія, яка включає зміцнення внутрішніх інституцій та запровадження пильного зовнішнього нагляду з боку міжнародних партнерів. Україна вже має розбудовану антикорупційну архітектуру, яка, попри існуючі виклики, демонструє певну ефективність. До її ключових складових належать спеціалізовані антикорупційні органи, що формують повний інституційний ланцюг боротьби з системною корупцією – від розслідування, до управління активами та правосуддя, а також цифрові інструменти прозорості, включаючи системи публічних закупівель Prozorro/Prozorro.Sale, систему електронного декларування та екосистему DREAM, яка забезпечує моніторинг усіх етапів проєктів відбудови в режимі реального часу [45].

Незважаючи на ці досягнення, антикорупційна система залишається вразливою через політичний вплив на керівників органів, нормативно-правові суперечності, перевантаження судової системи та низький рівень довіри суспільства. Усунення цих проблем потребує забезпечення повної інституційної незалежності органів через прозорі процедури добору керівництва та гарантії від політичного втручання, відновлення доступу до даних про закупівлі та декларацій про майно, а також інтеграції цифрових платформ у єдину систему моніторингу для наскрізного контролю руху державних ресурсів. Крім того, важливим є активне залучення громадянського суспільства та журналістів-розслідувачів до нагляду за процесами відбудови на національному та місцевому рівнях [47].

Водночас внутрішніх зусиль самих по собі може бути недостатньо. Історичний досвід, зокрема реалізація Плану Маршалла в Італії, показує, що ефективний зовнішній контроль значно обмежував корупцію та лобізм на місцевому рівні, коли кожен окремий проєкт відбудови підлягав схваленню американським Управлінням економічної співпраці (ECA) [50]. Для України пропонується створення незалежної наглядової структури, яка координувала б донорів, контролювала використання коштів та слугувала незалежним майданчиком для вирішення проблем, що виникають [47].

Синергія між сильними, незалежними українськими інституціями та пильним міжнародним наглядом є єдиним реалістичним шляхом до забезпечення прозорості та підзвітності. Проте, навіть за умови ідеального функціонування антикорупційних механізмів масштаб запозичень, необхідних для відбудови, створює неминучий довгостроковий виклик - суверенний борг, який визначатиме фіскальну політику України.

Масштабне залучення зовнішніх коштів на післявоєнну відбудову неминуче призведе до значного зростання боргового навантаження, тому управління державним боргом стане одним із ключових викликів для фіскальної політики країни на десятиліття вперед, визначаючи можливості для подальшого розвитку [49]. Від початку повномасштабної війни динаміка зовнішнього боргу України характеризується різким і стійким зростанням, що

було проаналізовано та докладно розглянуто у попередньому розділі.

Таблиця 3.3 – Динаміка зміни боргу з 2021 до 2025го року

Показник	Кінець 2021 р.	Кінець 2024 р.	Кінець II кв. 2025 р.
Зовнішній борг державного сектору (млрд дол США)	57.2	120.1	140.7
Валовий зовнішній борг (млрд дол США)	129.7	180.6	208.5
Валовий зовнішній борг до ВВП (%)	-	-	105.11%
Частка державного боргу у валовому зовнішньому борзі (%)	44.1%	66.5%	67.5%
Зовнішній борг державного сектору до ВВП (%)	-	-	70.9%

Джерело: складено автором на основі даних з [54]

Для ефективного управління цим боргом Україна може застосувати комплексний підхід, який поєднує декілька інструментів. Серед них, перш за все, економічне зростання, яке дозволяє "перерости" борг, зменшуючи його відношення до ВВП, тобто коли темпи зростання перевищують вартість обслуговування зобов’язань. Водночас важливим елементом може стати реструктуризація боргу, що передбачає переговори з кредиторами, особливо приватними, щодо відтермінування виплат, списання частини боргу або зміни умов. Такий підхід дозволяє швидко знизити навантаження на бюджет, проте він може тимчасово погіршити репутацію країни як позичальника та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу. Додатково, одним із можливих шляхів є забезпечення первинного профіциту бюджету, коли доходи перевищують видатки без урахування відсотків за боргом. Це демонструє фіскальну дисципліну, проте є малореалістичним і соціально болючим у перші роки відбудови. Крім того, потенційним джерелом погашення боргу можуть стати репарації та заморожені активи російської федерації, що є справедливим механізмом компенсації, але пов’язане зі складними та тривалими юридичними і політичними процедурами. Не менш важливим є продовження залучення пільгового фінансування, тобто максимальне використання грантів та довгострокових кредитів від міжнародних партнерів для фінансування відбудови з мінімальним тиском на

бюджет [49].

Вочевидь, що успішна стратегія управління державним боргом не може спиратися на один інструмент. Вона повинна бути комплексною, поєднуючи стимулювання економічного зростання через структурні реформи, виважену фіскальну політику після стабілізації економіки та активну дипломатичну роботу з міжнародними кредиторами для забезпечення максимально сприятливих умов фінансування.

Повоєнна відбудова України – це виклик історичного масштабу, успіх якого безпосередньо залежить від ефективного залучення та використання зовнішніх запозичень. Ці ресурси необхідні для відновлення зруйнованої інфраструктури, перезапуску економіки та фінансування критичних потреб держави. Водночас, як показує практика, зовнішня допомога має подвійну природу: вона одночасно є можливістю та джерелом фундаментальних ризиків.

Ключова ідея полягає в тому, що зовнішні запозичення є необхідною, але не достатньою умовою для успішного відновлення. Їхня ефективність напряму залежить від здатності держави та її міжнародних партнерів побудувати прозору, підзвітну та вільну від корупції систему відбудови. Корупція на будь-якому етапі може не лише призвести до розкрадання мільярдів доларів, але й дискредитувати саму ідею відновлення, підірвати довіру суспільства та втратити підтримку союзників. Паралельно, неконтрольоване зростання боргового навантаження здатне закласти міну уповільненої дії під довгострокову фінансову стабільність країни.

Отже, успішна реалізація післявоєнної відбудови вимагає синергії внутрішніх реформ та зовнішнього контролю. Посилення незалежності та спроможності української антикорупційної інфраструктури, інтеграція цифрових інструментів моніторингу, таких як DREAM, та активне залучення громадянського суспільства мають поєднуватися з прозорим наглядом з боку донорів. Такий підхід дозволить не лише відновити зруйновану інфраструктуру, а й модернізувати українські інституції, зміцнити довіру суспільства до влади та прискорити інтеграцію України до Європейського

Союзу, перетворивши виклик відбудови на унікальну можливість для фундаментальної трансформації країни.

3.2 Сценарії та стратегії управління зовнішньою заборгованістю в умовах повоєнної трансформації економіки.

Стратегія управління зовнішнім боргом України має поєднувати два ключові напрями: з одного боку – мінімізацію тягаря чинних комерційних та офіційних зобов'язань, а з іншого – залучення нового, переважно неборгового капіталу, необхідного для відбудови країни. Реалізація цих цілей потребує комплексного підходу, що включає активну переговорну роботу з кредиторами, зниження фіскальних ризиків та використання міжнародно-правових механізмів, які дозволяють оптимізувати боргове навантаження.

Одним із важливих елементів такої стратегії стала реструктуризація єврооблігацій, яка суттєво послабила короткостроковий тиск на бюджет. Водночас її значення виходить далеко за межі суто фінансового ефекту. Вирішальним чинником є позиція Групи кредиторів України (GCU), що об'єднує країни G7 та інших міжнародних партнерів. У своєму комюніке GCU наголосила, що під час реструктуризації офіційного боргу, яку заплановано на 2027 рік, буде застосовано принцип «Співставності Умов» (Comparability of Treatment) [56]. Це означає, що офіційні кредитори орієнтуватимуться на ті умови, яких досягнуто у переговорах із приватними інвесторами. Таким чином, перед Україною постає непросте завдання – обґрунтувати, чому політичні союзники мають піти на більш вигідні для України поступки (наприклад, на глибше списання), ніж ті, які погодили комерційні кредитори.

Окремою проблемою залишаються ВВП-варанти – специфічні інструменти, випущені під час реструктуризації 2015 року з терміном дії до 2041-го [59]. Їхня особливість полягає в тому, що за умови перевищення рівня зростання ВВП у 3%, Україна зобов'язана сплачувати суттєві додаткові суми власникам цих паперів. У післявоєнний період, коли державна політика буде спрямована на стимулювання швидкого розвитку економіки, такі інструменти

фактично перетворюються на антистимул: будь-яке прискорення зростання призводитиме до відтоку коштів за кордон. Саме тому їх викуп або обмін є важливим стратегічним кроком, що дозволить зберегти позитивні результати економічного відновлення всередині країни.

Важливим джерелом фінансування відбудови можуть стати заморожені російські активи обсягом близько 300 млрд дол.[52, 57]. Нині розглядаються три основні механізми їх мобілізації. Перший – використання прибутків, які генерують ці активи. В ЄС погоджено механізм, що передбачає так звану формулу «90–10»: 90% доходів від російських коштів спрямовуються Україні, а 10% утримує депозитарій Euroclear як страховий резерв на випадок судових позовів РФ. Із частини, яка надходить Україні, 90% направляються до Європейського фонду миру на військову допомогу, а решта 10% – через бюджет ЄС на інші потреби [58]. Цей варіант має найнижчі юридичні ризики, хоча й забезпечує обмежений фінансовий ефект даючи Україні «чистими» грошима приблизно 3-5 млрд дол. на рік.

Другий механізм, так званий «репараційний кредит», передбачає надання Україні довгострокового позикового фінансування, забезпеченого самими замороженими активами. Теоретично це може відкрити доступ до значно більших сум, проте реалізація схеми наштовхується на істотні бар'єри. Зокрема, Бельгія – держава, у якій зберігається основна частина активів, – наполягає на обов'язкових юридичних гарантіях від усіх країн ЄС щодо покриття можливих фінансових втрат у разі успішних позовів росії [57, 60].

Найрадикальніший варіант – повна конфіскація активів. США активно просувають такий підхід, зокрема через закон REPO Act, оскільки він дозволив би мобілізувати значний обсяг ресурсів. Водночас у ЄС ставляться до цього варіанту значно стриманіше. Основні застереження стосуються ризику порушення принципу суверенного імунітету та можливих контрзаходів з боку РФ, включно з конфіскацією майна європейських компаній [58]. Тому, попри очевидний фінансовий потенціал, політична та юридична вартість такого рішення залишається надзвичайно високою.

Одним із найсуттєвіших ризиків, пов'язаних із подальшою долею

заморожених російських активів, є можливість їх використання як інструмента геополітичних домовленостей, а не як прямого джерела фінансової підтримки для України. У публікації Foreign Policy розглядається гіпотетичний сценарій, за яким близько $100 млрд заморожених активів можуть бути передані американським компаніям для участі у проєктах з відбудови, тоді як уряд США отримуватиме половину прибутку від реалізованих інвестицій [59]. Такий підхід фактично перекладає економічні ризики на європейських партнерів та ставить під питання фінансовий суверенітет України, перетворюючи механізми репарацій на інструмент реалізації національних інтересів третіх держав. За цих умов стає очевидним, що довгострокова фінансова стійкість України є неможливою без глибоких внутрішніх реформ, покликаних зміцнити довіру інвесторів і розширити власну фіскальну базу.

У цьому контексті одним із ключових завдань для повоєнної України є перехід від режиму кризового управління боргом до створення довгостроково стійкої фінансової архітектури. Історичні приклади, зокрема досвід США після Другої світової війни, коли боргове навантаження вдалося скоротити завдяки швидкій економічній експансії, мають певну цінність. Водночас ситуація України значною мірою є унікальною через необхідність утримувати високий рівень оборонних витрат у тривалій перспективі, що вимагає відповідно адаптованого до наявних реалій підходу [55]. Фундаментом такої стійкості має стати поєднання зовнішньої допомоги та масштабних внутрішніх перетворень.

Першим важливим напрямом є посилення внутрішньої фіскальної спроможності, адже зменшення залежності від зовнішніх кредиторів потребує більш ефективної мобілізації внутрішніх доходів. Міжнародний валютний фонд акцентує на необхідності впровадження дієвої податкової політики та підвищення якості адміністрування, що дозволить розширити фіскальну базу [58]. При цьому критично важливим є контроль за фіскальними ризиками, пов’язаними передусім з державними гарантіями та програмами пільгового кредитування. Якщо умовні зобов’язання зростатимуть без належного моніторингу, вони можуть швидко трансформуватися у прямий борг держави,

зводячи нанівець досягнуту стабілізацію [59].

Не менш важливою є й побудова якісного інституційного середовища, яке здатне забезпечити сприятливий інвестиційний клімат. Залучення приватного капіталу – як внутрішнього, так і міжнародного – є передумовою відбудови та чинником зниження вартості майбутніх запозичень. Міжнародні фінансові організації, такі як Світовий банк і МВФ, наголошують, що прогрес у структурних реформах є необхідною умовою для формування довіри інвесторів [54; 58]. У цьому контексті пріоритетними сферами виступають: боротьба з корупцією, яка передбачає зміцнення інституційної спроможності антикорупційних органів і забезпечення прозорості державних закупівель; утвердження верховенства права як гарантії захисту прав власності та стабільних правил ведення бізнесу; а також створення по-справжньому незалежної та ефективної судової системи, що є базовою умовою для формування довіри як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів.

Зрештою, лише поєднання послідовних внутрішніх реформ та надійної зовнішньої підтримки може створити основу для довгострокової фінансової стійкості й стійкого економічного розвитку України.

Аналіз боргової ситуації України демонструє наявність унікального виклику, який поєднує критично високий рівень зовнішнього боргу – понад 105,11% ВВП – із величезними потребами у фінансуванні відбудови, що оцінюються на суму 524 мільярди доларів. Традиційні боргові механізми вже не здатні забезпечити покриття такого масштабного фіскального розриву. Вихід із ситуації, на думку аналітиків, полягає у переході до неборгових джерел фінансування, зокрема через мобілізацію заморожених активів РФ, а також у стратегічному полегшенні існуючого боргового тягаря шляхом переговорів із кредиторами.

Узагальнюючи результати, отримані в попередніх розділах, вважаємо обґрунтованим виділити три можливі сценарії розвитку подій та їхні наслідки. Перший, оптимістичний сценарій, передбачає, що у 2026–2027 роках вдасться розблокувати значну частину заморожених активів РФ, обсягом приблизно 150–200 млрд доларів, через механізм "Репараційного кредиту", а офіційні

кредитори, зокрема GCU, погодяться на суттєве списання боргу. У цьому випадку фінансування відбудови здійснюється переважно за рахунок грантів та репарацій, при цьому ВВП-варанти нейтралізуються, а нові кредити залучаються лише мінімально. Наслідком реалізації такого підходу стане зниження співвідношення боргу до ВВП до стійкого рівня – нижче 65% до 2030 року, відновлення доступу до міжнародних ринків капіталу та створення умов для залучення приватних інвестицій.

Другий, базовий сценарій передбачає обмежену мобілізацію активів РФ через використання лише щорічних доходів, а реструктуризація з GCU забезпечує лише відстрочку платежів без суттєвого списання. В цьому випадку фіскальний розрив покривається за рахунок нових пільгових кредитів від міжнародних партнерів. Боргове навантаження стабілізується на критично високому рівні – 100–110% ВВП, економіка залишається залежною від програм МВФ та донорської підтримки, а вартість запозичень залишається високою.

Третій, песимістичний сценарій передбачає відсутність прогресу у питанні активів РФ та значне скорочення грантової підтримки після 2027 року. У цьому випадку спроби фінансувати дефіцит за рахунок внутрішніх ресурсів та дорогих короткострокових запозичень призводять до неможливості обслуговувати боргові зобов’язання, включно з короткостроковим боргом у 44,8 млрд доларів, що фактично завершиться суверенним дефолтом і ізоляцією країни від міжнародних ринків капіталу.

Щоб реалізувати оптимістичний сценарій і забезпечити довгострокову фінансову стійкість, уряд України та міжнародні партнери повинні зосередитися на кількох комплексних напрямах. По-перше, слід прискорити мобілізацію російських активів, досягнувши політичного консенсусу в рамках G7 та ЄС щодо механізму "Репараційного кредиту" та створивши юридично зобов’язуючу систему солідарного розподілу ризиків, яка дозволить залучити капітал, співмірний із потребами відбудови. По-друге, необхідно розробити стратегію переговорів з офіційними кредиторами (GCU), обґрунтувавши у 2027 році необхідність суттєвого списання боргу або його конвертації у

гранти, наголошуючи на унікальній ролі України у забезпеченні регіональної та глобальної безпеки. По-третє, важливо нейтралізувати ВВП-варанти через викуп або обмін GDP-linked securities, що дозволить знизити фіскальні ризики та гарантувати, що плоди повоєнного економічного зростання служитимуть інтересам українського суспільства, а не зовнішніх кредиторів. Нарешті, стратегічно необхідно поглибити структурні реформи для залучення приватного капіталу: послідовне впровадження реформ у сфері боротьби з корупцією, забезпечення верховенства права та захисту прав власності створить сприятливий інвестиційний клімат, знизить суверенні ризики та вартість майбутніх запозичень, що суттєво зменшить залежність від офіційного фінансування.

3.3 Вплив зовнішньої заборгованості країни на перспективи розвитку підприємницького сектору.

Уряд України обґрунтовано підкреслює, що саме приватний сектор має виступати основним рушієм економічного зростання. Проте в умовах війни формується своєрідний «парадокс приватного сектору»: бізнес-структури не можуть повноцінно інвестувати та масштабувати діяльність через надмірні воєнні ризики, якщо держава не створює спеціальних інструментів для їх пом’якшення чи нейтралізації. Це обмежує можливості економічного відновлення та потребує більш активної участі держави в забезпеченні стабільного інвестиційного середовища.

Попри складні обставини, країна вже окреслила низку стратегічних напрямів, орієнтованих на розвиток високотехнологічних галузей. Одним із таких є AgroTech, розвиток якого передбачає широке впровадження технологічних рішень, штучного інтелекту й роботизації у сферу агровиробництва. Це має забезпечити перехід від експорту сировини до випуску продукції з високою доданою вартістю та, відповідно, підвищити конкурентоспроможність сектору [51].

Історично на міжнародній арені Україна позиціонувалась як «житниця»,

держава з добре розвинутим аграрним сектором. І вітчизняний аграрний сектор протягом війни якраз підтвердив свою роль як життєво важливої опори економічної стабільності, однак саме його домінування сьогодні створює серйозний стратегічний ризик для довгострокового розвитку та фінансового суверенітету держави. На тлі стрімкого зростання зовнішньої заборгованості та нагальної потреби у відновленні після війни здатність підприємницького сектору генерувати стабільні валютні надходження стає ключовим чинником, що визначає спроможність держави обслуговувати свої зовнішні зобов'язання. В умовах руйнування інфраструктури та падіння промислових підприємств аграрний сектор перетворився на основне джерело валютних надходжень, фактично виступаючи «страхувальною подушкою» для платіжного балансу країни.

Внесок агросектору у валютні надходження є визначальним. Так, у 2024 році аграрний експорт забезпечив 59,3% усіх валютних надходжень, що становить 24,7 млрд доларів США. Важливо відзначити, що це зростання частки відбулося не через активне збільшення обсягів експорту, а через катастрофічне падіння інших галузей економіки. Хоча абсолютна вартість аграрного експорту знизилася на 3 млрд доларів порівняно з 27,7 млрд доларів у 2021 році, його частка у валютній виручці зросла майже на 20 процентних пунктів, що підкреслює обмеженість економічної бази України. Крім експорту, аграрний бізнес також є важливим джерелом податкових надходжень: у 2024 році він забезпечив 7,5% доходів державного бюджету та 11% місцевих бюджетів, а надходження від акцизного податку склали понад 85,9 млрд грн, або 81,7% усіх надходжень за цим податком. Саме завдяки цим надходженням аграрний сектор підтримує можливість обслуговування зовнішнього боргу.

Водночас надмірна залежність від одного сектора створює серйозні стратегічні ризики. Концентрація на експорті сировини та орієнтація на Європейський Союз, куди спрямовується понад 50% агроекспорту, робить економіку країни вразливою до політичних та економічних коливань на зовнішніх ринках. Частка ЄС в українському агроекспорті зросла з 29,4% у

2020 році до 52% у 2024-му, що означає, що будь-які регіональні кліматичні проблеми або торговельні обмеження можуть безпосередньо вплинути на здатність України виконувати боргові зобов'язання. Крім того, сировинна модель стримує розвиток інших галузей із більш високою доданою вартістю, таких як переробна промисловість, машинобудування або IT-сектор, що обмежує потенціал підприємницького сектору для довгострокового зростання та інноваційного розвитку.

Іншим перспективним напрямом стає DefenseTech: оборонно-промисловий комплекс демонструє потенціал швидкого зростання, і за оцінками аналітиків його обсяг до 2026 року може досягнути близько 60 млрд доларів. Така динаміка відкриває нові можливості для розвитку експорту та формування міжнародних виробничих кооперацій [71].

Сукупність цих викликів та амбіцій формує потребу звернутися до успішних історичних прикладів економічної трансформації, які вже продемонстрували здатність поєднувати активну роль держави з розвитком інноваційних секторів та можуть стати орієнтиром для української моделі відновлення.

Досвід повоєнної Японії є показовим прикладом того, як держава може швидко відновити промисловість і побудувати конкурентоспроможну експортну економіку. Центральну роль у цьому процесі відігравало Міністерство міжнародної торгівлі та промисловості (MITI), яке діяло як головний координатор економічної політики та ключовий посередник між урядом і бізнесом. Його унікальна структура поєднувала загальні «горизонтальні» бюро та спеціалізовані «вертикальні» підрозділи, що забезпечувало ефективну координацію політики й високий рівень довіри з боку приватного сектору. [68; 69; 70]

MITI застосовувало широкий набір інструментів промислової політики. Центральним було політичне фінансування: Банк розвитку Японії та програма FILIP спрямовували великі обсяги внутрішніх заощаджень у вигляді довгострокових пільгових кредитів у стратегічні галузі;. Важливу роль відіграла також система контролю іноземної валюти, яка водночас захищала

молоді галузі від імпорту та стимулювала експорт, оскільки доступ до технологій і сировини залежав від експортних результатів компаній. Додатково застосовувалися податкові стимули на модернізацію та підтримка R&D [68; 69].

Ключовою рисою японського підходу стала стратегія «вибору переможців» — цілеспрямована підтримка галузей із найбільшим потенціалом, від металургії та машинобудування до електроніки та комп'ютерної техніки. При цьому трансфер технологій розглядався не як пасивне запозичення, а як активний процес імпорту, глибокого засвоєння й подальшого вдосконалення іноземних технологій. Саме така модель дала змогу Японії перейти від залежності до технологічного лідерства, що особливо видно на прикладі нафтохімічної промисловості [70].

Для України головний урок японського досвіду полягає у важливості створення сильної інституції, здатної централізовано та стратегічно керувати великими фінансовими потоками. Спрямування ресурсів міжнародної допомоги — таких як Ukraine Facility чи потенційний репараційний фонд — через єдиний компетентний орган дозволить уникнути розпорошення коштів та зосередити їх на пріоритетній модернізації промисловості. Японська модель є взірцем керованої відбудови, тоді як досвід Ізраїлю демонструє, як розвивати інновації в умовах постійних загроз — обидва підходи можуть бути корисними для України сьогодні.

Ізраїльський досвід є показовим для України, оскільки демонструє, як навіть в умовах постійних безпекових загроз можна вибудувати стійку, інноваційну та експортно орієнтовану економіку. Ключовим чинником такого успіху стала активна, але стратегічно обмежена роль держави, яка виступила каталізатором розвитку приватного капіталу та високотехнологічних індустрій.

Одним із найвідоміших прикладів державного втручання стала програма "Yozma", яка у 1990-х роках фактично сформувала ізраїльський венчурний ринок. Її механізм поєднував державне співінвестування з приватними та іноземними партнерами та наданням їм пільгових умов викупу державної

частки [61]. Це забезпечило швидкий приплив іноземної експертизи, зниження ризиків для приватних фондів та створення інституційної основи для "нації стартапів". Подальша програма "Yozma 2.0" повторила цю логіку, компенсуючи падіння іноземних інвестицій і спрямовуючи державні кошти на підтримку інституційних інвесторів та deep-tech секторів [61; 62].

Важливу роль у формуванні інноваційного середовища відіграє Ізраїльське інноваційне управління (IIA) – державний орган, який фінансує стартапи на ранніх етапах розвитку та розділяє ризики з приватними інвесторами [61; 62]. Саме через таке партнерство держава забезпечує появу перспективних проєктів, які в іншому випадку не змогли б залучити фінансування.

Водночас стратегічна орієнтація Ізраїлю на експорт високотехнологічних продуктів – зокрема в галузях кібербезпеки, фінтеху та фудтеху – створила основу для стабільного притоку валютних надходжень і зростання економіки. Для України цей підхід є особливо релевантним у контексті розвитку DefenseTech та AgroTech, де країна вже має конкурентні переваги [51; 61, 71].

Головний висновок, який може зробити Україна з ізраїльської моделі, полягає в тому, що найбільш ефективною стратегією є спрямування державних ресурсів на зменшення інвестиційних ризиків і стимулювання приватного капіталу. Саме такий підхід дозволяє побудувати самодостатню, динамічну інноваційну екосистему, здатну забезпечити економічну стійкість навіть у надзвичайно складних умовах.

Щоб підвищити стійкість економіки та зменшити ризики від зовнішньої заборгованості, стратегічно важливо диверсифікувати підприємницький сектор. Це передбачає розвиток виробництва готових продуктів із високою доданою вартістю, стимулювання суміжних галузей, таких як виробництво добрив і агротехнологій, а також інтеграцію фермерських господарств із додатковими напрямами діяльності, наприклад, зеленим туризмом. Такий підхід дозволить створити більш збалансовану та інноваційну економічну екосистему, здатну генерувати стабільні валютні надходження, зменшувати

залежність від зовнішніх кредиторів та забезпечувати довгострокове зростання підприємницького сектору.

Отже, зовнішня заборгованість прямо впливає на перспективи розвитку підприємницького сектору, оскільки фінансова стійкість держави та здатність обслуговувати борги залежать від стабільності та диверсифікації економічної бази. Наявність сильної, але односпрямованої підтримки з боку аграрного сектору забезпечує короткострокову стабільність, але водночас підкреслює необхідність стратегічного переходу до більш збалансованої моделі економічного розвитку.

В цьому контексті важливим елементом оцінки боргової стійкості є структура зобов'язань, а особливу увагу слід приділяти короткостроковому боргу реального сектору, який має бути погашений протягом наступних 12 місяців. Станом на жовтень 2025 року його обсяг досяг $39,8 млрд, і основним чинником цього зростання стали торгові кредити [65]. Така концентрація зобов'язань створює значний тиск на ліквідність українських підприємств, роблячи їх надзвичайно вразливими до змін умов торгового фінансування, яке є ключовим для імпортерів та експортерів. Поряд із цим відбулися помітні зміни у валютній структурі боргу, що породжує певний стратегічний парадокс: вперше основною валютою зовнішніх запозичень стало євро, частка якого зросла до 43%, тоді як долар США знизився до 41% [64]. З одного боку, це відображає поглиблення інтеграції з фінансовими інститутами ЄС, з іншого – підвищує валютні ризики для бізнесу, який ще не повністю адаптований до умов та стандартів Єврозони. Якщо раніше підприємства здебільшого зосереджувалися на хеджуванні ризиків курсу долару до гривні, то тепер до них додається вплив коливань євро до гривні. До того ж в умовах поточної політики американської адміністрації та зрушень у країнах ЄС курс долару до євро почав коливатись найбільше за останні 30 років, що вимагає складніших і дорожчих стратегій управління ризиками. У цілому критичний обсяг короткострокового боргу, домінування державного сектору та ускладнення валютної структури створюють системні ризики, які безпосередньо впливають на бізнес через макроекономічні канали.

Вплив зовнішнього боргу на підприємницький сектор проявляється опосередковано, через кілька взаємопов'язаних каналів, які визначають вартість капіталу, доступність фінансування та загальний інвестиційний клімат, створюючи як операційні, так і стратегічні перешкоди для розвитку приватного сектору. Перший канал полягає у фіскальному витісненні, коли високий рівень державного боргу змушує уряд до жорсткої консолідації бюджету. Це породжує так званий парадокс консолідації та інвестицій, коли ресурси, що могли б піти на розвиток бізнесу, інфраструктури чи стимулювання наукових досліджень, витісняються необхідністю обслуговувати боргові зобов'язання [66]. Яскравим прикладом є державна програма «Доступні кредити 5-7-9%», бюджет якої був вичерпаний уже в жовтні 2024 року, що призвело до накопичення заборгованості перед банками-учасниками на суму до 10 млрд грн через затримки компенсаційних виплат [67]. Це не лише обмежило доступ до пільгового фінансування – частка програми у кредитному портфелі знизилася до 34% – а й породило кредитний скептицизм серед банків, підриваючи довіру до державних механізмів підтримки і ускладнюючи їх відновлення в майбутньому.

Другий канал пов'язаний із вартістю капіталу та ризик-преміями. Високий рівень суверенного ризику автоматично визначає базовий рівень ризику для всієї економіки, що призводить до підвищення ризик-премії для всіх українських компаній. Іноземні інвестори та кредитори закладають додаткову вартість ризику у вартість капіталу, роблячи запозичення дорожчими для приватного сектору. На внутрішньому ринку цей процес посилюється через ефект витіснення (crowding out), коли комерційні банки, прагнучи безпечних та доходних інвестицій, переорієнтовуються на державні цінні папери (ОВДП), залишаючи обмежений простір для кредитування бізнесу. У результаті фіскальний тиск і потреба у фінансуванні дефіциту створюють замкнене коло, в якому державна підтримка витісняє приватні інвестиції, а додатковим бар'єром стають нефінансові вимоги, наприклад дотримання стандартів ESG, що підвищує операційні витрати, особливо для малих і середніх підприємств [67].

Третій канал пов’язаний із ризиками ліквідності та тиском на оборотний капітал. Короткостроковий борг реального сектору у $39,8 млрд, переважно сформований через торгові кредити, створює сильний тиск на підприємства. Погіршення суверенного ризику змушує іноземних постачальників та фінансові установи переглядати умови співпраці: вони скорочують терміни відстрочки платежів, вимагають дорожчих гарантій або переходять на передоплату. Це безпосередньо обмежує оборотний капітал українських компаній, особливо тих, що залежать від імпорту сировини та обладнання, гальмує виробничі процеси, ускладнює імпорт необхідних компонентів і знижує конкурентоспроможність бізнесу.

У сукупності ці три канали формують комплексну систему, яка погіршує операційне середовище, обмежує доступ до фінансування, підвищує витрати та стримує інвестиційну активність підприємств, перетворюючи борговий тиск на системний виклик для економіки.

Досягнення стійкого розвитку підприємництва в умовах високого боргового тягаря потребує комплексного поєднання фіскальної відповідальності та стимулювання продуктивності економіки. Держава має одночасно управляти зовнішніми зобов’язаннями та підтримувати інвестиційний потенціал бізнесу. Досвід реалізації програми "Доступні кредити 5-7-9%" показав, що пряме субсидування є фіскально нестійким, адже вичерпання бюджету та накопичення боргів перед банками красномовно свідчать про обмежену ефективність такого підходу. Більш доцільною стратегією видається перехід до інструментів розподілу ризиків, зокрема портфельних гарантій, які створюють менший тиск на державний бюджет і водночас стимулюють кредитування. Проте, навіть за наявності таких гарантій, банки використали лише трохи більше половини доступного ліміту, що вказує на існування додаткових стримуючих факторів. Високий суверенний ризик робить навіть гарантовані кредити менш привабливими, а більш проста та безпечна альтернатива у вигляді інвестицій в ОВДП, через ефект витіснення, перемогла в конкуренції за банківську ліквідність [67].

В умовах обмеженого фіскального простору для стимулювання економіки

особливе значення набувають структурні реформи. Посилення державного управління, покращення якості інфраструктури та підтримка досліджень і розробок сприяють залученню інвестицій і стимулюванню економічного зростання [66]. Високий рівень боргу підкреслює необхідність таких змін, адже структурні реформи слугують потужним нефінансовим сигналом для міжнародних інвесторів. Покращення бізнес-клімату, прозорість державних інститутів та верховенство права дозволяють знизити ризик-премію країни, частково компенсуючи високу вартість капіталу, і водночас підвищують інвестиційну привабливість економіки навіть у складних боргових умовах.

Загалом наразі зовнішній борг України перевищує 105% ВВП, що визначає його як ключовий макроекономічний ризик і створює системний тиск на підприємницький сектор [20]. Його негативні наслідки проявляються через кілька взаємопов'язаних каналів. По-перше, фіскальна консолідація неминуче призводить до згортання програм державної підтримки, що підтверджує приклад вичерпання бюджету та зростання боргів за програмою "Доступні кредити 5-7-9%". По-друге, висока суверенна ризик-премія підвищує вартість капіталу для всіх компаній і посилює ефект витіснення на внутрішньому фінансовому ринку. І по-третє, боргове навантаження чинить додатковий тиск на ліквідність приватного сектору, особливо через значні обсяги короткострокових торгових кредитів, які для реального сектору сягають $39,8 млрд [64, 67].

Таким чином, шлях до стійкого розвитку підприємництва в Україні не лежить у спробах уникнути боргових зобов'язань, а в управлінні ними. Успіх залежатиме від здатності держави поєднати фіскальну дисципліну з ефективними механізмами підтримки бізнесу, які зменшують фіскальний тиск і одночасно нейтралізують ті ризики, що породжує високий борговий тягар.

Висновки до розділу 3

У третьому розділі було проаналізовано вплив зовнішньої заборгованості на повоєнне відновлення економіки України. Загалом, зовнішнє фінансування сьогодні є необхідним інструментом, без якого

держава не змогла б підтримувати бюджет, економіку, оборону та процеси відбудови. Водночас борги несуть і суттєві ризики, серед яких особливо важливими залишаються надмірне боргове навантаження та корупція, які можуть ускладнити довгостроковий розвиток країни.

У підрозділі 3.1 показано, що зовнішня допомога – гранти, кредити та інші форми фінансування – наразі є основним джерелом ресурсів для покриття витрат, пов'язаних із війною. Потреби України у відновленні оцінюються у сотні мільярдів доларів, тому без міжнародної підтримки впоратися з цим завданням неможливо. Ефективність такої допомоги значною мірою залежить від прозорості її використання, оскільки корупційні ризики зменшують результативність проєктів і підвищують вартість майбутніх запозичень. Попри створення антикорупційних інституцій та електронних систем контролю, їхня робота потребує посилення та постійного міжнародного моніторингу.

У підрозділі 3.2 розглянуто ситуацію з державним боргом і заходи, які допоможуть Україні впоратися з ним у довгостроковій перспективі. Рівень зовнішнього боргу вже досить високий, тому важливо не лише залучати кошти, а й грамотно керувати зобов'язаннями. До можливих рішень належать продовження реструктуризації боргу, зменшення виплат за ВВП-варантами, співпраця з міжнародними партнерами на вигідних умовах та пріоритетне залучення грантів замість кредитів. Окремо варто розглядати використання заморожених російських активів і репарацій, оскільки існуючі механізми фінансування не покривають усіх потреб відбудови. Паралельно Україні слід продовжувати внутрішні реформи для підвищення довіри інвесторів і партнерів, що зменшить боргові ризики.

У підрозділі 3.3 було показано, що високий державний борг впливає не лише на бюджет, а й на бізнес. Підприємства залежать від загального стану економіки, доступності кредитів та стабільності державних фінансів. Велика частка експорту припадає на аграрну продукцію, що робить економіку вразливою до зовнішніх шоків, а значна частка короткострокових боргових зобов'язань створює додаткові ризики для бізнесу. Для стимулювання підприємництва важливо підтримувати інвестиції, стимулювати виробництво

товарів із високою доданою вартістю та диверсифікувати економіку.

Досвід Японії та Ізраїлю дає цінні уроки для України. З японської моделі варто запозичити ідею централізованого управління фінансовими потоками через уповноважену інституцію, яка координуватиме відбудову та модернізацію промисловості, визначатиме стратегічні пріоритети та забезпечуватиме довгострокову індустріальну стабільність. Ізраїльська практика демонструє ефективність державного стимулювання венчурного сектору для розвитку інноваційної економіки, зниження ризиків приватних інвесторів і запуску високотехнологічних галузей навіть у складних безпекових умовах.

На основі цих уроків можна зробити кілька рекомендацій: по-перше, створити єдине національне агентство з відбудови та модернізації, яке координуватиме масштабні фінансові потоки та співпрацю між державою та бізнесом; по-друге, впровадити дворівневу модель фінансування, що поєднує капітальні інвестиції в критичну інфраструктуру та базові експортні галузі з державною підтримкою венчурного ринку для інноваційних секторів; по-третє, забезпечити прозорість і контроль використання ресурсів через антикорупційні механізми та міжнародний моніторинг.

Таким чином, зовнішня заборгованість для України одночасно є підтримкою та викликом. Вона дозволяє фінансувати відбудову і підтримувати економіку, але водночас формує залежність і ризики. Ефективне управління боргом, боротьба з корупцією, проведення реформ і стимулювання інвестицій створюють умови для поступового зменшення боргового тягаря та сталого розвитку післявоєнної економіки.

ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі узагальнено результати дослідження зовнішньої заборгованості України з урахуванням сучасних воєнних та повоєнних умов розвитку економіки. Проведений аналіз дозволив не лише оцінити поточний стан боргової системи, а й виявити низку менш очевидних аспектів, які мають важливе значення для формування подальшої боргової політики держави.

Одним із ключових результатів роботи є розширене трактування зовнішньої заборгованості як не суто фінансового показника, а складної системи взаємопов'язаних економічних, інституційних і управлінських процесів. У ході дослідження показано, що борг формується не лише під впливом макроекономічних чинників, а й під дією політичних рішень, умов міжнародної допомоги та внутрішніх особливостей фінансового управління. Такий підхід дозволяє більш повно оцінити реальні ризики боргової нестійкості, які не завжди відображаються у формальних статистичних індикаторах.

Важливим результатом є акцент на структурних характеристиках боргу як визначальному факторі його впливу на економіку. У роботі обґрунтовано, що значення має не лише загальний обсяг зовнішніх зобов'язань, а й їх розподіл за строками погашення, валютою та типами кредиторів. Зокрема, показано, що зростання короткострокових зобов'язань, навіть за відносно стабільного загального рівня боргу, суттєво підвищує ризики ліквідності та бюджетного тиску у найближчій перспективі. Такий аспект дозволяє по-новому оцінити роль внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування у формуванні боргового навантаження.

Окрему увагу в роботі приділено взаємозв'язку між виконанням умов міжнародної фінансової допомоги та борговою стійкістю України. У дослідженні показано, що вимоги міжнародних кредиторів фактично перетворюються на додатковий фактор боргового ризику: затримки з реалізацією реформ або інституційні проблеми можуть обмежувати доступ до

фінансування навіть за формально прийнятних боргових показників. Це дозволяє розглядати інституційну спроможність держави як складову боргової безпеки, а не лише як супровідний елемент економічної політики.

Суттєвим результатом є також висновок про подвійний вплив зовнішньої заборгованості на процес повоєнного відновлення. З одного боку, міжнародне фінансування є критично необхідним ресурсом для підтримки бюджету, відбудови інфраструктури та стабілізації економіки. З іншого боку, без належних механізмів контролю, прозорості та стратегічного планування воно може посилювати залежність країни від зовнішніх джерел і створювати довгострокові ризики для економічного розвитку. Таким чином, ефективність боргової політики визначається не стільки обсягами залучених ресурсів, скільки якістю управління ними.

У роботі також обґрунтовано доцільність використання нестандартних фінансових механізмів, зокрема потенціалу заморожених російських активів, як інструменту зменшення боргового навантаження в майбутньому. Показано, що такі механізми можуть відігравати важливу роль у фінансуванні відбудови, проте потребують чіткої міжнародної координації та правового врегулювання.

Практичне значення отриманих результатів полягає в можливості їх використання при формуванні державної боргової стратегії України, розробці програм післявоєнного відновлення. Запропоновані підходи можуть бути корисними для підвищення прозорості використання міжнародної допомоги, оптимізації структури боргу та зниження середньо- і довгострокових фінансових ризиків.

Узагальнюючи результати дослідження, можна зробити висновок, що зовнішня заборгованість для України в сучасних умовах є не лише інструментом фінансової підтримки, а й важливим індикатором якості економічного управління. Саме здатність держави поєднувати фінансову дисципліну, інституційну ефективність і стратегічне бачення визначатиме, чи стане зовнішній борг основою для сталого розвитку, чи перетвориться на чинник довготривалої економічної вразливості.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Зовнішній державний борг України. *Minfin Media Ltd*. 26.08.2025. URL: https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/foreign/

2. Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. *Вісник національного банку України*. 2012. № 4. С. 8–15.

3. Запотічна Р. А. Аналіз зовнішньої заборгованості держав у контексті економічного зростання. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2015. Вип. 12, ч. 1. С. 35–38.

4. Линник О. О. Зовнішні запозичення державного сектору і стратегія макроекономічного розвитку : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02. Львів, 2016. 259 с.

5. Alfaro L., Kanczuk F. Debt Redemption and Reserve Accumulation. NBER Working Paper No. 19098. National Bureau of Economic Research, 2015. 31 p.

6. Calvo G., Izquierdo A. On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects. URL: http://www.frbsf.org/economic-research/files/Calvo.pdf.

7. Demchuk O. Nonlinear Impact of External Debt on Economic Growth: the Caase of Post-Soviet Countries. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2019/02/Demchuk.pdf

8. Hawkins J., Turner P. Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview. *BIS Policy Papers* No. 8. 2000. P. 3–59.

9. History of the Eighties – Lessons for the Future. Study prepared by the FDIC's Division of Research and Statistics. Vol. I. Chapter 5. 1997. URL: https://www.fdic.gov/bank/historical/history/

10. Krugman P. Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics*. 1988. 29. P. 253-268.

11. Барановський О. І. Боргова безпека держави : монографія. Київ : НІСД, 2014.

12. Barro R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*. 1974. Vol. 82, No. 6. P. 1095–1117.

13. Bernheim B. D. Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence. *NBER Macroeconomics Annual*. 1988. Vol. 2. P. 263–304.

14. Blanchard O. Debt, Deficits, and Finite Horizons. *Journal of Political Economy*. 1985. Vol. 93, No. 2. P. 223–247.

15. Labonte M., Makinen G. E. The National Debt: Who Bears Its Burden? *CRS Report for Congress*. Washington, 2008. 28 February.

16. Karagöl E.A. A Critical Review of External Debt and Economic Growth Relationship: a Lesson for Indebtedness Countries. *Central Bank Review*. 2002. Vol. 1. P. 69–78.

17. Huntley J. Federal Debt and the Risk of a Fiscal Crisis. *CBO Economic and Budget Issue Brief*. Washington : CBO, 2010. 27 July. 8 p.

18. Addressing Domestic Accountability Challenges in Public Borrowing and Debt Management. International Budget Partnership. 2025. URL: https://internationalbudget.org/publications/addressing-domestic-accountability-challenges-in-public-borrowing-and-debt-management/

19. Лютий І. О., Зражевська Н. В., Рожко О. Д.; за ред. І. О. Лютого.Державний кредит та боргова політика України : монографія. Київ : Центр учб.літ., 2008. 351 с.

20. Developing a medium-term debt management strategy framework (MTDS) – updated guidance note for country authorities. The World Bank & International Monetary Fund. 2019. URL: https://thedocs.worldbank.org/en/doc/671771552946461937-0090022019/original/MTDSGuidanceNote.pdf

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

22. Кобилянська А.В., Кусик Б.Я. Зарубіжний досвід використання методів та інструментів управління суверенними боргами для України. Наукові записки Міжнародного гуманітарного університету. 2018. URL: http://www.sci-notes.mgu.od.ua/archive/v30/10.pdf

23. Фінанси : підручник / С. І. Юрій, В. М. Федосов, Л. М. Алексеєнко за ред. С. І. Юрія., В. М. Федосова. - 2-ге вид., переробл. і доповн. Київ : Знання, 2012. 688 с.

24.Кулик С., Співак І. Боргове навантаження країн Центральної та Східної Європи: чи є ризики для України. *Укрінформ*. 2024. URL: https://voxukraine.org/borgove-navantazhennya-krayin-tsentralnoyi-ta-shidnoyi-yevropy-chy-ye-ryzyky-dlya-ukrayiny

25.Мануілов О., Блінов О. Група Світового банку випередила МВФ у ранкінгу кредиторів України. *Forbes.ua*. 2025. 30 січня. URL: https://forbes.ua/news/grupa-svitovogo-banku-viperedila-mvf-u-rankingu-kreditoriv-ukraini-30012025-26752

26. Державний та гарантований державою борг з 2022 року став дешевшим в 1,4 раза та збільшив строковість в 1,6 раза. Міністерство фінансів України. 2024. 13 травня 2024. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/derzhavnii_ta_garantovanii_derzhavoiu_borg_z_2022_roku_stav_deshevshim_v_14_raza_ta_zbilshiv_strokovist_v_16_raza-4599

27.НБУ: зовнішні борги держави та приватного сектору в 2023 році зросли до 90,7% ВВП. *Finbalance*. 2024. 26 березня. URL: https://news.finbalance.com.ua/news/nbu-zovnishni-borhi-derzhavi-ta-privatnoho-sektoru-v-2023-rotsi-zrosli-do-907-vvp

28.Крижний А. Україна домовилася про реструктуризацію зовнішнього боргу. *Економічна правда*. 2024. 22 липня. URL: https://epravda.com.ua/news/2024/07/22/716941/

29.Кисляк Р. Що сталося з державним боргом України від початку повномасштабної війни. І що він собою являє. *РБК-Україна*. 2024. 28 травня. URL: https://www.rbc.ua/rus/news/shcho-stalosya-derzhavnim-borgom-ukrayini-1716856285.html

30.Звіт про фінансову стабільність. Національний банк України. Грудень 2024. Київ : НБУ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti

31.Державний борг України. Мінфін України, 06.11.2025 (остання актуалізація). URL: https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/

32.Державний та гарантований державою борг України з 2022 року став дешевшим у 15 разів та збільшив строковість у 2 рази. Київ : Міністерство фінансів України, 06.02.2025. URL: https://www.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

33.Шемаєва Л., Онофрійчук В., Онофрійчук А. Боргова стійкість у зміцненні фінансового суверенітету України. *Міжнародна економічна політика*. 2021. № 2 (35). С. 119–132.

34.Лютак О. М., Баула О. В. Вплив державного боргу на макроекономічну стабільність економіки України. *Наукові праці Поліського державного університету. Серія : Економічні науки*. 2018. Вип. 11. С. 55–57.

35.Висновок про результати аналізу виконання закону про Державний бюджет України на 2025 рік у першому кварталі. Київ : Рахункова палата, 2025. 52 с.

36.*Зв*іт про фінансову стабільність. Червень 2025 року. Київ : Національний банк України, 2025. 48 с.

37.Прімєрова О. К., Осадча К. І. Оцінювання боргового навантаження та платоспроможності України на сучасному етапі. *Ефективна економіка*. 2020. № 10. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8273

38.Вінокуров Я. Україна витрачає на держборг більше, ніж на пенсії і "соціалку". Чи можна вийти з "боргової ями"? *Економічна правда*. 26 серпня 2025. URL: https://epravda.com.ua/finances/derzhborg-ukrajini-skilki-koshtiv-i-komu-vinna-derzhava-810808/

39.Богдан Т. Реструктуризація зовнішнього боргу: міжнародна практика та можливості для України. *Економічна правда*. 2022. 20 червня. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/06/20/688301/

40.Галицький А. Потрібен правильний підхід: у НБУ пояснили, як Україні уникнути кризи після війни. *Фокус*. 2023. 19 жовтня. URL:

https://focus.ua/uk/economics/600181-potriben-pravilnij-pidhid-u-nbu-poyasnili-yak-ukrayini-uniknuti-krizi-pislya-vijni

41.Корнилюк А. Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу: ризики та кращі практики : аналітичний огляд. Полтава : Інститут аналітики та адвокації, 2024. 42 с.

42.Mygal M. Державний борг України б'є історичний рекорд: боргова пастка чи стратегічний ресурс. *Інститут аналітики та адвокації*. 2023. 17 вересня. URL: https://iaa.org.ua/articles/derzhavnyj-borg-ukrayiny-b-ye-istorychnyj-rekord-borgova-pastka-chy-strategichnyj-resurs/

43.Репко М., Самойлюк М., Томіліна М. Управління державним боргом України під час війни та післявоєнний період : дослідження. Київ : Центр економічної стратегії, 2023. URL: https://ces.org.ua/management-of-the-ukrainian-public-debt/

44.Сахно А. Прогноз МВФ: в 2025 році держборг України вперше перевищить 100% ВВП. *РБК-Україна*. 2023. 23 жовтня. URL: https://www.rbc.ua/rus/news/prognoz-mvf-2025-rotsi-derzhborg-ukrayini-1698034515.html

45.Гронський С. Інституційні механізми реалізації антикорупційної політики в Україні: проблеми та перспективи. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2025. № 4. С. 141–147.

46.Hurricanes: Intertemporal Trade and Capital Shocks. *Oxford Economics Working Paper* No. 2005-241. URL: https://ssrn.com/abstract=786804

47.Вілкінз К. Відновлення України: контекстно-орієнтований підхід до проблеми корупції. Global Initiative Against Transnational Organized Crime, 2023. 24 с. URL: https://globalinitiative.net/wp-content/uploads/2023/10/Katherine-Wilkins-Reconstructing-Ukraine-context-tailored-approaches-to-corruption-UKRAINIAN-GI-TOC-October-2023.pdf

48.Лепеха К. П. Ринок боргових цінних паперів, тренди розвитку та чинники впливу на доходність : кваліфікаційна робота. Національний університет «Києво-Могилянська академія», 2021. 71 с.

49.Управління державним боргом України під час війни та післявоєнний період. Центр економічної стратегії, 2023. 39 с.

50.Нестор О. Ю. Важливість плану Маршалла для післявоєнного економічного відновлення регіонів: досвід Італії та уроки для України. *Економіка та суспільство*. 2023. № 53. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-96

51. AgroTech Sectoral Development Strategy—Part of WINWIN 2030—Developed Jointly with ITU. IT Ukraine. 14.02.2025. URL: https://itukraine.org.ua/predstavleno-strategiyu-rozvitku-agrotech-v-ukrayini-rozroblenu-za-uchasti-itu-skladova-winwin-2030/

52.Демаре А. "Мирний план" Трампа може принести США $300 мільярдів. *Foreign Policy. iPress.ua*. 25 листопада 2025. URL: https://ipress.ua/news/myrnyy_plan_trampa_mozhe_prynesty_ssha_300_milyardiv__foreign_policy_379133.html

53.Financing Mobilized for Ukraine. World Bank. 31 October 2025. URL: https://www.worldbank.org/en/country/ukraine/brief/world-bank-emergency-financing-package-for-ukraine

54.Skidmore D., Wessel D., Asdourian E. Financing and governing the recovery, reconstruction, and modernization of Ukraine. The Brookings Institution. 3 November 2022. URL: https://www.brookings.edu/articles/financing-and-governing-the-recovery-reconstruction-and-modernization-of-ukraine/

55.Nygaard V. M., Price C. C., Suresh A. Preliminary Strategies for Reducing the Burden of Federal Debt: How the United States Reduced the Debt Burden Following World War II and What It Would Take to Do So Again. RAND Corporation, 2025. URL: https://www.rand.org/pubs/research_reports/RRA2614-4.html

56.UStatement of the Group of Creditors of Ukraine. .S. Department of the Treasury. 9 August 2024. URL: https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2535

57.Ciaramella E. Time for Europe to Break the Bank on Ukraine. Carnegie Endowment for International Peace. 18 November 2025. URL:

https://carnegieendowment.org/europe/strategic-europe/2025/11/time-for-europe-to-break-the-bank-on-ukraine?lang=en

58.Shen D. Ukrainian debt sustainability challenges remain heightened as new IMF programme talks accelerate. Scope Ratings GmbH. 29 September 2025. URL: https://www.scoperatings.com/ratings-and-research/research/EN/179352

59.Monin D. Will Ukraine Default on Its Debts? Wilson Center. 3 July 2024. URL: https://www.wilsoncenter.org/blog-post/will-ukraine-default-its-debts

60.Степанова Т. Єврокомісія обіцяє продовжувати роботу щодо заморожених активів РФ. *The Guardian. РБК-Україна*. 21 листопада 2025. URL: https://www.rbc.ua/rus/news/evrokomisiya-obitsyae-prodovzhuvati-robotu-1763727162.html

61. Benchmarking government support for venture capital. Israel. OECD, 2025. 27 June. URL: https://www.oecd.org/en/publications/benchmarking-government-support-for-venture-capital_82cd3fe1-en/israel_b5c8cc2e-en.html

62.Government Approves Transformative Stimulus Package to Boost Israeli High-Tech Industry. Israel Innovation Authority. 15.01.2024. URL: https://innovationisrael.org.il/en/press_release/stimulus-to-boost-israeli-high-tech/

63.Шмигаль Д. На відновлення України за новим звітом Світового банку потрібно $524 мільярди. Укрінформ. 25 лютого 2025. URL: https://www.ukrinform.ua/rubric-vidbudova/3964208-na-vidnovlenna-ukraini-za-novim-zvitom-svitovogo-banku-potribno-524-milardi-smigal.html

64.Зовнішній борг України на кінець II кварталу 2025 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ExDebt_q.pdf

65.Зовнішній державний борг України (2009–2025). Мінфін. URL: https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/foreign/

66.Regional Economic Outlook: Europe, November 2023, Ukrainian version. International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/REO/EUR/2023/November/Ukrainian/execsum.ashx

67. Борг перед банками за програмою «Доступні кредити» до кінця року сягне 10 мільярдів. Укрінформ. 23.12.2024. URL:

https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3941139-borg-pered-bankami-za-programou-dostupni-krediti-do-kinca-roku-sagne-10-milardiv.html

68. Okazaki T. Industrial Policy in Japan: 70-Year History since World War II. Japan SPOTLIGHT. 2017. March/April. URL: https://www.rieti.go.jp/en/papers/contribution/okazaki-tetsuji/11.html.

69. Song Q. Political Economy Analysis of Significant Roles of MITI in Japan's Industrial Policies During Japan's Post-war Economic Miracle Period. ESFCT 2022, AEBMR 226. Atlantis Press, 2022. P. 240–246.

70. Ukraine – Fourth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4): February 2022 – December 2024. World Bank Group. 25.02.2025. URL: https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/02/25/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released

71. Yozma Fund 2.0. Israel Innovation Authority. URL: https://innovationisrael.org.il/en/program/yozma-fund-2-0/

Додаток А

Декларація
академічної доброчесності
здобувача вищої освіти ЗНУ

Я, Тимофєєв Владислав Олегович, студент 2 курсу магістратури, форми навчання денна, факультету економічного, спеціальності 051 «Економіка», адреса електронної пошти tymofieiev.vladyslav@gmz31.com:

- підтверджую, що написана мною кваліфікаційна робота на тему «Зовнішня заборгованість України та її вплив на повоєнне відновлення економіки» відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень, що визначені у ст. 42 Закону України «Про освіту», зі змістом яких ознайомлений;

- заявляю, що надана мною для перевірки електронна версія роботи є ідентичною її друкованій версії;

- згоден на перевірку моєї роботи на відповідність критеріям академічної доброчесності у будь-який спосіб, у тому числі за допомогою Інтернет-системи, а також на архівування роботи в базі даних цієї системи.

Дата_____ Підпис_____ Тимофєєв В.О.

Дата_____ Підпис_____ Кусакова Ю.О.