

Міністерство освіти і науки України
Національний університет водного господарства та
природокористування
Навчально-науковий інститут економіки та менеджменту
Кафедра економіки підприємства і міжнародного бізнесу

ПОЯСНЮВАЛЬНА ЗАПИСКА

до кваліфікаційної роботи другого (магістерського) рівня
(освітній ступінь)

на тему

«Зовнішній борг як глобальна проблема сучасності»

Виконав:	студент 6 курсу спеціальності 292 «Міжнародні економічні відносини» Бобриніченко Д.С.
Науковий керівник:	к.е.н., доцент Жемба А.Й.
Рецензент:	д.е.н., професор Нікитенко Д.В.

Рівне – 2025



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Звіт подібності

Метадані

Назва організації		підрозділ		
National University of Water and Environmental Engineering		National University of Water and Environmental Engineering		
Заголовок				
2025_292_Zovnishnii borh yak hlobalna problema suchasnosti_Bobrynichenko Denys Serhiiiovych_Zhemba Alla Yosypivna.docx				
Автор		Науковий керівник / Експерт		
Бобриніченко Денис Сергійович		Бобриніченко Денис Сергійович		
Кількість слів	Кількість символів	Дата звіту	Дата редагування	ІД документа
22371	182574	12/9/2025	—	332813023

Обсяг знайдених подібностей

Коефіцієнт подібності визначає, який відсоток тексту по відношенню до загального обсягу тексту було знайдено в різних джерелах. Зверніть увагу, що високі значення коефіцієнта не автоматично означають плагіат. Звіт має аналізувати компетентна / уповноважена особа.



КП 1

22371

Кількість слів



КЦ

182574

Кількість символів

Тривога

У цьому розділі ви знайдете інформацію щодо текстових спотворень. Ці спотворення в тексті можуть говорити про МОЖЛИВІ маніпуляції в тексті. Спотворення в тексті можуть мати навмисний характер, але частіше характер технічних помилок при конвертації документа та його збереженні, тому ми рекомендуємо вам підходити до аналізу цього модуля відповідально. У разі виникнення запитань, просимо звертатися до нашої служби підтримки.

Заміна букв		0
Інтервали		0
Мікропробіли		0
Білі знаки		8
Парафрази (SmartMarks)		27

Джерела

Нижче наведений список джерел. В цьому списку є джерела із різних баз даних. Колір тексту означає в якому джерелі він був знайдений. Ці джерела і значення Коефіцієнту Подібності не відображають прямого плагіату. Необхідно відкрити кожне джерело і проаналізувати зміст і правильність оформлення джерела.

10 найдовших фраз

Колір тексту

ПОРЯДКОВИЙ НОМЕР	НАЗВА ТА АДРЕСА ДЖЕРЕЛА URL (НАЗВА БАЗИ)	КІЛЬКІСТЬ ІДЕНТИЧНИХ СЛІВ (ФРАГМЕНТІВ)
1	http://ujae.org.ua/wp-content/uploads/2024/10/ujae_2024_r01_a68.pdf	54 0.24 %
2	http://ep3.nuwm.edu.ua/20325/1/06-01-267%D0%9C.pdf	51 0.23 %
3	http://ep3.nuwm.edu.ua/20325/1/06-01-267%D0%9C.pdf	24 0.11 %
4	http://ep3.nuwm.edu.ua/20325/1/06-01-267%D0%9C.pdf	23 0.10 %
5	http://ep3.nuwm.edu.ua/20325/1/06-01-267%D0%9C.pdf	20 0.09 %

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВОДНОГО ГОСПОДАРСТВА ТА ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ

Навчально-науковий інститут:	<u>Економіки та менеджменту</u>
Кафедра:	<u>Економіки підприємства і міжнародного бізнесу</u>
Освітній ступінь:	<u>другий (магістерський)</u>
Спеціальність (напрямок підготовки)	<u>292 "Міжнародні економічні відносини"</u>

“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Завідувач кафедри
економіки підприємства і міжнародного бізнесу

„___” _____ 20__ р.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ КВАЛІФІКАЦІЙНОЇ РОБОТИ (ПРОЕКТУ) СТУДЕНТА Бобриніченка Дениса Сергійовича

(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема роботи: «Зовнішній борг як глобальна проблема сучасності»

Керівник роботи: к.е.н., доцент Жемба

(прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

затверджено наказом університету від 23.10.2025р С №-1208

2. Строк подання студентом закінченої роботи: 18.12.2025р

3. Вихідні дані до роботи: статистичні звіти МВФ, Світового банку, ЮНКТАД, OECD та дані Міністерства фінансів і Національного банку України. Дані рейтингових агентств S&P та Score, та інформаційних ресурсів Index Minfin та Trading Economics.

4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які потрібно розробити): РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ЗАВНІШНЬОГО БОРГУ В ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1 Економічна сутність, класифікація та показники зовнішнього боргу

1.2 Теоретичні підходи до аналізу зовнішньої заборгованості

1.3 Економічні наслідки та ризики надмірної зовнішньої

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СВІТОВИХ І НАЦІОНАЛЬНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ

2.1 Глобальні тенденції формування зовнішнього боргу у ХХІ столітті

2.2 Боргова залежність країн, що розвиваються: чинники, ризики, наслідки

2.3 Аналіз зовнішнього боргу України в системі міжнародних фінансових відносин

РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ БОРГОМ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1 Проблеми та недоліки сучасної боргової політики України

3.2 Міжнародний досвід забезпечення боргової стійкості

3.3 Напрями оптимізації боргової політики України в умовах євроінтеграції

5. Перелік графічного матеріалу:

Роздатковий матеріал

6. Консультанти розділів роботи:

Розділ	Прізвище, ініціали і посада консультанта	Підпис, дата	
		завдання видав	завдання прийняв
Розділ 1	Жемба А.Й.		
Розділ 2	Жемба А.Й.		
Розділ 3	Жемба А.Й.		

7. Дата видачі завдання: 23.10.2025

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№ з/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи (проекту)	Строк виконання етапів роботи (проекту)	Примітка
1	Збір інформації для написання кваліфікаційної роботи	01.11.2025	
2	Обробка літературних джерел та статистичних матеріалів за темою дослідження	12.11.2025	
3	Написання теоретичного розділу роботи	20.11.2025	
4	Розробка аналітичного розділу кваліфікаційної роботи та формулювання висновків	01.12.2025	
5	Обґрунтування рекомендацій та шляхів удосконалення за темою дослідження	10.12.2025	
6	Оформлення кваліфікаційної магістерської роботи	12.12.2025	
7	Створення презентації для мультимедійного супроводу на захисті кваліфікаційної магістерської роботи	15.12.2025	
8	Підготовка доповіді	18.12.2025	

Студент _____ Бобриніченко Д.С.
(підпис) (прізвище та ініціали)

Керівник роботи (проекту) _____ Жемба А.Й.
(підпис) (прізвище та ініціали)

АНОТАЦІЯ

«Зовнішній борг як глобальна проблема сучасності»

Робота містить 100 сторінок, 11 таблиць, 8 рисунків, список використаних джерел – 51 найменування.

Кваліфікаційну магістерську роботу присвячено комплексному дослідженню сучасних тенденцій формування зовнішнього боргу у світовій економіці та аналізу боргової стійкості України в умовах глобальної фінансової нестабільності та воєнних викликів. У роботі розкрито теоретичні засади та методичні підходи до оцінювання зовнішньої заборгованості, охарактеризовано ключові боргові ризики, зокрема валютний, процентний та ризик рефінансування, а також визначено структурні чинники глобального боргового навантаження.

На основі аналізу міжнародних статистичних звітів МВФ, Світового банку, ЮНКТАД та даних Міністерства фінансів і Національного банку України, встановлено особливості «четвертої хвилі» глобального боргу, фактори її формування та наслідки для країн із різним рівнем економічного розвитку. Досліджено боргову динаміку України, зміни структури зовнішнього боргу, вплив міжнародної фінансової допомоги у воєнний період, а також оцінено масштаби та ризики умовних зобов'язань.

У роботі проведено порівняння міжнародних підходів до управління державним боргом, проаналізовано моделі боргової стійкості провідних країн та визначено їхню релевантність для України. На основі отриманих результатів сформовано практичні рекомендації щодо вдосконалення боргової стратегії України у напрямі зниження ризиків, підвищення прозорості, оптимізації валютної структури та розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів у післявоєнний період.

Метою кваліфікаційної роботи є комплексне обґрунтування теоретичних, аналітичних і практичних аспектів управління зовнішнім боргом України в умовах глобальної економічної турбулентності.

Об'єктом дослідження є процеси формування та обслуговування зовнішнього боргу в системі міжнародних фінансових відносин.

Предметом дослідження є сукупність механізмів, індикаторів, методів та інституційних підходів до управління зовнішнім боргом держави.

Ключові слова: зовнішній борг, боргова стійкість, міжнародні фінанси, боргові ризики, державна боргова політика, макрофінансова стабільність.

ABSTRACT

" External debt as a global modern-day problem"

The master's thesis "External debt as a global modern-day problem" comprises 100 pages, 11 tables, 7 figures, and a list of 46 references.

This research provides a comprehensive analysis of the contemporary trends, structural shifts, and challenges associated with the formation and management of external debt in the global economy. Theoretical foundations and methodological approaches to assessing external indebtedness are examined, with special attention given to the evolution of debt sustainability indicators, the nature of sovereign risk, and the macrofinancial implications of excessive borrowing.

Using statistical databases and analytical reports of the International Monetary Fund, World Bank, UNCTAD, as well as data from the Ministry of Finance of Ukraine and the National Bank of Ukraine, the thesis identifies the key factors driving the current “fourth wave” of global debt. The study highlights the increasing concentration of debt vulnerabilities in emerging and developing economies and analyzes the systemic impact of rising interest rates, currency volatility, and structural weaknesses on debt sustainability. A significant part of the research focuses on Ukraine’s external debt dynamics, including changes in creditor structure, currency composition, refinancing risks, and the role of international financial assistance during the wartime period. Special emphasis is placed on the assessment of contingent liabilities and quasi-fiscal risks generated by state-owned enterprises and government guarantees. The thesis also examines international practices of sovereign debt management, comparing debt strategies of advanced economies, OECD countries, and emerging markets. Based on this analysis, a set of recommendations is proposed to strengthen Ukraine’s debt policy through improved risk management, enhanced transparency, optimization of the currency structure, and development of the domestic government securities market in the post-war recovery phase.

The purpose of the thesis is to substantiate theoretical, analytical, and practical approaches to improving the management of Ukraine’s external debt under conditions of global economic instability.

The object of the study is the process of formation and servicing of external debt within the system of international financial relations.

The subject of the study is the set of mechanisms, indicators, methods, and institutional frameworks for sovereign external debt management.

Keywords: external debt, debt sustainability, sovereign risk, international finance, debt management, macrofinancial stability.

ЗМІСТ

ВСТУП	7
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ЗАВНІШНЬОГО БОРГУ В ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ	10
1.1 Економічна сутність, класифікація та показники зовнішнього боргу .	10
1.2 Теоретичні підходи до аналізу зовнішньої заборгованості.....	15
1.3 Економічні наслідки та ризики надмірної зовнішньої заборгованості	20
Висновки до розділу 1	22
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СВІТОВИХ І НАЦІОНАЛЬНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ.....	24
2.1 Глобальні тенденції формування зовнішнього боргу у ХХІ столітті...	24
2.2 Боргова залежність країн, що розвиваються: чинники, ризики, наслідки.....	36
2.3 Аналіз зовнішнього боргу України в системі міжнародних фінансових відносин.....	46
Висновки до розділу 2	53
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ БОРГОМ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	55
3.1 Проблеми та недоліки сучасної боргової політики України.....	55
3.2 Міжнародний досвід забезпечення боргової стійкості	67
3.3 Напрями оптимізації боргової політики України в умовах євроінтеграції.....	80
Висновки до Розділу 3	88
ВИСНОВКИ.....	91
ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	94

ВСТУП

У сучасному глобальному економічному просторі проблема зовнішньої заборгованості набула стратегічного значення, перетворившись із циклічного явища на структурний виклик. Після фінансової кризи 2008 року та пандемії COVID-19 загальносвітовий борг досяг безпрецедентних обсягів, а перехід провідних центральних банків до жорсткої монетарної політики (підвищення процентних ставок) критично збільшив вартість його обслуговування. Ця зміна макроекономічної кон'юнктури створила нову хвилю боргового стресу для країн, що розвиваються, чия фінансова стійкість залежить від стабільності цін на сировину та доступу до зовнішнього капіталу. Для України ж ця проблема є загостреною війною: масштабні руйнування, падіння ВВП та рекордний дефіцит бюджету зумовили критичну залежність від пільгового фінансування (від МВФ, ЄС, США). Накопичення нових зобов'язань на тлі невирішеності проблеми «прихованого боргу» та низької інституційної скоординованості загрожує фіскальною пасткою в період повоєнної відбудови. Саме тому розробка ефективних механізмів управління зовнішнім боргом, здатних забезпечити макрофінансову стійкість, є беззаперечною актуальністю даного дослідження.

Теоретичні засади боргової політики знайшли своє відображення у працях класиків економічної думки, зокрема Д. Рікардо та Дж. М. Кейнса, а сучасні аспекти боргових криз та їхніх наслідків детально досліджені зарубіжними вченими, як-от К. Райнхарт, К. Рогофф та Дж. Сакс. Водночас, специфіка управління зовнішнім боргом України, що функціонує в умовах воєнного часу, системного дефолту за комерційним боргом та безпрецедентної залежності від офіційних кредиторів, вимагає додаткового наукового осмислення та розробки адаптованих практичних рекомендацій, що лягло в основу даної роботи.

Виходячи з цієї потреби, **метою кваліфікаційної магістерської роботи** є розробка теоретико-методичних засад та практичних рекомендацій щодо удосконалення механізмів управління зовнішнім боргом України в умовах

глобальної фінансової нестабільності та повоєнної відбудови.

Для досягнення цієї мети робота зосереджена на завданнях, що включають аналіз теоретичних підходів, виявлення глобальних тенденцій та чинників боргової залежності, структурний аналіз зовнішнього боргу України та виявлення інституційних/комунікаційних недоліків сучасної боргової політики, а також обґрунтування шляхів оптимізації управління. Об'єктом дослідження є процеси формування та управління зовнішнім боргом у системі міжнародних фінансових відносин, а його предметом – сукупність теоретико-методичних підходів та механізмів управління зовнішнім боргом України в умовах глобальної нестабільності.

Для досягнення поставлених цілей у роботі використано комплекс наукових методів. Теоретичні основи та класифікація зовнішнього боргу досліджувалися за допомогою системного аналізу, а для оцінки глобальних тенденцій та порівняння боргової вразливості країн із різним типом економіки застосовувався порівняльний та статистичний аналіз (зокрема, розрахунок співвідношення боргу до експорту). Метод групування та узагальнення дозволив систематизувати чинники та недоліки боргової політики України.

Інформаційною базою роботи є офіційні статистичні дані Міністерства фінансів, Національного банку, а також аналітичні звіти МВФ, Світового банку, ЮНКТАД та провідних міжнародних рейтингових агентств.

Наукова новизна отриманих результатів полягає у вдосконаленні класифікації ризиків боргової політики України шляхом виділення інституційної фрагментації (розпорошеності функцій) та ризику «прихованого дефіциту» (пов'язаного з державними гарантіями), а також в обґрунтуванні необхідності використання інструменту порівняльного аналізу співвідношення зовнішнього боргу до експорту як ключового індикатора вразливості сировинно-залежних економік. Практичне значення роботи полягає в можливості використання розроблених рекомендацій Міністерством фінансів для удосконалення Стратегії управління державним боргом, зокрема в частині підвищення дюрації

внутрішнього боргу та покращення комунікаційної політики з приватними кредиторами.

Кваліфікаційна магістерська робота має чітку структуру і складається зі вступу, трьох взаємопов'язаних розділів, висновків, списку використаних джерел. Розділ 1 присвячений теоретико-методичним основам, Розділ 2 містить аналіз глобальних та національних тенденцій, а Розділ 3 розкриває проблеми наявних механізмів управління зовнішнім боргом та містить напрями удосконалення для України.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ЗАВНІШНЬОГО БОРГУ В ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1 Економічна сутність, класифікація та показники зовнішнього боргу

Державний зовнішній борг є однією з найбільш фундаментальних категорій макроекономіки та міжнародних фінансових відносин. Він відображає комплекс економічних відносин, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів від нерезидентів (фізичних чи юридичних осіб, іноземних урядів або міжнародних організацій) та їхнім подальшим обслуговуванням і погашенням. Згідно з уніфікованою міжнародною методологією Світового банку, зовнішній борг країни визначається як загальна сума непогашених зобов'язань резидентів цієї країни перед нерезидентами, які вимагають виплати основної суми та/або відсотків у майбутньому [1].

Це визначення охоплює зобов'язання всіх секторів економіки країни, а не лише центрального уряду. Економічна функція боргу полягає у трансферті ресурсів у часі та просторі, дозволяючи країні-позичальнику фінансувати інвестиції або споживання, які перевищують її поточні внутрішні заощадження. На макроекономічному рівні обсяг зовнішньої заборгованості тісно пов'язаний із накопиченим дефіцитом поточного рахунку платіжного балансу [1].

З економічної точки зору зовнішній борг виконує кілька ключових функцій. По-перше, він служить джерелом фінансування дефіциту зовнішньої позиції країни-коли обсяги імпорту чи капітальних виїздів перевищують доходи від експорту чи капіталу, країна може звертатися до позичок за кордоном або іншого залучення фінансування. По-друге, зовнішній борг є елементом зовнішньоекономічної взаємозалежності-країна-боржник підписує фінансові зобов'язання перед нерезидентами, що створює певний ризик валютних та платіжних шоків. По-третє, зобов'язання у формі зовнішнього боргу впливають на макроекономічну стабільність країни: коливання курсів валют, зміни процентних

ставок, умови доступу до міжнародного ринку-усе це може збільшувати навантаження на країну-боржника.

Важливо підкреслити, що зовнішній борг не включає умовні зобов'язання (contingent liabilities), тобто ті, які можуть виникнути лише за визначених обставин і не є фактичними на момент складання балансу [2].

Таким чином, поняття «зовнішній борг» охоплює зобов'язання резидентів країни перед нерезидентами у формі кредитів, облігацій, торгівельної заборгованості чи інших боргових інструментів, які потребують здійснення платежів у майбутньому, й які можуть впливати на фінансову стійкість країни.

Для аналізу зовнішнього боргу необхідна чітка класифікація, що дозволяє розділити боргові зобов'язання за різними ознаками: за видом кредитора, за гарантіями, за строком, за сектором економіки, за типом інструменту.

За сектором/боржником:

- Державний (суверенний) зовнішній борг-це зобов'язання уряду країни перед нерезидентами.
- Приватний зовнішній борг-це зобов'язання підприємств чи банків (не державного сектору) перед нерезидентами.
- Гарантований зовнішній борг-коли приватний або інший неурядовий суб'єкт має зобов'язання перед нерезидентами, за які уряди або державні органи надали гарантію. Така класифікація важлива, оскільки державні гарантії підвищують потенційні ризики для держави-боржника.

За строком погашення:

- Короткостроковий зовнішній борг-боргові зобов'язання з первісною або залишковою строком до погашення один рік або менше.
- Довгостроковий зовнішній борг-борги з первісним строком погашення понад один рік. Наприклад, в методології IMF/World Bank та інших міжнародних організацій короткостроковий борг часто виділяється як компонент, який має підвищений ризик рефінансування та ліквідний ризик [2].

За інструментами/характером зобов'язання:

Можна виокремити такі інструменти, як: мульти- та білатеральні кредити, комерційні позики, випуск облігацій нерезидентам, торгова заборгованість (trade credit). Крім того, важливим критерієм є гарантії держави, валюта номінування зобов'язання, процентна ставка (фіксована чи плаваюча) тощо. Серед міжнародних класифікацій (зокрема, у Гайді IMF) зазначено: «by sector, by instrument, by currency of denomination, by remaining maturity» [2].

Ця деталізована класифікація дозволяє відрізнити різні ризики: наприклад, значна частка короткострокового зовнішнього боргу чи великі зобов'язання в іноземній валюті означають підвищену вразливість перед валютними шоками або відтоком капіталу.

Для оцінки стану і стійкості зовнішнього боргу застосовуються кількісні індикатори, які відображають обсяг, структуру, строкову характеристику та платоспроможність. Нижче наведено найбільш розповсюджені показники:

1. Обсяг зовнішнього боргу (Gross External Debt Stock): Цей показник відображає на певну дату сумарну величину зобов'язань резидентів країни перед нерезидентами, які підлягають погашенню в майбутньому [1]. Він слугує базовою величиною для подальшого аналізу: напр., як база для розрахунку співвідношень із ВВП, експортом тощо.

2. Співвідношення боргу до ВВП (Debt-to-GDP Ratio): Цей коефіцієнт показує, яку частку валового внутрішнього продукту (ВВП) становить зовнішній борг. Він дозволяє оцінити в масштабах економіки, наскільки великим є боргове навантаження. Наприклад, при значному значенні доля платежів може бути значною навантаженням на ресурсну базу економіки. Варто зазначити, що універсального «порогу безпеки» для цього показника не існує-усе залежить від темпів росту економіки, умов запозичень, структури боргу тощо.

3. Коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу (Debt Service Ratio): Цей індикатор вимірює частку платежів по зовнішньому боргу (основний + відсотки) у відношенні до певної бази-наприклад, експорту, доходу бюджету чи валового доходу. У керівництві IMF зазначено, що аналіз щоб показати, чи може

країна обслуговувати свої зобов'язання в умовах наявних доходів [3]. Велике навантаження обслуговування означає, що країна має менше ресурсів для інвестицій, соціальних виплат чи інших економічних цілей.

4. Частка короткострокового зовнішнього боргу:

Цей показник відображає, яку частку у структурі зовнішнього боргу становлять зобов'язання з погашенням протягом одного року або менше. Велика частка короткострокового боргу підвищує ризик необхідності швидкої рефінансованості чи погашення, що може спричинити кризу ліквідності.

5. Чиста зовнішня заборгованість (Net External Debt) чи приведена вартість боргу до експорту (PV External Debt to Exports): Деякі показники враховують не лише обсяг боргу, а й майбутні платежі (present value) чи зіставляють борг із експортом. Наприклад, база даних World Bank містить серію «Present value of external debt to exports of goods, services and income». [4]

Таблиця 1.1

Інтерпретація основних показників боргової стійкості держави

Показник	Що означає високий рівень	Економічні наслідки	Як правильно інтерпретувати
Борг до ВВП (Debt-to-GDP)	Великий обсяг боргу порівняно з економікою	Обмеження фінансового простору; підвищення ризику боргової нестійкості	Порівнювати з темпами зростання ВВП, структурою боргу та історичними значеннями
Коефіцієнт обслуговування боргу / доходи бюджету (DSR)	Значна частина доходів йде на виплати	Витіснення соціальних та інвестиційних видатків; ризик фінансової кризи	Аналізувати разом зі ставками, валютною структурою й дюрацією боргу
Частка короткострокового боргу	Високі зобов'язання, що потребують швидкого рефінансування	Ризик ліквідності, вразливість до шоків, можливі проблеми із доступом на ринки	Важливо враховувати обсяг резервів, ситуацію на ринках та рейтинги
Валютна структура боргу (частка FX)	Велика частка валютних зобов'язань	Різне здорожчання боргу при девальвації; ризик валютної кризи	Порівнювати зі структурою експорту, резервами та гнучкістю курсу
Ставка обслуговування боргу (середня ефективна ставка)	Дорожче запозичення	Прискорення боргової спіралі, збільшення DSR	Важливо враховувати премію за ризик і ринкові умови

Побудовано автором на основі [14]

Сучасні методики аналізу зовнішнього боргу також враховують якість боргової стратегії та спроможність уряду забезпечувати ефективне управління портфелем зобов'язань. У документах OECD, BIS та Світового банку підкреслено, що країни, які впроваджують комплексну боргову стратегію, мають нижчий рівень ризику, стабільнішу боргову траєкторію та вищий рівень довіри інвесторів [39, 40, 47]. Боргова стратегія, яка відповідає міжнародним стандартам, повинна охоплювати цілі щодо оптимізації структури боргу, управління процентним та валютним ризиками, диверсифікації кредиторської бази та розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Аналіз зовнішнього боргу включає оцінювання ефективності законодавчих та інституційних механізмів, які регламентують запозичення, гарантування та обслуговування боргу. Дослідницькі документи Європейської комісії та МВФ підкреслюють важливість фіскальних правил, незалежних фіскальних інституцій, а також прозорих механізмів звітності, які знижують ризики накопичення неефективних зобов'язань і забезпечують довгострокову стійкість боргу [43, 46]. Наявність незалежних наглядових структур та чіткої системи фіскальної відповідальності визначається як ключовий чинник, що впливає на довіру зовнішніх кредиторів.

Загалом оцінювання зовнішнього боргу є багатовимірним процесом, що поєднує аналіз економічних, фінансових та інституційних змінних. Воно спирається на міжнародні методологічні стандарти, сформовані МВФ, Світовим банком, OECD та іншими організаціями, що забезпечує порівнянність даних та дозволяє ідентифікувати боргові ризики у глобальному масштабі. Врахування комплексних індикаторів боргової стійкості, інституційної якості, вартості фінансування та макроекономічної динаміки є основою для формування ефективної боргової політики держави та забезпечення стійкого економічного розвитку.

1.2 Теоретичні підходи до аналізу зовнішньої заборгованості

Вивчення зовнішньої заборгованості в макроекономічному контексті нерозривно пов'язане з розвитком економічної теорії щодо боргу, дефіцитів та ролі державного запозичення. Нижче розглянуто основні теоретичні підходи, які формувалися історично та мають застосування й до зовнішнього боргу.

Кейнсіанська теорія

Підхід, пов'язаний із Джоном Мейнардом Кейнсом і наступниками, трактує державний борг як один із засобів фіскальної політики для стимулювання загального попиту. Згідно з цією парадигмою, у періоди економічного спаду запозичення держави можуть бути виправдані, оскільки сприяють запуску виробництва, зайнятості та підтримці економічного росту. Наприклад, зазначається, що накопичення державного боргу може «додати вартості економіці» через стимулюючий ефект [5].

У контексті зовнішнього боргу це означає, що країна може використовувати запозичення з-за кордону як спосіб фінансування інвестицій або імпортного дефіциту, сподіваючись на майбутнє зростання, яке дозволить погасити борг. Однак критики вказують на ризик, що без відповідних темпів росту запозичення можуть стати тягарем і підривати стабільність економіки.

Монетаристська теорія

Монетаристський підхід, тісно пов'язаний із ідеями Мілтона Фрідмана, акцентує увагу на грошовій масі, інфляції та обмеженій ролі фіскальної політики. Згідно з цією теорією, надмірне державне запозичення (зокрема зовнішнє) може призводити до збільшення грошового тиску, девальвації національної валюти, підвищеної інфляції, а також негативно впливати на довгострокові темпи зростання. З точки зору зовнішнього боргу, монетаристи попереджають, що якщо країна покладається на зовнішнє фінансування і це супроводжується грошово-кредитною розслабленістю або слабким контролем над інфляцією, це може підвищити ризик валютного й інфляційного шоку.

Неокласична теорія

Неокласичний підхід підкреслює значення раціонального вибору економічних агентів, ринкових механізмів, конкурентної поведінки та збалансованого бюджету в довгостроковій перспективі. У контексті боргу неокласична теорія вимагає, щоб рішення про запозичення брали до уваги майбутні зобов'язання, а не просто поточний стимул. Наприклад, згідно з положеннями теорії еквівалентності (див. нижче), фінансування урядом через борг не змінює сумарного попиту, якщо приватні агенти прогнозують майбутні податки для його обслуговування [6]. З точки зору зовнішньої заборгованості, неокласичний підхід сигналізує про ризики надмірного запозичення: оскільки борг має бути повернений, він може зменшити ресурс на майбутній ріст, створити навантаження на структуру капіталу та вплинути на очікування економічних агентів.

У сучасній теорії акцент зроблено на понятті «боргова пастка»-ситуації, коли країна або суб'єкт заборгованості настільки зав'язаний на погашенні зобов'язань (особливо зовнішніх) і постійних нових запозиченнях, що кожне нове запозичення використовується здебільшого на покриття старих платежів, а не на розвиток. Це може призвести до циклу, в якому зростання боргу прискорює потребу в новому боргу, і країна стає залежною від постійного обслуговування зобов'язань.

В макроекономічному контексті боргова пастка виявляється через низький економічний ріст, високу частку витрат на обслуговування боргу, зменшення інвестицій, погіршення кредитного рейтингу та втрату доступу до дешевих зовнішніх ресурсів. Цей підхід підкреслює, що зовнішній борг-не лише механізм фінансування, але й потенційний шлях у «боргову залежність», особливо для країн, що мають слабкі інститути або нестабільну валюту.

У сучасній економічній літературі виділяють декілька моделей, які пояснюють, як зовнішній борг впливає на економічне зростання, інвестиції та платоспроможність.

Модель «боргового навантаження» або Debt Overhang описує ситуацію, коли обсяг заборгованості настільки великий, що очікувані майбутні платежі

переважають очікувані вигоди від інвестицій. У такому разі економічні агенти (уряд, підприємства) можуть стримувати інвестицію, оскільки більша частина вигод від нових інвестицій буде «перетікати» до кредиторів, а не до інвесторів [7]. Зокрема, у моделі зазначається: коли нові інвестиції значною мірою ідуть на обслуговування існуючого боргу-стимул до їх здійснення зменшується. Емпіричні дослідження вказують, що країни з великим зовнішнім боргом демонструють нижчу інвестиційну активність саме через механізм боргового навантаження [8]. З точки зору зовнішньої заборгованості це означає, що країна з високим рівнем зовнішнього боргу ризикує втратити стимул для нарощування капіталу та інвестицій, що гальмує зростання.

Теорія еквівалентності, пов'язана з іменами Robert Barro та інших, стверджує, що спосіб фінансування урядових витрат-через податки чи через борг-не має значення для споживачів, які враховують майбутні податки, необхідні для погашення цього боргу. У такій ситуації, коли уряд збільшує запозичення, домашні господарства підвищують заощадження, передбачаючи майбутнє податкове навантаження, тому сукупний попит не змінюється. В аспекті зовнішньої заборгованості це означає, що якщо приватні агенти усвідомлюють, що держава (або економіка) буде змушена погасити зовнішній борг через майбутні податки або інші джерела, вони можуть змінювати свою поведінку-заощаджувати більше або утримуватись від поточних витрат. Проте на практиці ця теорія часто не виправдовує себе повною мірою, особливо в країнах з обмеженим доступом до фінансових ринків або з менш розвиненим фінансовим сектором.

Модель витіснення приватних інвестицій стверджує, що коли держава активно запозичає (в тому числі з-за кордону) і витрачає кошти, це може призводити до зростання процентних ставок або до обмеження ресурсів, що залишаються для приватного сектору. Як результат-приватні інвестиції зменшуються. Ця модель особливо актуальна у випадках, коли суверен має великий зовнішній борг і мусить привертати значну частину ресурсів на обслуговування боргу.

У такій ситуації одночасно діють два механізми: по-перше, державний борг може «поглинати» ресурси фінансового ринку (капітал, кредитний портфель); по-друге, високі ризики боргу (зовнішнього) можуть підвищувати премію ризику, що підвищує вартість позик для приватного сектору. Це зменшує динаміку приватних інвестицій, що в свою чергу гальмує темпи росту економіки. У випадку зовнішнього боргу ефект витіснення може бути підсилений валютним ризиком, ризиком рефінансування та залежністю від зовнішніх кредиторів.

Розглянуті теорії не існують у вакуумі-зовнішній борг впливає і взаємодіє із такими ключовими економічними категоріями, як платіжний баланс, інвестиційна активність, валютна позиція та міжнародні резерви. Зовнішній борг формує частину зовнішньоекономічних зобов'язань і, отже, впливає на становище країни в платіжному балансі. Коли країна позичає за кордоном, вона отримує кошти, які можуть виступати як джерело фінансування поточного рахунку або капітального рахунку. Але надалі вона повинна здійснювати виплати (по відсотках, основній сумі), що створює негативний вплив на майбутні потоки платежів. Велика частка зовнішнього боргу означає, що значна частина майбутнього потоку доходів країни буде спрямована на обслуговування боргу-це створює тиск на платіжний баланс, може зменшувати резерви іноземної валюти, підвищувати ризик дефолту або реструктуризації.

Крім того, якщо зовнішній борг номіновано в іноземній валюті, країна несе валютний ризик: девальвація національної валюти підвищує реальне навантаження на погашення, що ще більше погіршує баланс потоку платежів.

Як уже підкреслено у моделях Debt Overhang та Crowding Out, високий рівень зовнішнього боргу може стримувати інвестиційну активність. Коли значна частина ресурсів спрямована на обслуговування боргу, для приватного та державного секторів залишається менше коштів на нові інвестиції. Крім того, кредитори можуть ставити жорсткіші умови, що підвищує ставку або обмежує обсяг фінансування.

Інвестиції є ключовим фактором росту економіки. Зменшення інвестицій

призводить до слабшого приросту продуктивності, зниження темпів технологічного оновлення та слабшої конкурентоспроможності. В умовах зовнішнього боргу це означає, що країна може виявитися в стані, коли запозичення не призводить до очікуваного росту, а навпаки-до втрати інвестиційного драйву.

Поєднання високого зовнішнього боргу, слабких темпів росту, великої частки короткострокового боргового зобов'язання чи номінування у чужій валюті створює ризиковий простір, у якому зовнішній борг перетворюється із засобу стимулювання на гальмо росту. Структурно це проявляється через:

- зниження очікувань щодо майбутніх доходів (що ускладнює прогнозування та планування);
- підвищення ризиків погашення/рефінансування;
- зменшення інвестицій, що гальмує створення капіталу;
- погіршення платіжного балансу, резервів та валютної позиції;
- підвищення ймовірності реструктуризації чи дефолту, що ще більше знижує довіру кредиторів.

Таблиця 1.2

Основні фактори боргового ризику та їх вплив на економіку

Фактор боргового ризику	Сутність проблеми	Структурні наслідки для економіки
Високий рівень зовнішнього боргу	Обсяг зобов'язань зростає швидше, ніж потужність економіки їх обслуговувати	• Зниження очікувань щодо майбутніх доходів • Підвищення ймовірності реструктуризації або дефолту
Слабкі темпи економічного зростання	Економіка не створює достатнього фіскального простору	• Зменшення інвестицій та уповільнення створення капіталу • Погіршення бюджетних перспектив
Велика частка короткострокових зобов'язань	Часте рефінансування у нестабільних ринкових умовах	• Підвищення ризиків погашення та рефінансування • Уразливість до ринкових і процентних шоків
Висока частка боргу, номінованого в іноземній валюті	Девальвація збільшує вартість обслуговування FX-боргу	• Погіршення платіжного балансу та резервної позиції • Підвищене навантаження на валютні резерви
Комбінація чинників	Борг переходить із інструмента розвитку в обмеження	• Сукупне зростання боргової нестійкості • Зниження довіри кредиторів та доступу до ринків капіталу

Побудовано автором на основі [26]

1.3 Економічні наслідки та ризики надмірної зовнішньої заборгованості

Зовнішній борг є невід'ємною складовою глобальної фінансової системи, яка одночасно виконує функцію джерела розвитку й потенційного ризику для макроекономічної стабільності. Помірне залучення зовнішніх ресурсів дозволяє країнам фінансувати дефіцит бюджету, розвивати інфраструктуру та стимулювати інвестиційну діяльність. Водночас надмірна зовнішня заборгованість перетворюється на дестабілізуючий чинник, що створює загрозу інфляції, девальвації, соціальної напруги та економічної рецесії.

Надмірна зовнішня заборгованість має прямий вплив на ключові макроекономічні показники, зокрема на зростання ВВП, інфляцію та валютний курс. За даними Міжнародного валютного фонду [9], коли співвідношення зовнішнього боргу перевищує 60 % ВВП, спостерігається тенденція до зниження темпів економічного зростання приблизно на 1,5–2 процентних пункти щороку. Такий ефект пояснюється перерозподілом фінансових ресурсів із виробничого сектора на обслуговування боргових зобов'язань.

Високий рівень зовнішнього боргу посилює інфляційні процеси через підвищення імпортних цін і зростання витрат на обслуговування валютних зобов'язань. Наприклад, у випадку Аргентини [10] уряд був змушений фінансувати дефіцит бюджету шляхом емісії, що призвело до гіперінфляції. Крім того, надмірне боргове навантаження створює тиск на валютний курс-країна змушена витратити резерви, аби підтримувати стабільність національної валюти, що підвищує ризик валютної кризи.

Боргові зобов'язання впливають не лише на макроекономічні показники, але й на соціально-економічну ситуацію. Коли частка обслуговування боргу у державному бюджеті перевищує 20–25 %, уряд змушений скорочувати витрати на освіту, охорону здоров'я, соціальний захист. За даними Світового банку [11], у країнах із борговим навантаженням понад 70 % ВВП видатки на соціальні програми є на 30 % нижчими, ніж у країнах з помірним боргом.

Скорочення державних інвестицій призводить до зниження рівня зайнятості,

падіння внутрішнього попиту та погіршення якості життя. Так, під час боргової кризи в Греції (2010–2015 рр.) рівень безробіття сягнув 27 %, а реальні доходи населення знизилися на третину. [12] Наслідком стала масштабна еміграція молоді та скорочення демографічного потенціалу.

Аналіз міжнародних прикладів боргових криз дозволяє зрозуміти механізми накопичення ризиків та наслідки їх реалізації:

- Греція (2010-2015): перевищення державного боргу понад 180 % ВВП спричинило втрату доступу до фінансових ринків. Країна отримала три програми допомоги від ЄС і МВФ загальним обсягом понад 240 млрд євро. ВВП скоротився на 25 %, а рівень безробіття сягнув історичного максимуму. [13]

- Аргентина (2001, 2018): держава оголосила дефолт на суму 95 млрд дол. США у 2001 р., а в 2018 р. знову потрапила у кризу через девальвацію песо та падіння резервів. Борг досяг 86 % ВВП, що призвело до рецесії та соціальних протестів. [14]

- Шрі-Ланка (2022): дефолт після втрати валютних резервів та зростання зовнішнього боргу до 120 % ВВП. Основною причиною стала залежність від іноземних кредитів і скорочення експортних надходжень (IMF Country Report No. 23/124, 2023).

- Замбія (2020): стала першою африканською країною, що оголосила дефолт під час пандемії COVID-19. Високий зовнішній борг (17 млрд дол.) і падіння світових цін на мідь зумовили втрату платоспроможності. [15]

Міжнародна практика управління боргом базується на поєднанні макрофінансової дисципліни, структурних реформ та прозорості запозичень. Ефективне боргове управління спрямоване на підтримання стійкості фінансової системи та уникнення боргових пасток.

Серед основних підходів, рекомендованих МВФ та Світовим банком:

1. Реструктуризація боргу-зміна умов виплат для зниження боргового навантаження (приклад-реструктуризація боргу Аргентини у 2020 р. на суму 65 млрд дол. США).

2. Розвиток внутрішнього фінансового ринку-залучення внутрішніх інвесторів зменшує залежність від зовнішніх кредиторів.

3. Контроль за валютною структурою-зменшення частки боргу в іноземній валюті обмежує девальваційний ризик.

4. Нарощення валютних резервів-створює буфер для стабілізації фінансового ринку (приклад-Південна Корея).

5. Debt Sustainability Framework (IMF-World Bank)-система оцінки боргової стійкості, що дозволяє прогнозувати ризики дефолту та впроваджувати запобіжні заходи. [15]

Отже, надмірна зовнішня заборгованість є одним із ключових факторів фінансової нестабільності. Її вплив проявляється через уповільнення економічного зростання, девальвацію національної валюти, інфляційний тиск і соціально-економічну напруженість. Аналіз міжнародних криз засвідчує, що країни, які своєчасно здійснюють моніторинг боргової стійкості, мають значно вищі шанси уникнути дефолту та зберегти макрофінансову рівновагу.

Висновки до розділу 1

Теоретико-методологічне дослідження, проведене в першому розділі, дозволило системно опрацювати економічну сутність, класифікацію та методичні основи зовнішнього боргу, що забезпечує необхідний базис для подальшого аналізу. Дослідження підтвердило, що зовнішній борг є комплексною макроекономічною категорією, яка відображає сукупність непогашених зобов'язань резидентів перед нерезидентами і виконує ключову функцію трансферу ресурсів у часі та просторі. З метою підвищення ефективності управління заборгованістю була проведена чітка класифікація боргу за суб'єктами (державний, приватний, гарантований), за строками погашення та за типом кредитора (офіційний та комерційний), що дозволяє диференціювати пов'язані з ними ризики. Систематизація методичного інструментарію була зосереджена на

Аналізі боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis - DSA), який використовується міжнародними фінансовими інституціями. Визначено, що ключові показники - співвідношення боргу до ВВП, боргу до експорту та коефіцієнт обслуговування боргу (Debt Service Ratio) - слугують об'єктивними індикаторами боргового навантаження, здатності країни генерувати іноземну валюту та її поточного ліквіднісного ризику.

Теоретичний аналіз підтвердив обмежену застосовність Теорема Рікардіанської еквівалентності для економік із нерозвиненими ринками капіталу. Натомість, дослідження концентрується на актуальності Теорії боргового нависання (Debt Overhang Theory), яка пояснює механізм, згідно з яким надмірний обсяг боргових зобов'язань створює очікування інвесторів про майбутнє підвищення податків. Це, у свою чергу, пригнічує приватні інвестиції та гальмує економічне зростання, формуючи замкнене коло боргової залежності. На основі систематизованих даних, ідентифіковано чотири основні групи боргових ризиків, які чинять прямий тиск на фінансову стабільність країни. Це валютний ризик (висока частка боргу в іноземній валюті робить економіку вразливою до девальвації), ризик рефінансування (неоптимальна структура погашень підвищує ймовірність кризи ліквідності), процентний ризик (зростання вартості обслуговування боргу через підвищення глобальних ставок) та ризик суверенного дефолту, що є кульмінацією реалізації зазначених факторів.

Узагальнюючи, теоретико-методологічне дослідження підтвердило, що ефективне управління зовнішнім боргом є не просто фінансовою, а стратегічною макроекономічною проблемою. Успішна політика має бути спрямована на мінімізацію структурних ризиків та забезпечення стійкості, що створює необхідний базис для детального емпіричного аналізу стану зовнішнього боргу України у наступному розділі роботи.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СВІТОВИХ І НАЦІОНАЛЬНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ

2.1 Глобальні тенденції формування зовнішнього боргу у XXI столітті

Розвиток світової економіки у XXI столітті характеризується формуванням принципово нової боргової парадигми, яка докорінно відрізняється від моделей другої половини минулого століття. Якщо раніше боргові кризи мали переважно локальний або регіональний характер, то сучасний етап вирізняється синхронізованим та системним накопиченням зобов'язань у глобальному масштабі. Згідно з класифікацією Світового банку, починаючи з 2010 року, глобальна економіка увійшла у фазу так званої «четвертої хвилі» накопичення боргу. Ця хвиля за своїми темпами, масштабами та географічним охопленням є найпотужнішою за останні півстоліття, перевищуючи показники трьох попередніх хвиль (1970–1989 рр., 1990–2001 рр. та 2002–2009 рр.) [11].

Ключовою макроекономічною тенденцією цього періоду став структурний розрив між динамікою накопичення боргу та темпами реального економічного зростання. За даними Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД), протягом останнього десятиліття темпи зростання державного боргу в країнах, що розвиваються, стабільно випереджали темпи зростання їхнього валового внутрішнього продукту (ВВП). Ця диспропорція призвела до того, що сукупний обсяг зовнішнього боргу країн з низьким та середнім рівнем доходу сягнув безпрецедентного рівня. Станом на кінець 2023 року цей показник склав рекордні 8,8 трлн доларів США [16]. При цьому лише за період з 2010 по 2023 рік загальний державний борг у світі зріс більш ніж у чотири рази, тоді як світовий ВВП за цей же проміжок часу збільшився лише втричі [17]. Динаміку накопичення зовнішнього боргу країн із низьким та середнім рівнем доходу у 2000-2023 рр. наведено на рисунку 2.1. Очевидно, що темпи боргового зростання суттєво

випереджають динаміку світового ВВП, підтверджуючи формування «четвертої хвилі» глобального боргу.

Figure 1.3 Creditor Composition of Low- and Middle-Income Countries' (excluding China) Long-Term Public and Publicly Guaranteed External Debt, 2013–23

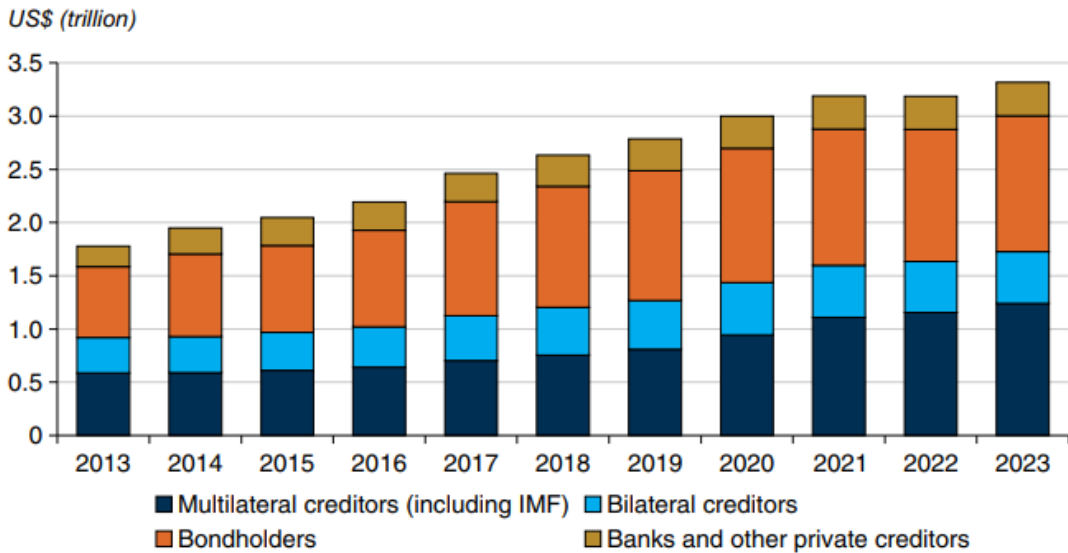


Рис. 2.1 Динаміка зовнішнього боргу країн, що розвиваються, 2000-2023 рр. Побудовано автором на основі джерела [23]

Драйвером такої експансивної динаміки стала серія глобальних макроекономічних шоків, які економісти характеризують терміном «полікриза» (polycrisis). Формування «четвертої хвилі» відбувалося під впливом трьох послідовних етапів, кожен з яких змінював умови функціонування світового ринку капіталу:

1. Посткризове стимулювання (2010–2019 рр.). Наслідки Глобальної фінансової кризи 2008–2009 років змусили центральні банки провідних розвинених країн (ФРС США, ЄЦБ) вдаватися до нетрадиційних заходів монетарної політики, зокрема «кількісного пом'якшення» (Quantitative Easing). Це створило на світових ринках надлишок дешевої ліквідності. Інвестори, шукаючи дохідність в умовах майже нульових ставок у розвинених економіках, масово переспрямовували капітал на ринки, що розвиваються. Це дозволило урядам цих країн легко нарощувати зовнішні запозичення, часто ігноруючи довгострокові ризики платоспроможності [15].

2. Пандемічний шок (2020–2021 рр.). Поширення COVID-19 спричинило синхронне падіння світової економіки та доходів державних бюджетів. Для фінансування екстрених видатків на охорону здоров'я та соціальну підтримку населення уряди були змушені вдатися до рекордних запозичень. Лише за 2020 рік глобальний борг показав найбільший однорічний приріст з часів Другої світової війни, збільшившись на 28 відсоткових пунктів відносно світового ВВП [11].

3. Інфляційно-геополітичний шок (з 2022 року). Початок повномасштабної війни в Україні та енергетична криза спровокували сплеск глобальної інфляції. Реакцією на це став різкий розворот монетарної політики провідних центробанків у бік підвищення облікових ставок. Це призвело до миттєвої переоцінки вартості обслуговування накопиченого боргу, перетворивши проблему ліквідності на системну загрозу платоспроможності [22].

While downside risks over the near term have receded some, these remain relatively elevated for the medium term; reflecting an intertemporal risk trade-off as financial conditions ease (and downturn in credit growth plateaus).

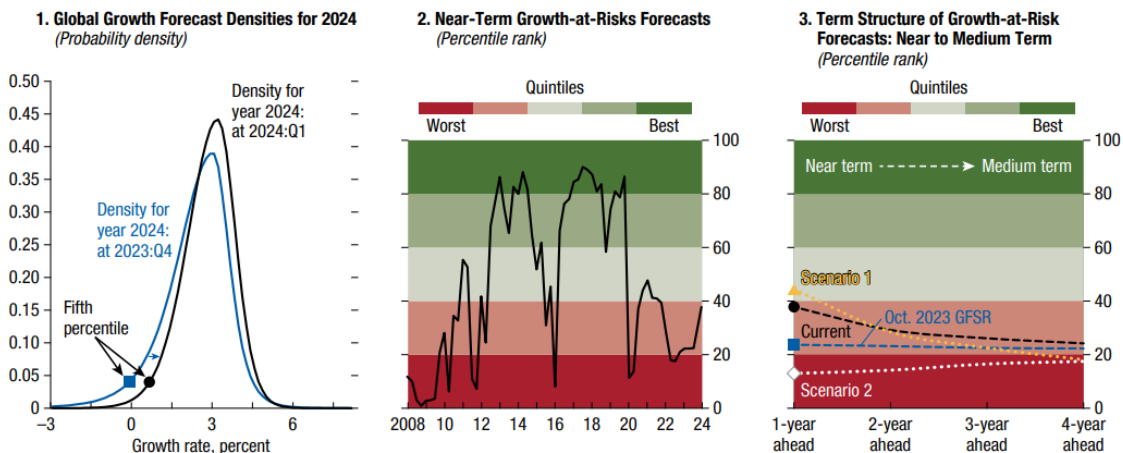


Рис. 2.2 Оцінка ризиків глобального зростання (GaR): короткострокові та середньострокові перспективи

Побудовано автором на основі джерела [26]

Таким чином, сучасна архітектура зовнішнього боргу сформувалася в умовах переходу від ери «дешевих грошей» до жорстких фінансових обмежень. Ця трансформація створила ефект «снігової кулі», коли нові запозичення дедалі частіше використовуються не для фінансування розвитку, а для обслуговування старих зобов'язань, що закріплює структурну вразливість світової економіки перед

майбутніми шоками.

Поряд із кількісним зростанням боргових зобов'язань, ХХІ століття характеризується докорінною зміною архітектури глобального кредитування. Відбувся системний перехід від моноцентричної моделі, де домінували традиційні офіційні кредитори «Західного блоку», до поліцентричної та фрагментованої системи. Ця трансформація змінила не лише джерела надходження капіталу, але й правила гри на ринку суверенного боргу, ускладнивши процеси моніторингу та врегулювання кризових ситуацій.

Протягом другої половини ХХ століття основним джерелом зовнішнього фінансування для країн, що розвиваються, виступали офіційні двосторонні кредитори (переважно країни-члени ОЕСР, об'єднані у Паризький клуб) та багатосторонні фінансові інституції (МВФ, Світовий банк, регіональні банки розвитку). Ця система забезпечувала відносну скоординованість дій та уніфікацію умов кредитування. Однак у ХХІ столітті частка традиційних офіційних кредиторів у загальному портфелі зовнішнього боргу суттєво скоротилася. За даними Світового банку, роль Паризького клубу як кредитора останньої надії значно зменшилася, оскільки країни-позичальники отримали доступ до альтернативних джерел ліквідності, які часто не висувають жорстких вимог щодо економічних реформ (*conditionality*) [16].

Найбільш виразною тенденцією стало заміщення офіційного фінансування приватним капіталом. Приватні кредитори-власники облігацій, комерційні банки, інвестиційні та хедж-фонди-перетворилися на домінуючу силу на ринку боргу країн, що розвиваються. Цей процес був стимульований пошуком вищої дохідності (*search for yield*) з боку інвесторів із розвинених країн в умовах низьких відсоткових ставок. Як наслідок, комерційні умови кредитування (коротші терміни, вищі ставки, залежність від ринкових настроїв) почали превалювати над пільговими умовами офіційної допомоги розвитку. Це зробило боргові портфелі країн надзвичайно чутливими до волатильності світових фінансових ринків та змін у монетарній політиці ФРС США [15].

Третім вектором трансформації став вихід на авансцену нових офіційних двосторонніх кредиторів (Non-Paris Club creditors), серед яких ключову роль відіграє Китай, а також Індія та країни Перської затоки. Китайські державні банки розвитку та експортно-імпортні банки стали найбільшими кредиторами для багатьох країн Африки, Азії та Латинської Америки, фінансуючи масштабні інфраструктурні проєкти в рамках ініціативи «Один пояс, один шлях» [19]. Специфіка цього фінансування полягає в тому, що воно часто надається поза межами усталених міжнародних стандартів прозорості ОЕСР. Умови таких угод нерідко містять положення про конфіденційність, забезпечення кредитів стратегічними активами або експортною виручкою від сировини (resource-backed loans).

Поява нових потужних гравців призвела до фрагментації глобальної системи фінансової безпеки. Сьогоднішній ландшафт кредиторів є вкрай строкатим, що створює значні перешкоди для координації дій у випадку боргових криз. Якщо раніше реструктуризація боргу відбувалася в рамках єдиного переговорного майданчика (Паризького клубу), то нині досягнення консенсусу вимагає узгодження інтересів між геополітичними конкурентами (наприклад, США та Китаєм) та тисячами розпорошених приватних власників облігацій [24]. Відсутність єдиного інформаційного простору призвела до виникнення проблеми «прихованого боргу», коли реальний обсяг зобов'язань країни-позичальника невідомий іншим кредиторам. Це порушує принцип паритетності та ускладнює проведення адекватного аналізу боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis), підвищуючи системні ризики для всієї світової економіки [24].

Зміна інституційної структури кредиторів нерозривно пов'язана з фундаментальною трансформацією інструментарію зовнішніх запозичень. XXI століття в історії міжнародних фінансів можна охарактеризувати терміном «бондизація» (bondization)-процес системного заміщення традиційних банківських кредитів та офіційних позик випуском суверенних цінних паперів (облігацій) на міжнародних ринках капіталу. Ця тенденція змінила саму механіку боргових

відносин, перетворивши суверенний борг з двостороннього договірною зобов'язання на ринковий актив, що вільно обертається на вторинному ринку.

До початку 2000-х років основним інструментом залучення комерційного капіталу для країн, що розвиваються, були синдиковані банківські кредити. Однак після глобальної фінансової кризи банківський сектор, обтяжений новими регуляторними вимогами (Базель III), скоротив апетити до ризику. Натомість, уряди країн, що розвиваються, отримали доступ до ринку єврооблігацій. За даними Світового банку, частка облігацій у загальному обсязі зовнішнього боргу країн із середнім рівнем доходу зросла з 30% у 2010 році до понад 50% у 2023 році [15]. Цей перехід мав подвійний ефект. З одного боку, він забезпечив позичальникам швидкий доступ до значних обсягів нецільового фінансування без жорстких умов щодо економічної політики, які зазвичай висувають МВФ чи Світовий банк. З іншого боку, це зробило національні економіки надзвичайно вразливими до зміни настроїв глобальних інвесторів. Ціноутворення на облігації визначається не лише платоспроможністю емітента, але й глобальними факторами ліквідності, що призводить до ситуацій, коли капітал миттєво залишає країну при найменших ознаках нестабільності на світових ринках [16].

Сек'юритизація боргу (перетворення його на цінні папери) створила серйозні виклики для управління кризовими ситуаціями. Якщо у випадку банківського кредиту уряд веде переговори з обмеженою групою банків-кредиторів, то у випадку дефолту за єврооблігаціями доводиться домовлятися з тисячами анонімних власників паперів, які мають різні стратегії та інтереси. Це породжує так звану «проблему колективних дій» (collective action problem): окремі кредитори можуть блокувати процес реструктуризації, сподіваючись отримати повну виплату боргу, навіть якщо більшість погодилася на списання. Хоча запровадження положень про колективні дії (Collective Action Clauses-CACs) у нових випусках облігацій частково пом'якшило цю проблему, дозволяючи кваліфікованій більшості приймати рішення, обов'язкові для всіх, значна частина старого боргу не містить таких механізмів. Це створює сприятливе середовище для діяльності

спекулятивних фондів («фондів-стерв'ятників»), які скуповують проблемні борги з дисконтом і через судові позови блокують вихід країн із дефолту [24].

Характерною рисою останніх років стала поява та стрімкий розвиток ринку тематичних боргових інструментів, пов'язаних із цілями сталого розвитку (ESG-Environmental, Social, and Governance). Ринок «зелених» (green bonds), соціальних та сталих облігацій демонструє випереджаючу динаміку. Для країн, що розвиваються, це відкриває нові можливості диверсифікації бази інвесторів, залучаючи фонди, що мають мандат на соціально відповідальне інвестування. Особливу увагу привертають інноваційні інструменти, такі як облігації, прив'язані до показників стійкості (sustainability-linked bonds), де вартість обслуговування боргу залежить від досягнення країною-емітентом певних екологічних цілей (наприклад, зниження викидів вуглецю). Також набувають поширення боргові свопи «борг в обмін на природу» (debt-for-nature swaps), які дозволяють конвертувати частину зовнішнього боргу у зобов'язання фінансувати природоохоронні заходи [20]. Попри перспективність, цей сегмент ринку залишається чутливим до ризиків «грінвошингу» (greenwashing) та потребує уніфікації стандартів звітності.

Перехід до ринкових інструментів також вплинув на строкову структуру боргу. Комерційні облігації, як правило, мають коротші терміни погашення порівняно з пільговими кредитами від офіційних інституцій (які можуть надаватися на 30–40 років). Це призводить до частішої необхідності виходити на ринок для рефінансування старих боргів (rollover). В умовах стабільних ринків це забезпечує ліквідність, проте у періоди глобальних шоків необхідність рефінансування великих обсягів облігацій перетворюється на системну загрозу, оскільки закриття доступу до ринків капіталу миттєво провокує кризу ліквідності [17].

Таким чином, трансформація фінансових інструментів у XXI столітті створила систему, яка є більш гнучкою у сприятливі економічні періоди, але значно більш крихкою та складною для управління в умовах турбулентності. Саме ця вразливість стала критичною, коли світ увійшов у фазу жорсткої монетарної

політики та зростання вартості капіталу.

Структурна вразливість світової фінансової системи, сформована в період «дешевих грошей», проявилася повною мірою зі зміною глобального монетарного циклу у 2022–2023 роках. Завершення епохи ультранизьких відсоткових ставок та перехід провідних центральних банків (насамперед Федеральної резервної системи США та Європейського центрального банку) до політики жорсткого монетарного стримування інфляції стали каталізатором системного «цінового шоку» для світового ринку боргу. Оскільки дохідність казначейських зобов'язань США (US Treasuries) виконує функцію безризикового орієнтира (benchmark) для глобальної фінансової системи, її стрімке зростання автоматично призвело до переоцінки вартості капіталу для всіх категорій позичальників.

Для країн, що розвиваються, цей процес мав подвійний негативний ефект, відомий в економічній літературі як «ефект переливу» (spillover effect). По-перше, зросла базова ставка запозичень. По-друге, відбулося розширення спредів-різниці між дохідністю облігацій країн, що розвиваються, та казначейських зобов'язань США. Інвестори, побоюючись рецесії та дефолтів, почали вимагати значно вищу премію за ризик. У результаті, для багатьох економік з ринками, що формуються, вартість виходу на зовнішні ринки капіталу перевищила двозначні показники (10% і вище), що фактично означає втрату ринкового доступу до рефінансування [23]. Зростання довгострокових ставок у США та ЄС спричинило різке розширення суверенних спредів для країн з ринками, що формуються.

На рисунку 2.3 подано динаміку вартості запозичень, яка підтверджує різке погіршення умов доступу до міжнародного капіталу у 2022-2023 рр.

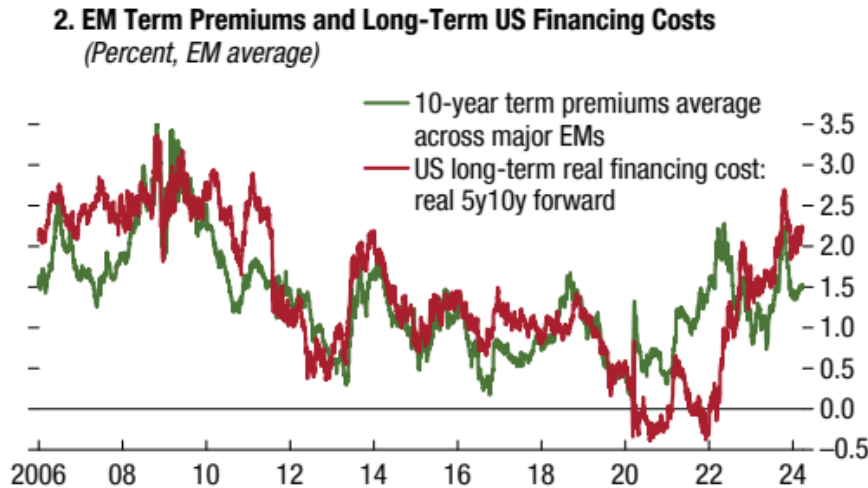


Рис. 2.3. Дохідності суверенних облігацій та премії за ризик країн, що розвиваються, 2015-2024 рр.

Джерело: [23]

Наслідком монетарної рестрикції стало безпрецедентне зростання видатків на обслуговування накопичених зобов'язань. У 2023 році країни, що розвиваються, витратили на обслуговування свого зовнішнього боргу рекордну суму-1,4 трлн доларів США. Відсоткові ставки за новими запозиченнями сягнули найвищого рівня за останні 15 років, що зробило залучення нових ресурсів для погашення старих боргів (rollover) економічно нераціональним [18]. Ситуація ускладнюється тим, що зростання відсоткових видатків відбувається на тлі уповільнення темпів глобального економічного зростання, створюючи ефект «ножиць»: доходи державних бюджетів стагнують, тоді як фіксовані зобов'язання перед кредиторами стрімко зростають. Це змушує уряди вдаватися до жорсткої фіскальної консолідації, перерозподіляючи дефіцитні ресурси з пріоритетних статей видатків (інфраструктура, освіта, охорона здоров'я) на виплати іноземним кредиторам [22].

Кумулятивним результатом цих процесів стала поява економічного парадоксу, відомого як негативний чистий трансферт ресурсів (negative net resource transfer). У сучасній глобальній економіці склалася аномальна ситуація, коли фінансові потоки розвернулися у зворотному напрямку: сума коштів, яку країни, що розвиваються, виплачують своїм зовнішнім кредиторам у вигляді погашення тіла кредиту та відсотків, суттєво перевищує обсяг нових надходжень, які вони

отримують у вигляді позик та грантів.

На рисунку 2.3 показано чистий трансферт фінансових ресурсів з країн, що розвиваються. Починаючи з 2015 року, обсяг чистого відтоку капіталу стабільно перевищує приплив нового фінансування, що підтверджує висновки ЮНКТАД про структурну дисфункцію сучасної міжнародної фінансової системи.

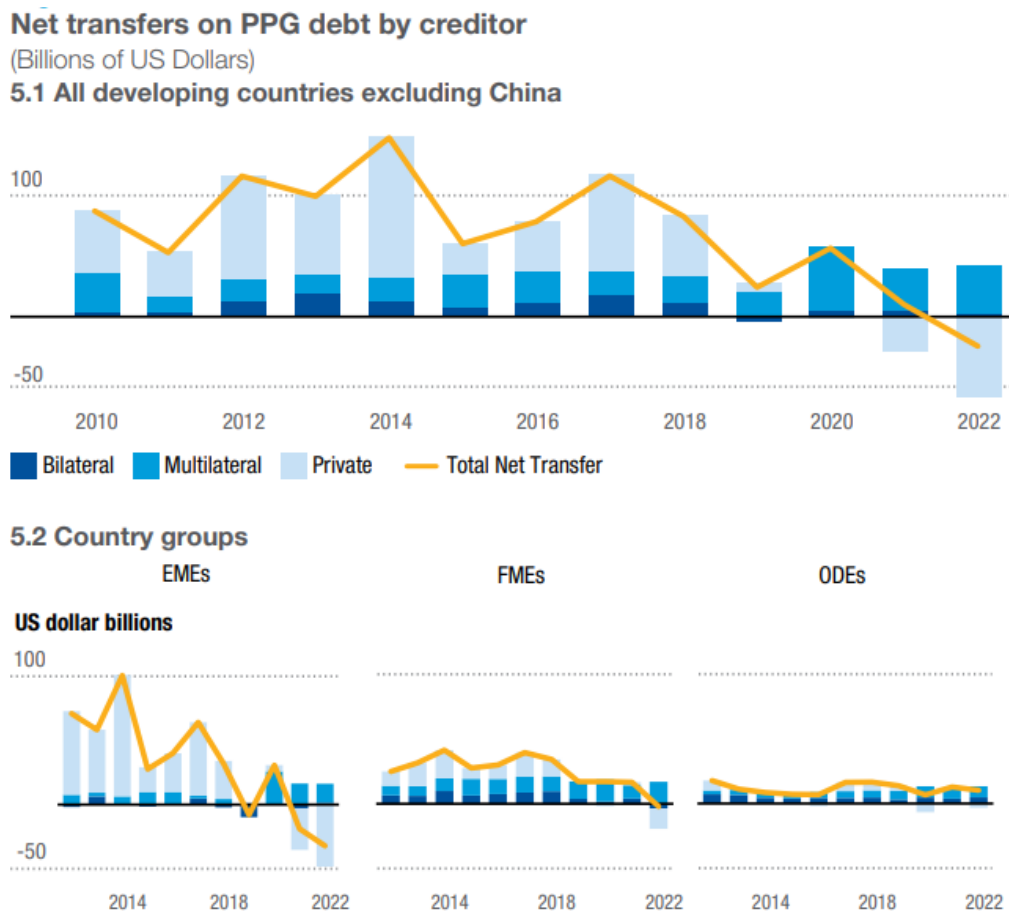


Рис. 2.4 Чистий трансферт ресурсів з країн, що розвиваються, 2010-2023 рр.

Джерело: [17]

За оцінками ЮНКТАД, цей чистий відтік капіталу з країн, що розвиваються, набув системного характеру і оцінюється у десятки мільярдів доларів щорічно [19]. Цей феномен свідчить про глибоку дисфункцію поточної міжнародної фінансової архітектури. Замість того, щоб глобальний капітал перетікав з капіталонадлишкових розвинених економік до капіталодефіцитних країн, що розвиваються, сприяючи їхньому зростанню, відбувається вимивання фінансових

ресурсів з глобального Півдня на користь кредиторів з розвинених країн [19]. Фактично, країни-боржники стають нетто-експортерами капіталу, що блокує можливості для їхнього інвестиційного розвитку, консервує технологічне відставання та унеможлиблює здійснення необхідних кліматичних інвестицій. В умовах відсутності доступу до дешевого фінансування боргова криза переростає у затяжну кризу розвитку.

Аналіз глобальних тенденцій формування зовнішнього боргу був би неповним без урахування валютної структури зобов'язань, яка залишається ключовим каналом трансляції зовнішніх шоків на національні економіки. Незважаючи на спроби багатьох країн розвивати внутрішні ринки капіталу, у XXI столітті зберігається феномен, який економісти називають «первородним гріхом» (original sin)-нездатність країн, що розвиваються, залучати зовнішнє фінансування у власній національній валюті.

Згідно з даними Світового банку, станом на 2023 рік близько 80% зовнішнього боргу країн, що розвиваються, номіновано у твердих валютах, переважно у доларах США та євро. Така висока доларизація зобов'язань створює значні валютні ризики. У періоди глобальної фінансової нестабільності або геополітичної напруги міжнародні інвестори традиційно переміщують капітал у «безпечні гавані» (доларові активи), що призводить до зміцнення американської валюти. Для країн-боржників це означає автоматичне та миттєве зростання боргового навантаження у перерахунку на національну валюту, навіть без залучення нових позик [22].

Цей механізм діє як потужний мультиплікатор кризи. Девальвація національної валюти, спричинена відтоком капіталу, робить обслуговування валютного боргу дорожчим, що тисне на державний бюджет, виснажує золотовалютні резерви та змушує центральні банки підвищувати внутрішні ставки, пригнічуючи економічне зростання. У поєднанні зі зростанням світових відсоткових ставок це створює ефект «подвійного удару» (double hit), який здатний швидко дестабілізувати навіть ті економіки, що проводили виважену фіскальну

політику [13].

Ще однією системною загрозою сучасної фінансової архітектури є зниження прозорості боргових відносин та накопичення так званого «прихованого боргу» (hidden debt). Фрагментація ландшафту кредиторів та поява нових інструментів фінансування призвели до того, що значна частина зобов'язань не відображається у стандартній статистиці або звітності міжнародних фінансових організацій.

Це стосується, зокрема, трьох категорій зобов'язань:

1. Позики державних підприємств (SOEs): Кредити, отримані державними компаніями без прямої суверенної гарантії, які часто містять положення про крос-дефолт з суверенним боргом.

2. Валютні своп-лінії: Угоди між центральними банками, які фактично є формою короткострокового кредитування, але часто класифікуються як управління резервами.

3. Кредити з положеннями про конфіденційність: Угоди з нетрадиційними офіційними кредиторами та приватними фондами, які містять жорсткі пункти про нерозголошення умов (non-disclosure agreements) [24].

Недостатня прозорість створює ефект інформаційної асиметрії, коли реальний масштаб боргового навантаження країни залишається недооціненим рейтинговими агентствами та іншими кредиторами до моменту настання кризи. Це унеможливорює проведення точного аналізу боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis) та призводить до неправильної оцінки ризиків. Коли «прихований борг» раптово стає явним (наприклад, під час реструктуризації), це викликає шок довіри на ринках та значно ускладнює процес переговорів, оскільки кредитори не можуть дійти згоди щодо розподілу фінансового тягаря [19].

Таким чином, глобальні тенденції формування зовнішнього боргу у XXI столітті свідчать про перехід світової фінансової системи у стан підвищеної вразливості. Поєднання рекордних обсягів боргу, високої вартості капіталу, домінування валютних ризиків та інституційної непрозорості формує «ідеальний шторм», наслідки якого найбільш гостро відчувають на собі країни, що

розвиваються.

2.2 Боргова залежність країн, що розвиваються: чинники, ризики, наслідки

Боргова залежність країн, що розвиваються (Emerging Markets and Developing Economies-EMDEs), є складним багатовимірним явищем, яке не можна зводити виключно до надмірного споживання або фіскальної безвідповідальності урядів. Сучасна боргова криза у цій групі країн є результатом накладання хронічних внутрішніх структурних дисбалансів на несприятливу зовнішньоекономічну кон'юнктуру. Аналіз динаміки накопичення боргу дозволяє виокремити комплекс ендогенних та екзогенних чинників, що формують стійку залежність від зовнішнього фінансування.

Фундаментальний розрив фінансування. Базовою економічною передумовою зростання зовнішнього боргу є класичний розрив між потребами в інвестиціях та обсягом внутрішніх заощаджень. Країни, що розвиваються, стикаються з необхідністю масштабних капіталовкладень в інфраструктуру, енергетику та людський капітал для забезпечення економічного зростання та досягнення Цілей сталого розвитку (ЦСР). За оцінками ООН, дефіцит фінансування ЦСР лише для країн, що розвиваються, зріс з 2,5 трлн дол. США до пандемії до 4 трлн дол. США у 2023 році [20]. В умовах низького рівня внутрішніх доходів (через значний тіньовий сектор та слабе податкове адміністрування) та нерозвиненості внутрішніх ринків капіталу, уряди змушені покривати цей дефіцит за рахунок зовнішніх запозичень. Це створює ситуацію, коли борг стає безальтернативним джерелом розвитку, але при цьому генерує ризики макроекономічної дестабілізації [11].

Залежність від сировинних циклів (Commodity Dependence). Критичним структурним чинником вразливості є висока залежність багатьох країн-боржників від експорту сировини. Близько 60% країн з низьким рівнем доходу класифікуються як сировинно-залежні. Їхня платоспроможність прямо корелює з

волатильністю світових цін на енергоносії, метали та агропромислову продукцію. У періоди високих цін («сировинні суперцикли») ці країни нараховують видатки та запозичення, розраховуючи на майбутні доходи. Однак при падінні цін (як це відбувалося у 2014–2015 рр. або під час пандемії 2020 р.) експортна виручка різко скорочується, тоді як боргові зобов'язання залишаються фіксованими. Це змушує уряди залучати нові кредити лише для того, щоб компенсувати випадання доходів бюджету, що призводить до спіралеподібного зростання боргового навантаження [17]. Порівняємо середні значення та діапазон показників для групи сировинних експортерів (Нігерія, Ангола, Казахстан, Чилі) та групи експортерів промислової продукції (Польща, Чехія, Угорщина, Південна Корея)

Таблиця 2.1

Динаміка співвідношення зовнішнього боргу до експорту
в економіках різного типу

Рік	Сировинні експортери (середнє)	Промислові експортери (середнє)
2000	145 %	62 %
2005	132 %	55 %
2010	158 %	48 %
2015	210 %	52 %
2020	240 %	60 %
2023	265 %	58 %

Побудовано автором на основі джерела [15]

Специфічним фактором ризику для EMDEs залишається неможливість залучати довгострокові запозичення на зовнішніх ринках у власній національній валюті-явище, відоме в економічній теорії як «первородний гріх» (original sin). Як наслідок, у структурі зовнішнього боргу домінують зобов'язання в іноземних валютах (долар США, євро, юань). Це створює валютну невідповідність на балансах держави: доходи бюджету формуються у національній валюті, тоді як обслуговування боргу вимагає іноземної валюти. Будь-яка девальвація національної грошової одиниці автоматично збільшує реальну вартість боргу,

навіть за відсутності нових запозичень [22].

Внутрішнім драйвером накопичення боргу часто виступає низька ефективність управління державними фінансами. У багатьох країнах, що розвиваються, спостерігається проциклічна фіскальна політика: у періоди економічного зростання уряди не створюють фіскальних буферів, а навпаки-нарощують видатки та борги. Додатковим фактором є наявність збиткових державних підприємств (SOE), борги яких згодом трансформуються у суверенні зобов'язання. Відсутність прозорих механізмів відбору інвестиційних проектів призводить до того, що залучені кредитні кошти спрямовуються на проекти з низькою економічною віддачею («білі слони»), які не генерують грошових потоків, необхідних для майбутнього погашення боргу [15].

Таким чином, боргова залежність країн, що розвиваються, формується під впливом «ножиць»: з одного боку-гостра потреба у фінансуванні розвитку та слабка внутрішня ресурсна база, з іншого-жорстка залежність від зовнішніх шоків та валютних ризиків.

Ключовою характеристикою сучасної боргової ситуації в країнах, що розвиваються, є швидка трансформація ризиків ліквідності (нестача коштів для поточних виплат) у ризики платоспроможності (фундаментальна нездатність обслуговувати зобов'язання у довгостроковій перспективі). Цей перехід обумовлений погіршенням умов на глобальних фінансових ринках та зміною профілю боргових портфелів EMDEs. Згідно з методологією Рамкової програми стійкості боргу (Debt Sustainability Framework), яку використовують МВФ та Світовий банк, станом на 2024 рік понад половина країн з низьким рівнем доходу вже перебувають у стані боргового стресу (debt distress) або під високим ризиком його настання [14].

Ризик рефінансування та «стіна погашень». Одним із найбільш гострих викликів для боргової стійкості є ризик рефінансування (rollover risk). Перехід до активного випуску єврооблігацій у попереднє десятиліття призвів до скорочення середньої дюрації (строковості) боргового портфеля порівняно з офіційними

позиками. Це створило ситуацію, коли значні обсяги боргу підлягають одночасному погашенню у стислі терміни. У 2024–2025 роках багато країн, що розвиваються, стикаються з так званою «стіною погашень»-піковими виплатами за облігаціями, випущеними у період низьких ставок. В умовах, коли міжнародні ринки капіталу фактично закриті для емітентів з рейтингом нижче інвестиційного рівня, або ж ставки за новими запозиченнями є заборонно високими (*prohibitive rates*), країни втрачають можливість рефінансувати старі борги новими. Це змушує уряди використовувати золотовалютні резерви для погашення тіла кредиту, що швидко виснажує подушку безпеки та провокує кризу платоспроможності [16].

Відсотковий ризик та фіскальне витіснення. Зростання світових відсоткових ставок мало руйнівний вплив на фіскальну стійкість країн-боржників. Механізм трансляції цього ризику відбувається двома каналами: через підвищення вартості обслуговування боргу з плаваючою ставкою та через необхідність залучення нових позик під значно вищі відсотки. За даними Світового банку, коефіцієнт обслуговування боргу (відношення виплат за боргом до доходів бюджету або експорту) для країн EMDEs досяг найвищих значень за останні два десятиліття. У багатьох країнах цей показник перевищив порогові значення безпеки, коли виплати відсотків починають поглинати понад 15–20% доходів бюджету. Це створює ефект фіскального витіснення, коли обслуговування боргу стає пріоритетною статтею видатків, витісняючи державні інвестиції та соціальні програми[23].

Таблиця 2.2.

Групування країн за рівнем ризику боргового стресу (класифікація
МВФ/Світового банку)

Рівень ризiku боргового стресу	Країни (приклади відповідно до класифікації МВФ/Світового банку)	Характеристика групи
Низький ризик	Бутан, Руанда, Танзанія, В'єтнам, Камбоджа, Уганда	Стійкі макрофінансові показники, керований рівень зовнішнього боргу, відносно диверсифікований експорт, низька чутливість до зовнішніх шоків.
Середній ризик	Кенія, Гана (до переходу у high risk), Пакистан, Кот- д'Івуар, Гватемала, Киргизстан	Борг є керованим, але спостерігається висока залежність від зовнішнього фінансування, обмежені фіскальні буфери, ризики зростають у періоди падіння експорту чи зростання ставок.
Високий ризик	Ефіопія, Замбія (до дефолту), Мозамбік, Таджикистан, Лаос, Нігерія	Висока боргова вразливість, низька стійкість до шоків, значні боргові виплати, високі ризики рефінансування, слабка експортна база.
Дефолт / Debt distress	Шрі-Ланка, Аргентина, Ліван, Замбія (після дефолту), Гана (з 2022 р.), Афганістан	Країни не можуть обслуговувати борг, мають обмежений доступ до ринків капіталу, проходять реструктуризацію чи знаходяться в стані неплатоспроможності.

Побудовано автором на основі джерела [14]

Традиційний показник «Борг/ВВП» у сучасних умовах часто не відображає реальної глибини проблем. Більш критичним індикатором стає відношення обслуговування боргу до експортної виручки. Через зниження попиту на сировинні товари та уповільнення світової торгівлі, експортні доходи багатьох країн, що розвиваються, стагнують. Водночас фіксовані зобов'язання у валюті зростають. Це призводить до того, що країна може мати помірний рівень боргу до ВВП (наприклад, 50–60%), але бути неплатоспроможною через нездатність генерувати достатній потік валюти для покриття короткострокових зобов'язань. Така ситуація, відома як «криза ліквідності, що переростає у кризу платоспроможності», стала причиною дефолтів у низці країн, зокрема у Шрі-Ланці та Гані [18].

Отже, ризики боргової стійкості країн, що розвиваються, набули системного

характеру. Поєднання коротких строків погашення, високої вартості обслуговування та обмеженого доступу до валютної ліквідності створює замкнене коло, вихід з якого часто можливий лише через болісну реструктуризацію боргу.

Найбільш руйнівним наслідком боргової залежності є не сам факт дефолту, а довгострокова стагнація економіки та деградація соціальної сфери, що передують йому або супроводжують процес обслуговування надмірного боргу. В економічній літературі цей феномен описується через ефекти «боргового навісу» (debt overhang) та «витіснення» (crowding out). Коли значна частина національного доходу спрямовується на виплати зовнішнім кредиторам, держава втрачає здатність фінансувати критично важливі суспільні блага, що запускає механізм самовідтворення бідності та нерівності [11].

У 2023–2024 роках у країнах, що розвиваються, склалася безпрецедентна ситуація, коли обслуговування боргу стало найбільшою статтею бюджетних витрат, витіснивши інвестиції у людський капітал. Згідно з даними звіту ООН «Світ боргу», станом на 2024 рік, 3,3 мільярда людей-майже половина людства-проживають у країнах, де уряди витрачають на виплату відсотків за боргом більше, ніж на освіту чи охорону здоров'я [17]. Це призводить до скорочення фінансування шкіл, лікарень та програм соціального захисту саме в той момент, коли населення потребує їх найбільше через інфляційний тиск. Економія на цих статтях має довгостроковий негативний мультиплікатор: зниження якості освіти та медицини сьогодні означає падіння продуктивності праці та економічного потенціалу країни через 10–15 років. Фактично, обслуговування боргу відбувається ціною майбутніх поколінь[21].

Таблиця 2.3

Порівняння видатків на обслуговування зовнішнього боргу та соціальних видатків у розрізі регіонів (середні показники, % від доходів бюджету)

Регіон	Видатки на обслуговування зовнішнього боргу (% доходів бюджету)	Видатки на охорону здоров'я (% доходів бюджету)	Видатки на освіту (% доходів бюджету)	Ключова диспропорція
Африка (країни на південь від Сахари)	23–27 %	7–9 %	10–12 %	На борг витрачається вдвічі більше, ніж на охорону здоров'я, і більше, ніж на освіту.
Південна Азія	18–22 %	6–7 %	9–11 %	Обслуговування боргу часто перевищує сумарні витрати на освіту й медицину.
Південно-Східна Азія	15–17 %	8–9 %	10–12 %	Борговий тиск співставний із видатками на освіту, але вищий ніж витрати на медицину.
Латинська Америка	20–25 %	7–8 %	13–15 %	Регіон має відносно високі витрати на освіту, але погашення боргу стабільно вище за медицину.

Побудовано автором на основі джерел [15] та [17]

Високий рівень зовнішнього боргу діє як імпліцитний податок на інвестиції. Приватні інвестори (як внутрішні, так і іноземні) розуміють, що для обслуговування накопичених зобов'язань уряд буде змушений у майбутньому підвищувати податки або вдаватися до інфляційного фінансування. Це формує негативні очікування та призводить до заморожування інвестиційних проєктів. Країни, що розвиваються, ризикують повторити сценарій «втраченого десятиліття» (lost decade), який пережила Латинська Америка у 1980-х роках. Тоді боргова криза призвела до падіння доходів на душу населення, яке не вдалося відновити протягом багатьох років. Сучасні дані свідчать про схожу динаміку: у більш ніж 40% країн з низьким рівнем доходу темпи відновлення після пандемії є настільки повільними, що їхній реальний дохід на душу населення у 2024 році залишається нижчим за

рівень 2019 року [20].

Боргова залежність посилює соціальну стратифікацію. Щоб знайти ресурси для виплат кредиторам, уряди часто вдаються до політики жорсткої економії (austerity), скорочуючи субсидії на паливо, продукти харчування та комунальні послуги. Оскільки ці субсидії є критично важливими для найбідніших верств населення, їх скасування призводить до різкого зростання рівня бідності. Водночас, тягар обслуговування боргу лягає на все суспільство через непрямі податки (ПДВ), що є регресивними за своєю суттю. Це поглиблює прірву між багатими та бідними, створюючи підґрунтя для соціальної нестабільності та політичних потрясінь [17].

Таким чином, соціально-економічні наслідки боргової залежності виходять далеко за межі фінансових звітів. Вони матеріалізуються у вигляді втраченого людського потенціалу, зростання соціальної напруги та неможливості реалізувати національні стратегії розвитку.

У XXI столітті традиційний аналіз боргової стійкості доповнився новим критичним виміром-екологічною вразливістю. Для багатьох країн, що розвиваються, кліматичні зміни перестали бути абстрактною загрозою і перетворилися на безпосередній драйвер накопичення боргу, формуючи замкнене коло, відоме як «кліматично-боргова пастка». Суть цього механізму полягає в тому, що країни з високим ризиком стихійних лих змушені позичати кошти на ліквідацію наслідків катастроф та відновлення інфраструктури, що збільшує їхній борговий тягар. Вищий рівень боргу, у свою чергу, зменшує фіскальний простір для інвестицій у кліматичну адаптацію (будівництво дамб, стійкої енергетики), що робить країну ще більш вразливою до наступного шоку.

Глобальні фінансові ринки вже почали закладати кліматичні ризики у вартість суверенних запозичень. Згідно з дослідженням групи вразливих країн V20 (Vulnerable Twenty Group), економіки, схильні до кліматичних змін, сплачують значно вищу відсоткову ставку за своїм зовнішнім боргом порівняно з країнами зі схожими макроекономічними показниками, але меншими екологічними ризиками. За оцінками, лише за останнє десятиліття країни V20 сплатили понад 62 млрд

доларів США додаткових відсоткових платежів виключно через «кліматичну націнку» з боку кредиторів. Прогнозується, що у найближчому десятилітті ця сума зросте до 168 млрд доларів, якщо не буде змінено механізми глобального фінансування [27]. Це створює парадоксальну ситуацію: країни, які найменше спричинили кліматичну кризу, змушені платити найвищу ціну за доступ до капіталу, необхідного для виживання в нових умовах. Висока вартість запозичень фактично блокує для них можливість фінансування «зеленого переходу» на ринкових умовах.

Таблиця 2.4

Кореляція між індексом кліматичної вразливості (ND-GAIN) та фінансовими ризиками державних запозичень.

Країна / Група країн	Індекс ND-GAIN (1–100, де 100 = найменша вразливість)	Кредитний рейтинг (S&P / Moody's)	Середній спред суверенних облігацій (б.п.)	Інтерпретація впливу кліматичної вразливості на ризик
Замбія	39	CCC / Ca	1 100–1 400	Висока кліматична вразливість → висока частота стагнацій → різке зростання кредитних ризиків.
Бангладеш	42	BB– / Ba3	350–450	Країна входить у топ-10 за вразливістю до повеней → премія за ризик удвічі вища, ніж у регіональних конкурентів.
Нігерія	44	B– / B3	700–900	Висока вразливість + залежність від сировинних доходів → широкі коливання спредів.
Пакистан	38	CCC+ / Caa3	900–1200	Хронічна вразливість посилює фінансові ризики, що відображено у суверенних спредах.
Індія	47	BBB– / Baa3	140–180	Помірна вразливість, але висока економічна стійкість амортизує ризики.
В'єтнам	49	BB+ / Ba2	200–260	Країна краще адаптується до кліматичних ризиків → нижча премія за ризик.
Бразилія	55	BB– / Ba2	250–350	Помірна кліматична стійкість → середні значення суверенних спредів.
Польща	68	A– / A2	60–80	Низька кліматична вразливість → найнижча премія за ризик серед країн порівняння.
Канада	74	AA– / Aa2	25–40	Висока економічна та кліматична стійкість → мінімальні спреди.
Данія	76	AAA / Aaa	10–20	Країни з найнижчою вразливістю мають практично нульові надбавки за ризик.

Побудовано автором на основі джерел [14] та [15]

Існуюча міжнародна фінансова архітектура виявилася нездатною надати адекватну відповідь на цей виклик. Механізми екстреного фінансування МВФ та банків розвитку часто діють із запізненням і надають кошти у вигляді нових позик, а не грантів, що лише поглиблює боргову проблему. Наприклад, після руйнівних повеней у Пакистані у 2022 році країна була змушена збільшити зовнішні запозичення, що наблизило її до межі дефолту. Спроби запровадити інноваційні інструменти, такі як «боргові паузи» (debt standstill) на випадок стихійних лих, поки що мають обмежений характер. Лише невелика кількість нових кредитних угод містить положення про автоматичне відстрочення виплат у разі оголошення надзвичайного стану (Climate Resilient Debt Clauses), тоді як основний масив старого боргу залишається жорстким та негнучким [27].

Таким чином, кліматичний чинник перетворився на системний драйвер неплатоспроможності. Без кардинального перегляду підходів до фінансування (зокрема, масштабного списання боргів в обмін на кліматичні дії або переходу до грантового фінансування адаптації) країни, що розвиваються, приречені на перманентну боргову кризу.

Фінальним і, можливо, найбільш критичним виміром боргової залежності є її трансформація з економічної проблеми у загрозу національній безпеці та політичній стабільності. Високий рівень зовнішньої заборгованості неминуче призводить до ерозії економічного суверенітету держави. Уряди країн, що перебувають у стані боргового стресу, фактично втрачають здатність самостійно формувати фіскальну та монетарну політику, оскільки їхні рішення стають залежними від вимог кредиторів. У випадку звернення за допомогою до МВФ, країна зобов'язується виконувати жорсткі умови меморандумів (conditionalities), які часто передбачають непопулярні заходи економії. У випадку залежності від двосторонніх кредиторів, зокрема Китаю, виникають ризики геополітичного тиску, коли боргові зобов'язання можуть використовуватися як важіль впливу на зовнішньополітичний курс країни або для отримання доступу до стратегічних активів та інфраструктури [24].

Ця втрата суб'єктності має прямі наслідки для внутрішньої політичної стабільності. Історичний досвід та сучасні події (наприклад, у Кенії, Шрі-Ланці, Аргентині) свідчать про наявність сильної кореляції між борговими кризами та соціальними вибухами. Політика жорсткої економії, спрямована на акумуляцію коштів для виплат зовнішнім кредиторам за рахунок скорочення субсидій та соціальних виплат, часто провокує масові протести, політичну радикалізацію та зміну урядів. Згідно з доповіддю ООН, соціальна нестабільність, викликана борговим тягарем, є одним із ключових факторів, що підживлюють міграційні потоки з країн глобального Півдня, перетворюючи боргову кризу на транскордонну проблему безпеки [17].

Ситуація ускладнюється геополітичною фрагментацією світу. Боргова політика дедалі частіше стає інструментом міждержавної конкуренції, що призводить до блокування механізмів багатосторонньої допомоги. Країни-боржники опиняються в центрі протистояння між різними блоками кредиторів, що ускладнює пошук компромісних рішень щодо реструктуризації та продовжує період економічної невизначеності [19]. Таким чином, боргова залежність країн, що розвиваються, у XXI столітті є системною пасткою, яка блокує економічний розвиток, поглиблює соціальну нерівність та підриває політичний суверенітет. Вихід із цієї пастки неможливий лише за рахунок внутрішніх реформ-він потребує кардинальних змін у правилах функціонування глобальної фінансової системи.

2.3 Аналіз зовнішнього боргу України в системі міжнародних фінансових відносин

Аналіз зовнішнього боргу України на сучасному етапі вимагає врахування безпрецедентних екзогенних шоків, які докорінно змінили архітектуру державних фінансів. До початку повномасштабного вторгнення у 2022 році Україна демонструвала виважену боргову політику, спрямовану на фіскальну консолідацію. За результатами 2021 року відношення державного боргу до ВВП скоротилося до 48,9%, що відповідало Маастрихтським критеріям та свідчило про

відносну макроекономічну стійкість. Стратегія управління боргом того періоду передбачала поступове заміщення валютних зовнішніх запозичень внутрішніми гривневими облігаціями (ОВДП) для зниження валютних ризиків.

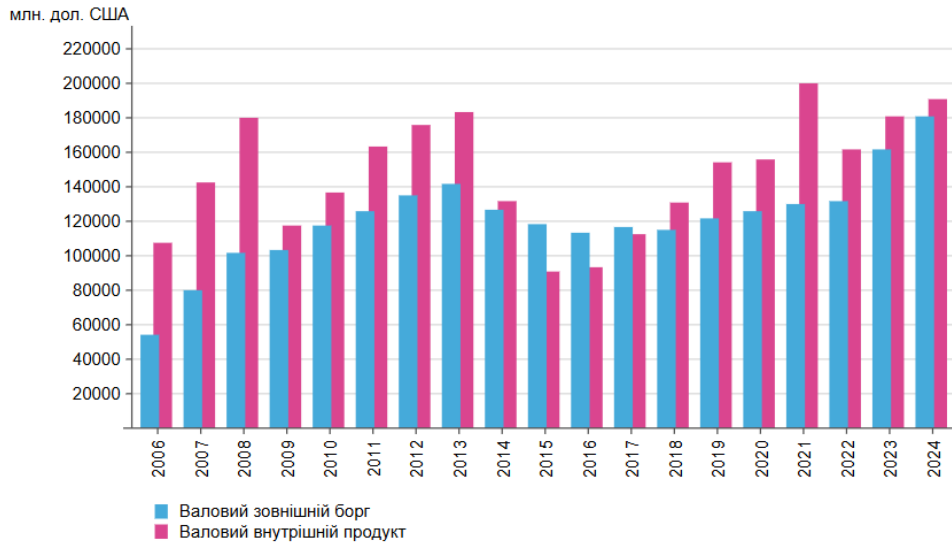


Рис. 2.4 Відношення державного боргу до ВВП України

Джерело [37]

Однак початок активних бойових дій у лютому 2022 року став точкою біфуркації для національної боргової моделі. Руйнування виробничих потужностей, окупація територій, блокада морської логістики та масова міграція призвели до падіння ВВП на 29,1% у 2022 році. Це супроводжувалося катастрофічним падінням податкових надходжень на тлі необхідності фінансувати гігантські видатки на оборону та безпеку, які зросли майже у 9 разів. Утворився безпрецедентний дефіцит державного бюджету (близько 16–20% ВВП без урахування грантів), який неможливо було покрити внутрішніми ресурсами [30].

Внаслідок цього відбулася фундаментальна зміна джерел покриття дефіциту. Україна втратила доступ до комерційних зовнішніх ринків капіталу (ринку єврооблігацій), які раніше слугували важливим джерелом ліквідності. Рейтингові агентства знизили суверенний рейтинг до переддефолтного рівня, що зробило ринкові запозичення неможливими. Натомість ключову роль почало відігравати офіційне пільгове фінансування (Official Sector financing). Зовнішній борг трансформувався з інструменту розвитку та балансування платіжного балансу на

безальтернативне джерело фінансового виживання держави. За даними Міністерства фінансів України, якщо у 2021 році частка зовнішніх запозичень у структурі фінансування дефіциту становила близько 30–40%, то у 2023–2024 роках вона перевищила 70% [28].

Кількісний аналіз показує стрімке номінальне зростання державного та гарантованого державою зовнішнього боргу. Станом на початок 2024 року він перетнув історичну позначку у 100 млрд доларів США (в еквіваленті). Однак, на відміну від попередніх криз (2008 або 2014 років), нинішнє зростання має іншу якісну природу.

1. Зміна суб'єктної структури кредиторів. Відбулося кардинальне заміщення приватного капіталу офіційним. Частка комерційних кредиторів (власників єврооблігацій) у загальному портфелі стрімко скорочується, оскільки нові випуски не здійснюються, а старі борги реструктуризуються. Натомість частка заборгованості перед міжнародними фінансовими організаціями (МФО) та урядами іноземних держав зросла до домінуючих значень.

- Європейський Союз: Став найбільшим кредитором України. Фінансування надається через механізми макрофінансової допомоги (MFA, MFA+), а з 2024 року-через інструмент Ukraine Facility. Особливістю цих кредитів є їхня виняткова довгостроковість (термін погашення до 35 років) та пільговість (відсотки покриваються країнами-членами ЄС).

- Міжнародний валютний фонд (МВФ): Програма розширеного фінансування (EFF), затверджена у 2023 році, стала «якірним» механізмом. Хоча за обсягами фінансування МВФ поступається ЄС, його роль є критичною для відкриття доступу до коштів інших донорів.

- Світовий банк: Виступає адміністратором численних траст-фондів (наприклад, PEACE), через які акумулюються кошти від урядів США, Японії, Великобританії. Важливою особливістю є те, що значна частина коштів від США надходить у формі грантів, які не збільшують боргове навантаження, що є унікальним прецедентом у сучасній історії суверенного фінансування [28].

2. Валютна структура та курсовий фактор. Аналіз валютної структури свідчить про посилення валютних ризиків. Станом на 2024 рік, частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальному обсязі державного боргу сягнула понад 70%. У розрізі валют домінує долар США та євро (через масштабну допомогу ЄС), а також спеціальні права запозичення (SDR) через кредити МВФ. Така структура робить державний борг надзвичайно чутливим до курсової політики Національного банку України. Кожен етап девальвації гривні (як фіксована корекція курсу у липні 2022 року, так і перехід до керованої гнучкості у жовтні 2023 року) призводить до миттєвого стрибкоподібного зростання гривневого еквівалента боргу. Це створює феномен «курсових різниць», коли борг зростає не через нові запозичення, а суто через переоцінку вартості існуючих зобов'язань. За оцінками НБУ, курсовий фактор став одним із основних драйверів приросту державного боргу у 2022–2023 роках [30].

Таблиця 2.5

Динаміка валютної структури державного та гарантованого боргу України

Період (станом на кінець року / звітну дату)	EUR, %	USD, %	UAH, %	СПЗ (SDR), %	Інші валюти (GBP, CAD, JPY тощо), %	Коментар
31.12.2021	25,9	37,1	28,1	12,0	4,9	Частка боргу, номінованого в євро, зросла з 14% до 25,9% завдяки масштабним програмам макрофінансової допомоги ЄС (EU MFA) [28].
31.12.2023	32,4*	26,2	27,2	11,3	2,9	На кінець 2023 р. структура боргу: 27,2% у гривні, 26,2% у доларах США, 11,3% у СПЗ та 2,9% в інших валютах; решта (≈32,4%) припадає на євро [28].
31.03.2024 (дані за I кв. 2024 р.)	33,2	26,3	25,9	10,8	3,8	У повідомленнях Мінфіну щодо здешевлення боргу з 2022 р. вказано валютну структуру: євро – 33,2%, долар США – 26,3%, гривня – 25,9%, СПЗ – 10,8%, інші валюти – 3,8% [28].
31.12.2024 (дані за підсумками 2024 р.)	33,0	27,0	25,0	11,0	4,0	За узагальненими даними Мінфіну щодо боргу з 2022 р. станом на кінець 2024 р. валютна структура: євро – 33%, дол. США – 27%, гривня – 25%, СПЗ – 11%, інші валюти – 4% [28].

Складено автором на основі [28]

3. Вартість обслуговування: парадокс середньозваженої ставки. Унікальною особливістю української боргової ситуації є зниження середньозваженої вартості обслуговування боргу на тлі глобального зростання відсоткових ставок. У той час як світ переживає «відсотковий шок» (про що йшлося у розділі 2.1), вартість українського портфеля знижується завдяки заміщенню дорогих ринкових боргів (з дохідністю 7–10%) на пільгові кредити від партнерів. Кредити від ЄС та Канади надаються на умовах, близьких до нульових для українського бюджету (відсотки субсидуються донорами). Кредити МВФ, хоч і прив'язані до плаваючої ставки кошика SDR, залишаються значно дешевшими за ринкові альтернативи. Це створює тимчасовий фіскальний простір, однак не скасовує проблеми майбутнього погашення тіла кредиту (*amortization profile*), яке у майбутньому ляже важким тягарем на бюджет [29].

Критичним елементом управління зовнішнім боргом в умовах війни стала робота з комерційними зобов'язаннями. У серпні 2022 року Україна успішно провела операцію з управління пасивами, домовившись із власниками єврооблігацій та ВВП-варантів про дворічну відстрочку виплат (*standstill*). Це дозволило заощадити близько 6 млрд доларів США ліквідності, критично необхідної для фінансування армії. У 2024 році процес перейшов у фазу повноцінної реструктуризації. Згідно з офіційними повідомленнями, нова угода передбачає не просто відстрочку, а списання частини номінальної вартості боргу (*haircut*) та обмін старих паперів на нові з довшим терміном погашення. Ця операція є унікальною у світовій практиці, оскільки проводиться країною в стані активної війни за повної підтримки офіційного сектора (групи країн G7), що підтверджує тези про політизацію боргових відносин, викладені у попередніх розділах [31].

Ключовим елементом аналізу є оцінка спроможності держави обслуговувати свої зобов'язання у середньостроковій перспективі. Згідно з базовим сценарієм оновленого Меморандуму з МВФ (четвертий перегляд програми EFF у червні 2024 року), відношення державного боргу до ВВП України на кінець 2024 року прогнозується на рівні понад 95%, що є історичним максимумом для країни [32].

За класичною методологією оцінки ризиків (Debt Sustainability Analysis-DSA), такий рівень для країни з ринком, що формується, та триваючим військовим конфліктом класифікується як «нестійкий» (unsustainable) без проведення глибокої реструктуризації.

Однак формальний показник «Борг/ВВП» у нинішніх умовах не відображає повної картини платоспроможності через феномен «ілюзії номіналу». Річ у тім, що значна частина приросту цього показника зумовлена не фізичним збільшенням обсягу комерційних запозичень, а падінням номінального ВВП та девальвацією гривні. Більш релевантним індикатором є валові потреби у фінансуванні (Gross Financing Needs-GFN), які показують, скільки коштів потрібно уряду щорічно для покриття дефіциту та погашення старих боргів. Для України цей показник залишається критично високим (понад 20% ВВП), що робить державу абсолютно залежною від ритмічності надходження зовнішньої допомоги. Будь-яка затримка траншів (як це спостерігалось на початку 2024 року з боку США) миттєво створює ризик кризи ліквідності [29].

На відміну від зовнішнього периметра, внутрішній ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) продемонстрував несподівану стійкість та ефективність. Уряд та Національний банк успішно перезапустили ринкові механізми запозичень, відмовившись від емісійного фінансування («друку грошей»), яке мало місце у 2022 році. За результатами 2023–2024 років, Міністерству фінансів вдалося досягти показника роловера (rollover rate) на рівні 155% у всіх валютах. Це означає, що уряд залучає на внутрішньому ринку значно більше коштів, ніж виплачує за погашенням старих облігацій [33]. Такий результат став можливим завдяки активній участі комерційних банків, які інвестують свою надлишкову ліквідність у військові облігації, а також зростанню попиту з боку населення. Внутрішній борг фактично виконує роль «подушки безпеки», абсорбуючи гривневу масу та знижуючи інфляційний тиск, при цьому не створюючи валютних ризиків для бюджету (оскільки лєвова частка ОВДП номінована у гривні).

Окремим, вкрай специфічним елементом боргового портфеля є державні деривативи (ВВП-варанти), випущені під час реструктуризації 2015 року. Цей інструмент не є класичним боргом (він не має фіксованого тіла кредиту), але передбачає виплати кредиторам у разі, якщо економіка України зростатиме темпами вище 3% на рік. В умовах повоєнного відновлення, коли очікується ефект низької бази порівняння та, відповідно, високі темпи статистичного зростання ВВП, виплати за варантами можуть сягнути астрономічних сум, вимиваючи ресурси, необхідні для реконструкції. У червні 2024 року Україна не здійснила плановий платіж за варантами, що призвело до зниження рейтингу цього інструменту до рівня дефолту («D») агентством S&P [34]. Це сталося через відсутність домовленості з кредиторами щодо реструктуризації цього складного інструменту. Невизначеність навколо варантів створює довгостроковий ризик, оскільки без їхнього врегулювання будь-яке економічне зростання автоматично збільшуватиме фінансовий тягар на державу.

Критично важливим фактором, який утримує боргову ситуацію під контролем, є безпрецедентний обсяг грантової підтримки. У 2023–2024 роках близько 30% усього зовнішнього фінансування (переважно від США) надходило у формі безповоротних грантів [28]. Це створює статистичну аномалію: попри величезний дефіцит бюджету, державний борг зростає повільніше, ніж міг би. Гранти фактично субсидують боргову стійкість України, дозволяючи покривати соціальні видатки без нарощування зобов'язань. Однак, це несе у собі стратегічний ризик, відомий як «фіскальна скеля» (fiscal cliff). У разі зміни політичної кон'юнктури в країнах-донорах та заміщення грантів на кредити, показники боргового навантаження можуть миттєво погіршитися до катастрофічного рівня. Тому ключовим завданням боргової дипломатії є не лише отримання коштів, але й максимізація саме грантової компоненти (non-debt creating flows).

Таким чином, поточний стан зовнішнього боргу України характеризується крихкою рівновагою. Вона утримується завдяки унікальній комбінації факторів: політичній волі донорів надавати пільгові кредити та гранти, ефективному

функціонуванню внутрішнього ринку та тимчасовому замороженню виплат комерційним кредиторам.

Висновки до розділу 2

Аналіз стану та сучасних тенденцій розвитку зовнішнього боргу, проведений у другому розділі, дозволив не лише ідентифікувати ключові глобальні та національні процеси, але й оцінити їхні системні наслідки для фіскальної стійкості. Дослідження глобальних тенденцій підтвердило, що світова фінансова система перейшла від ери «дешевих грошей» до епохи «полікризи», де боргові шоки носять синхронний характер. Структурна трансформація боргу визначається фрагментацією ландшафту кредиторів, що виражається у зростанні частки приватного капіталу та нових нетрадиційних офіційних кредиторів, та «бондизацією» боргу - переходом від синдікованих банківських кредитів до єврооблігацій. Ця зміна інструментарію створила системний ризик, оскільки зростання глобальних процентних ставок після 2022 року призвело до «процентного шоку», внаслідок якого країни, що розвиваються, сплатили рекордні суми на обслуговування боргу. Ця ситуація призвела до масового негативного чистого трансферту ресурсів, що ставить під сумнів економічну логіку розвитку.

Аналіз боргової залежності країн, що розвиваються, довів, що глобальні шоки посилюються внутрішніми структурними недоліками, такими як сировинна залежність та фіскальна нестійкість. Фінансовий тиск призвів до реалізації ефекту «боргового нависання», який пригнічує інвестиції. Соціальні наслідки проявляються через ефект «витіснення» (crowding out) державних видатків: обслуговування боргу поглинає кошти, критично необхідні для фінансування освіти та охорони здоров'я. Це створює загрозу «втраченого десятиліття» для інвестицій у людський капітал. Ідентифіковано також нову системну загрозу - «кліматично-боргову пастку», де висока вартість запозичень, спричинена екологічною вразливістю, стає структурною перешкодою для сталої відбудови.

Детальний аналіз зовнішнього боргу України виявив радикальну структурну трансформацію національного портфеля. Встановлено, що Україна перейшла до домінування Офіційного сектору кредиторів (ЄС, США, МВФ), що забезпечило тимчасову стабільність та пільгові ставки. Однак, ця «стабільність» є політичною та тимчасовою, оскільки зберігається критичний валютний ризик (понад 70% боргу в іноземній валюті), а показник «Борг/ВВП» зріс до критичного рівня (понад 95%), сигналізуючи про фундаментальний ризик платоспроможності у середньостроковій перспективі. Інституційна вразливість, підкреслена невирішеною проблемою ВВП-варантів, створює негативний прецедент для майбутніх відносин з приватним капіталом. Таким чином, виявлені тенденції та ризики вимагають не просто фінансового врегулювання, а фундаментальної інституційної реформи (створення ДМО, запровадження фіскальних правил) для переходу від моделі виживання до стратегії, орієнтованої на європейську фіскальну конвергенцію.

РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМ БОРГОМ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1 Проблеми та недоліки сучасної боргової політики України

Система управління державним боргом України в умовах повномасштабної війни зіткнулася з викликами, які виявили її глибинну інституційну неспроможність забезпечувати цілісну та скоординовану політику. Фундаментальною проблемою залишається організаційна розпорошеність функцій управління суверенними зобов'язаннями, яка історично склалася в українському державному апараті. На відміну від передової практики країн Європейського Союзу, де управління боргом консолідоване в межах спеціалізованого, часто автономного Агентства з управління державним боргом (Debt Management Office-DMO), в Україні ці повноваження де-факто розділені між Міністерством фінансів, Національним банком та Урядовим уповноваженим з питань управління державним боргом. Така архітектура створює інституційні розриви, коли процес залучення, обслуговування та моніторингу боргу відбувається в різних центрах прийняття рішень, що мають різні, а подекуди й конфліктуючі ключові показники ефективності (KPI). Відсутність єдиного центру відповідальності ускладнює проведення складних операцій з управління пасивами (liability management), знижує швидкість реакції на ринкові шоки та погіршує якість комунікації з пулом інвесторів, які часто отримують суперечливі сигнали від різних державних органів [30].

Найбільш гостро інституційна неузгодженість проявилася у конфлікті цілей фінансової та монетарної політики у 2022–2023 роках, що стало системним гальмом для функціонування внутрішнього боргового ринку. У той час як Національний банк, реалізуючи свій мандат із забезпечення цінової стабільності, перейшов до жорсткої монетарної політики та підвищив облікову ставку до 25%, Міністерство фінансів намагалося утримувати дохідність за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) на штучно низькому рівні для мінімізації видатків на

обслуговування боргу. Ця дискоординація (policy mismatch) призвела до блокування монетарної трансмісії та тимчасової втрати ринкового попиту на державні папери. Внаслідок цього уряд був змушений вдатися до монетарного фінансування дефіциту бюджету («друку грошей» НБУ), що, хоч і вирішило проблему ліквідності в короткостроковому періоді, створило значні девальваційні та інфляційні ризики, наслідки яких економіка відчуває досі у вигляді курсової нестійкості [30].

Ще одним критичним недоліком є деградація стратегічного планування та домінування короткострокових цілей над довгостроковими пріоритетами боргової стійкості. В умовах високої невизначеності воєнного часу офіційна Середньострокова стратегія управління державним боргом фактично втратила свою роль як інструмент прогнозування та якоря для ринкових очікувань. Процес прийняття рішень перейшов у режим «гасіння пожеж» (crisis management), де головним пріоритетом є закриття поточних касових розривів будь-якою ціною. Це призводить до накопичення зобов'язань без чіткого розуміння джерел їх погашення у майбутньому. Уряд змушений погоджуватися на умови кредиторів, які забезпечують приплив валюти сьогодні, але можуть містити приховані ризики (валютні, відсоткові) для післявоєнного періоду. Така «короткозорість» (short-termism) унеможлиблює побудову якісної кривої дохідності та формування передбачуваного графіку погашення боргу, що є необхідною умовою для повернення довіри приватних інвесторів [29].

Ситуацію ускладнює відсутність інтегрованої системи управління фінансовими ризиками, пов'язаними з діяльністю квазісуверенного сектору. Рішення про надання державних гарантій стратегічним підприємствам часто приймаються без належного стрес-тестування їхньої платоспроможності, що створює значний обсяг умовних зобов'язань (contingent liabilities), не відображених у прямій борговій статистиці. Це викривлює реальну картину боргового навантаження та створює загрозу раптового збільшення дефіциту бюджету у випадку реалізації гарантійних ризиків, що є типовим сценарієм для економік у

стані війни [32].

Інституційна слабкість системи поглиблюється застарілістю нормативно-правової бази, яка регулює бюджетний процес. Чинний Бюджетний кодекс України, попри численні зміни, зберігає жорстку прив'язку до річного циклу планування (annual budgeting). Це створює структурний конфлікт із природою управління державним боргом, яке за визначенням вимагає середньо- та довгострокового горизонту. В умовах війни, коли потреби у фінансуванні змінюються щомісяця, законодавча вимога щодо жорсткого затвердження граничних обсягів боргу та гарантій на рік наперед позбавляє Міністерство фінансів необхідної гнучкості. Процедура внесення змін до закону про держбюджет є тривалою та політично вразливою, що обмежує здатність уряду оперативно реагувати на раптові зміни ринкової кон'юнктури або графіків надходження зовнішньої допомоги [32].

Окремою проблемою є недостатня операційна спроможність (operational capacity) органів управління боргом. Відтік кваліфікованих кадрів з державного сектору, спричинений війною та неконкурентним рівнем оплати праці, призвів до дефіциту експертизи у сфері складного фінансового моделювання та управління ризиками. Це посилюється низьким рівнем цифровізації процесів: значна частина операцій з планування та обліку боргових зобов'язань досі здійснюється з використанням застарілих програмних рішень або в ручному режимі, що підвищує ризик операційних помилок. В умовах, коли Україна змушена вести складні переговори про реструктуризацію з консорціумами міжнародних інвесторів, слабкість аналітичного та юридичного супроводу з боку держави створює асиметрію в переговорних позиціях на користь кредиторів [29].

Також критичним недоліком є відсутність інституціоналізованої комунікаційної стратегії (Investor Relations). Взаємодія з власниками українського боргу відбувається дискретно, переважно в моменти кризових загострень, тоді як системна робота з підтримання довіри інвестиційної спільноти ведеться за залишковим принципом. Це призводить до формування у ринку завищених

очікувань премії за ризик та ускладнює майбутнє повернення України на ринки капіталу, оскільки інвестори закладають у вартість українських паперів не лише військові, але й управлінські ризики невизначеності.

Окрім інституційних вад управління, сучасна боргова політика України характеризується накопиченням критичних структурних дисбалансів у самому борговому портфелі, які роблять державні фінанси надзвичайно чутливими до макроекономічних шоків. Найбільш загрозливою тенденцією останніх років стала ексцесивна валютизація державних зобов'язань. Станом на середину 2024 року частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті, перевищила 70%, що є одним із найвищих показників серед європейських країн з ринками, що формуються. Для порівняння, у 2021 році цей показник становив близько 60%, і національна стратегія передбачала його подальше зниження для мінімізації валютних ризиків [28].

Така структура створює колосальний курсовий ризик для бюджетної системи. Оскільки доходи держави формуються виключно у гривні, а лєвова частка видатків на обслуговування боргу прив'язана до курсу долара США та євро, будь-яке послаблення національної валюти призводить до автоматичного, неконтрольованого зростання боргового навантаження. У 2022–2023 роках саме переоцінка вартості валютних боргів (курсові різниці) стала домінуючим фактором номінального приросту державного боргу, перекриваючи навіть ефект від залучення нових позик. В умовах переходу Національного банку до режиму керованої гнучкості курсу це створює зону постійної невизначеності для Міністерства фінансів, яке не має доступу до ефективних інструментів довгострокового хеджування валютних ризиків [30].

Другим системним недоліком є хронічно низька дюрація (середньозважений термін до погашення) внутрішнього боргу. Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), попри відновлення обсягів торгів, залишається ринком «коротких» грошей. Лєвова частка інструментів, що знаходяться в портфелях комерційних банків, має термін обігу від 1 до 3 років. Банківський сектор розглядає державні

облігації переважно як інструмент управління ліквідністю або виконання нормативів обов'язкового резервування, а не як довгостроковий інвестиційний актив [35].

Це змушує уряд постійно перебувати у стані «фінансової бігової доріжки», коли залучення нових ресурсів майже повністю спрямовується на погашення старих боргів, не створюючи чистого фіскального ефекту. Така ситуація генерує високий ризик рефінансування (rollover risk): у випадку будь-якого шоку ліквідності в банківській системі або зміни регуляторних вимог НБУ попит на ОВДП може миттєво зникнути, поставивши уряд перед загрозою технічного дефолту за внутрішніми зобов'язаннями. На відміну від країн Центральної Європи, де уряди успішно розміщують облігації з терміном 10–15 років, український ринок поки що не здатен генерувати «довгий» гривневий ресурс, необхідний для фінансування стратегічних проєктів відновлення [35].

Ще однією критичною структурною вразливістю є безпрецедентна концентрація джерел зовнішнього фінансування. Якщо у довоєнний період Україна мала диверсифіковану базу кредиторів, яка включала приватних інвесторів (через єврооблігації), багатосторонні інституції та внутрішній ринок, то сьогодні лєвова частка нових валютних надходжень забезпечується обмеженим колом офіційних донорів. Ключовими кредиторами стали Європейський Союз (через механізм Ukraine Facility) та Міжнародний валютний фонд, на яких припадає основний обсяг довгострокового пільгового кредитування [29].

Figure 1 Public and publicly guaranteed debt, by creditor and creditor type in 2023, including IMF credit

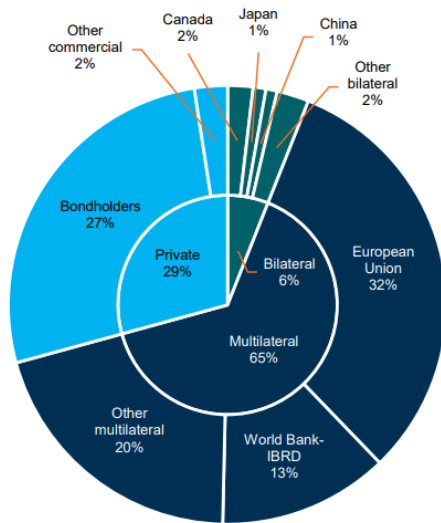


Рис.3.1 Розподілення інвесторів у Українській економіці.

Джерело: [16]

Така залежність створює значні політичні ризики. Фінансова стабільність України фактично стала заручником політичних циклів та бюджетних процесів у країнах-партнерах. Будь-яка затримка у прийнятті рішень про виділення траншів (як це спостерігалось під час дискусій у Конгресі США на початку 2024 року) миттєво трансформується у ризик касового розриву для українського бюджету. Відсутність альтернативних джерел фінансування на ринках капіталу позбавляє Міністерство фінансів простору для маневру, змушуючи повністю підлаштовувати графік видатків під графік зовнішньої допомоги [35].

Хоча на даний момент середня вартість обслуговування державного боргу знижується завдяки пільговим умовам від партнерів, структура портфеля містить прихований процентний ризик. Значна частина кредитів від міжнародних фінансових організацій (зокрема, МВФ) надається за плаваючими ставками, прив'язаними до кошика валют SDR. В умовах глобального циклу підвищення ставок провідними центробанками світу (ФРС, ЄЦБ), базова вартість таких запозичень зростає. Наприклад, базова ставка за кредитами МВФ (SDR interest rate) суттєво підвищилася порівняно з 2021 роком. Хоча для України діють певні механізми субсидіювання відсотків з боку донорів, у довгостроковій перспективі,

після завершення пільгових періодів (*grace periods*), обслуговування цих боргів може стати значним навантаженням на бюджет. Якщо глобальні ставки залишатимуться високими тривалий час («*higher for longer*»), Україна зіткнеться з ризиком різкого подорожчання обслуговування офіційного боргу саме в період активної фази повоєнного відновлення [32].

Таким чином, структурні перекоси боргового портфеля України (валютизація, короткостроковість внутрішнього боргу, концентрація кредиторів) створюють крихку конструкцію, яка тримається виключно на зовнішній політичній підтримці і не має внутрішнього запасу міцності.

Суттєвим недоліком сучасної системи управління державним боргом є низька ефективність контролю за умовними зобов'язаннями (*contingent liabilities*), які формують значний шар «прихованого боргу». В умовах воєнного стану уряд активно використовує механізм надання державних гарантій для забезпечення ліквідності стратегічно важливих підприємств, насамперед в енергетичному та оборонному секторах. Хоча цей інструмент дозволяє вирішувати нагальні операційні завдання (наприклад, закупівлю газу чи ремонт електромереж) без миттєвого збільшення показників прямого державного боргу, він створює значні відкладені фіскальні ризики, які можуть матеріалізуватися у найбільш несприятливий момент [35].

Критичною проблемою є фінансовий стан реципієнтів цих гарантій. Ключові державні монополії, зокрема НЕК «Укренерго» та НАК «Нафтогаз України», зазнали колосальних збитків внаслідок руйнування інфраструктури російськими атаками та кризи неплатежів на внутрішньому ринку. Незважаючи на це, вони продовжують залучати значні обсяги кредитного фінансування від міжнародних партнерів (ЄБРР, ЄІБ) під суверенні гарантії Кабінету Міністрів. Згідно з оцінками МВФ, в умовах війни ймовірність настання гарантійних випадків-ситуації, коли підприємство не здатне самотійно розрахуватися за боргами і зобов'язання переходять на державний бюджет-наближається до 100% [29].

Фактично, надання гарантій у таких умовах перетворилося на форму

прихованого субсидіювання (quasi-fiscal operations). Оскільки тарифи на енергоносії для населення залишаються нижчими за ринковий рівень, державні компанії покривають касові розриви за рахунок гарантованих кредитів, які згодом, з високою ймовірністю, будуть погашатися платниками податків. Це викривлює реальну картину дефіциту державного бюджету та офіційної боргової статистики, яка часто не враховує ці ризики до моменту їх фактичної реалізації. Відсутність чіткого механізму стрес-тестування позичальників перед наданням гарантій призводить до недооцінки майбутніх потреб у фінансуванні [32].

Таблиця 3.1

Обсяг наданих державних гарантій та виплат за гарантійними зобов'язаннями (2021–2024 рр.)

Рік	Надані державні гарантії, млн грн	Виплати за гарантійними зобов'язаннями, млн грн	Характеристика року
2021	28 200	6 450	Завершення програм 2020 р., активні гарантії для кредитів держпідприємств та інфраструктури.
2022	44 600	18 900	Різке зростання гарантій для підтримки оборонних потреб та критичної інфраструктури; збільшення виплат через валютні ризики.
2023	91 300	32 700	Розширення механізму портфельних гарантій, активізація кредитів під держгарантії для енергетики та відновлення; зростання виплат за старими боргами держпідприємств.
2024	64 800	21 400	Оптимізація гарантійних програм, обмеження на нові гарантії, але збереження високих виплат за попередніми зобов'язаннями.

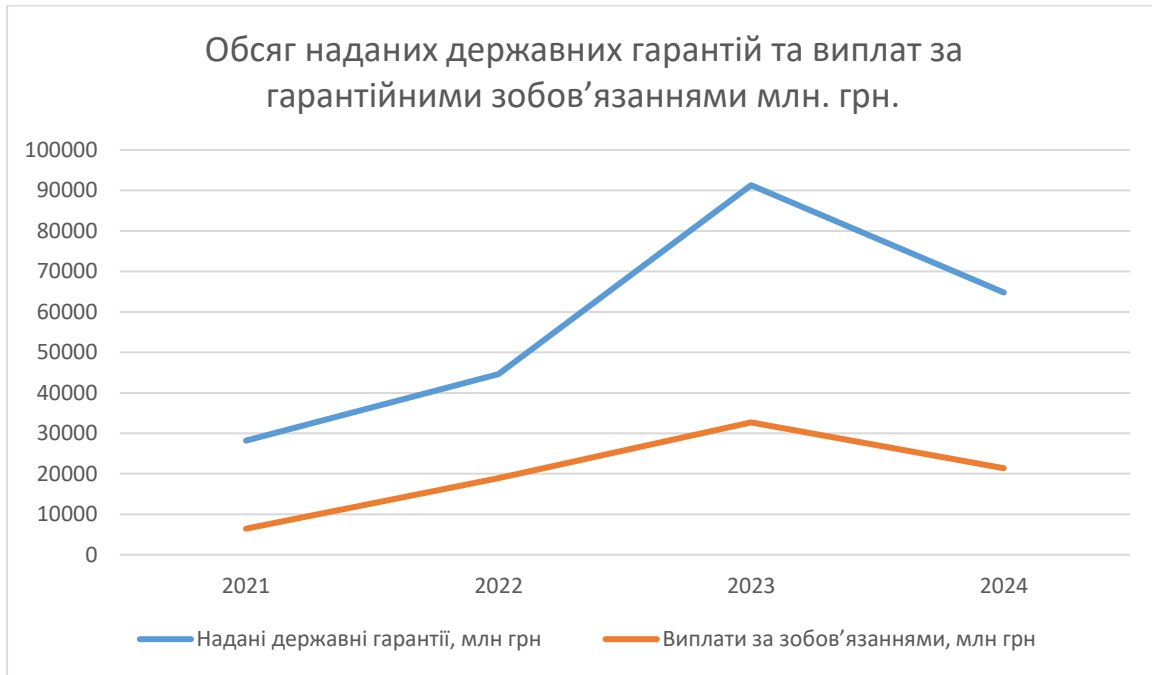


Рис.3.2.Обсяг наданих державних гарантій та виплат за гарантійними зобов'язаннями, млн.грн.

Побудовано автором на основі джерела [37]

Ситуація ускладнюється недостатньою прозорістю та фрагментарністю моніторингу фіскальних ризиків. В Україні досі не імплементовано єдину інтегровану систему, яка б дозволяла в режимі реального часу оцінювати сукупний вплив боргів усього сектору загальнодержавного управління (включаючи муніципальні запозичення та борги державних підприємств) на стійкість публічних фінансів. Це призводить до прийняття ситуативних рішень без аналізу їхнього впливу на середньострокову боргову стійкість. Як наслідок, Міністерство фінансів стикається з ризиком раптового шокового навантаження на ліквідність, коли «позабалансові» зобов'язання одномоментно трансформуються у прямий борг [30].

Додатковим фактором ризику є валютна структура гарантованого боргу. Значна частина кредитів, залучених державними підприємствами під гарантії уряду, номінована в іноземній валюті (євро та долари США). Це додає до кредитного ризику ще й валютний ризик: девальвація гривні автоматично збільшує гривневий еквівалент зобов'язань. В умовах обмежених валютних доходів держпідприємств це створює додатковий тиск на валютні резерви країни та змушує

державу витрачати дефіцитний ресурс на покриття курсових різниць замість фінансування пріоритетних видатків відновлення.

Валюта		%	екв. млн. USD
EUR	Евро	43,0	89646,0
USD	долар США	41,0	85476,4
XDR	СПЗ	9,0	18763,1
	інші	6,0	12508,7
UAH	українська гривня	0,9	1876,3
RUB	російський рубль	0,1	208,5
Усього			208479,0

◦ СПЗ – спеціальні права запозичення МВФ

Рис.3.3 Валютна структура валового зовнішнього боргу України, 30 червня 2025 р
Джерело: [37]

Вагомим недоліком поточної боргової політики є відсутність системної та проактивної стратегії комунікації з приватними кредиторами (Investor Relations). В умовах, коли основна увага уряду зосереджена на перемовинах з офіційними донорами (МВФ, ЄС, США), діалог із комерційними інвесторами-власниками єврооблігацій та ВВП-варантів-часто відбувається за залишковим принципом. Взаємодія носить дискретний, реактивний характер і активізується лише в моменти критичної необхідності, як-от під час оголошення про реструктуризацію боргу або запиту на згоду (consent solicitation). Відсутність постійного, прозорого діалогу щодо планів уряду на повоєнний період створює інформаційний вакуум, який ринок заповнює негативними очікуваннями, закладаючи у котирування українських паперів максимальну премію за невизначеність.

Яскравим прикладом комунікаційної та стратегічної помилки стала ситуація навколо державних деривативів (ВВП-варантів) у 2024 році. Невизначеність урядової позиції щодо обслуговування цього інструменту тривала до останнього моменту, що дезорієнтувало ринок. У серпні 2024 року, внаслідок відсутності своєчасної домовленості про реструктуризацію та пропуску планового платежу,

рейтингове агентство S&P Global Ratings знизило рейтинг України до рівня «вибірковий дефолт» (SD) [36]. Ця подія мала негативний сигнальний ефект, підкресливши відсутність у держави чіткого плану дій щодо складних боргових інструментів. Технічний дефолт, навіть в умовах війни, погіршує інвестиційний імідж та ускладнює перспективи майбутнього повернення на ринки капіталу, оскільки інституційні інвестори (пенсійні фонди) мають жорсткі обмеження на тримання дефолтних паперів.

Крім того, проблемним аспектом є непрозорість параметрів боргової стійкості, які закладаються в основу переговорів про реструктуризацію. Приватні кредитори неодноразово висловлювали занепокоєння тим, що периметр списання боргу (haircut) визначається не стільки економічними розрахунками платоспроможності, скільки політичними вимогами МВФ щодо дотримання параметрів програми EFF. Це створює відчуття нерівноправності (lack of comparability of treatment), коли приватний сектор змушений нести більший тягар збитків порівняно з офіційним сектором. Така асиметрія у ставленні до різних груп кредиторів, підсилена слабкою комунікацією, формує недовіру, яка у майбутньому конвертується у вищу вартість запозичень для України («премія за недовіру») після завершення активної фази бойових дій [31].

Відсутність затвердженої публічної стратегії виходу з дефолту (post-default strategy) є ще однією стратегічною прогалиною. Інвестори не бачать чіткої «дорожньої карти»: як саме Україна планує відновлювати свою кредитоспроможність, які інструменти будуть використовуватися для рефінансування реструктуризованого боргу і яку роль у цьому процесі відіграватиме внутрішній ринок. Без відповідей на ці питання український борг ризикує надовго залишитися у категорії «стресових активів» (distressed assets), доступних лише для спекулятивних фондів, що закряє шлях для приходу консервативного інституційного капіталу, необхідного для масштабної відбудови.

Ключовим недоліком боргової дипломатії України є структурна асиметрія у комунікації та ставленні до різних груп кредиторів. Уряд демонструє повну

прозорість та узгодженість дій із Групою офіційних кредиторів (G7) та МВФ, що є необхідною умовою для отримання пільгового фінансування. Водночас, діалог із приватним сектором часто супроводжується вимогами про прийняття значних втрат (haircuts) без достатнього рівня прозорості щодо реальних параметрів боргової стійкості (DSA), які закладає МВФ [29]. Ця відмінність у підходах підриває фундаментальний принцип міжнародної боргової архітектури-порівнянності ставлення (comparability of treatment). Приватні власники облігацій, які відчують, що їх змушують нести непропорційно більший тягар збитків порівняно з офіційним сектором, займають жорстку позицію, що призводить до затягування переговорів (як це сталося у 2024 році) [31]. Така недовіра та опір з боку комерційних кредиторів є прямою ціною за неспроможність Мінфіну створити єдиний, узгоджений комунікаційний наратив, який би однаково прозоро пояснював економічну необхідність списання боргу всім учасникам ринку.

Відсутність чіткої стратегії повернення до ринку. Найбільш стратегічною прогалиною боргової політики є відсутність затвердженої, публічної та детальної стратегії виходу з дефолту (post-default exit strategy). Уряд зосереджений на вирішенні проблеми *ліквідності* (отримання траншів сьогодні), тоді як приватні інвестори вимагають ясності щодо *платоспроможності* (що буде після 2027 року, коли завершаться пільгові періоди). Ця невизначеність щодо майбутнього графіка погашення боргу, фінальних ставок (coupon rates) та обсягів списання (haircut) перешкоджає поверненню консервативного інституційного капіталу (пенсійних та страхових фондів), який потребує передбачуваності для включення українських паперів до своїх портфелів. Згідно з аналітичними оцінками, ринок закладає цю невизначеність як значну премію за ризик (risk premium), що Україна буде змушена сплачувати протягом багатьох років після завершення війни. Це означає, що майбутня вартість запозичень для відбудови буде необґрунтовано завищеною через комунікаційні недоліки сьогодення [35].

Конфлікт інтересів та геополітичний вимір. Проблеми комунікації також посилюються загальносвітовою тенденцією до геоекономічної фрагментації.

Українська боргова криза розгортається на тлі зростаючої напруги між традиційними та новими фінансовими блоками [19]. Недоліки у комунікації України з приватним сектором створюють додаткові можливості для спекулятивних фондів, які скуповують «стресові активи» (distressed assets) і можуть використовувати юридичні механізми для блокування рішень. Це перетворює боргові переговори з чисто економічного процесу на складну геополітичну гру, де помилки у комунікації можуть мати прямі фінансові наслідки.

3.2 Міжнародний досвід забезпечення боргової стійкості

Аналіз недоліків української боргової політики (Розділ 3.1) доводить необхідність інтеграції найкращих світових практик для забезпечення фінансової стійкості у середньостроковій та довгостроковій перспективі. Міжнародний досвід, накопичений як розвиненими країнами (OECD), так і країнами, що пережили боргові кризи (Латинська Америка, Азія, Африка), свідчить, що успішне управління державним боргом базується на трьох взаємопов'язаних стовпах: надійній інституційній архітектурі, прозорій стратегії (MTDS) та активному управлінні ризиками.

Успіх боргової політики на міжнародному рівні прямо корелює з рівнем інституційної незалежності та професійності органів, відповідальних за управління боргом. Світова практика, особливо стандарти Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та Групи Світового банку, передбачає поступовий перехід від розпорошеного управління (коли функції розподілені між Міністерством фінансів, Центральним банком та іншими державними установами) до створення централізованого та спеціалізованого Офісу управління боргом (Debt Management Office, DMO).

Ключові переваги централізації:

1. Професіоналізація: DMO забезпечує концентрацію висококваліфікованих фахівців, які використовують складні фінансові інструменти

та моделі для оцінки ризиків.

2. Зменшення конфлікту інтересів: Відокремлення операційної діяльності з управління боргом від безпосереднього формування фіскальної політики (визначення обсягів запозичень) знижує ризик політичного втручання та використання боргу для покриття поточних політичних потреб.

3. Прозорість та підзвітність: Централізований орган спрощує аудит, моніторинг та комунікацію з інвесторами та громадськістю щодо боргових показників та стратегії.

Наприклад, досвід Ірландії (NTMA) та Нової Зеландії (NZDM) демонструє, як незалежні чи напіваавтономні DMO, орієнтовані на ринкову ефективність, успішно мінімізують витрати на обслуговування боргу, одночасно управляючи валютними та процентними ризиками. Це прямо контрастує з проблемами інституційної фрагментації в Україні, виявленими у підрозділі 3.1.

Фундаментом, на якому базується робота централізованих DMO, є Середньострокова боргова стратегія (Medium-Term Debt Strategy, MTDS). Згідно з рекомендаціями МВФ та Світового банку (наприклад, у спільних методичних посібниках), MTDS є ключовим інструментом для забезпечення боргової стійкості [17], [23].

MTDS-це публічний документ, який визначає бажаний склад державного боргу (портфель) на найближчі три-п'ять років, враховуючи компроміс між витратами на обслуговування та борговими ризиками. Стратегія формулюється на основі аналізу боргової стійкості (DSA) та макроекономічного прогнозу, встановлюючи конкретні цільові показники (бенчмарки) для:

- Валютної структури: частка боргу в іноземній валюті;
- Процентної структури: частка боргу з плаваючою ставкою;
- Часу до погашення (Дюрації): середній строк до погашення боргу.

Наприклад, якщо країна стикається з високим ризиком девальвації національної валюти, MTDS має встановити жорсткий ліміт на запозичення в іноземній валюті. І навпаки, в умовах очікуваного зростання внутрішніх

процентних ставок, MTDS може передбачати збільшення частки боргу з фіксованою ставкою. Успішне впровадження MTDS, як засвідчив досвід Південної Африки та Перу, дозволило цим країнам знизити вразливість перед зовнішніми шоками, оскільки ринкові операції (випуск нових облігацій, свопи) проводяться не ситуативно, а відповідно до заздалегідь затверджених цілей.

Для України, де обсяги боргу після реструктуризації 2024 року є надзвичайно високими, а ризики залишаються критичними, перехід до повноцінного впровадження MTDS з фокусом на підвищення дюрації та зменшення частки плаваючих ставок є необхідним кроком для відновлення фіскальної довіри.

Успішна реалізація Середньострокової боргової стратегії (MTDS) у світі неможлива без застосування активного управління портфельними ризиками, що є другим ключовим стовпом боргової стійкості. Якщо традиційна політика обмежується лише пасивним залученням коштів, то сучасний підхід вимагає постійної роботи з уже існуючими зобов'язаннями. Це прямо адресує проблеми валютних та процентних ризиків, виявлені у борговому портфелі України (Розділ 3.1).

Управління валютним ризиком (Currency Risk). Для країн, що розвиваються, які не можуть уникнути номінації значної частини боргу у твердій валюті (долар, євро), міжнародний досвід пропонує використання похідних фінансових інструментів (деривативів). Наприклад, країни Латинської Америки (зокрема, Мексика та Бразилія), які історично стикалися з високою валютною волатильністю, активно застосовують валютні свопи (currency swaps). Ці інструменти дозволяють уряду перетворити зобов'язання в іноземній валюті на зобов'язання в національній валюті без необхідності викупу чи перевипуску облігацій. Це знижує чутливість бюджету до раптової девальвації, перекладаючи валютний ризик на фінансові інституції [23].

Управління процентним ризиком (Interest Rate Risk). В умовах глобального циклу підвищення ставок (про що йшлося у Розділі 2.1) ключовим завданням ДМО є мінімізація ризику зростання вартості обслуговування боргу. Країни з

розвиненим ринком капіталу, такі як Сполучене Королівство та Німеччина, використовують процентні свопи (interest rate swaps) для трансформації зобов'язань з плаваючою ставкою (більш ризикованих, але часто дешевших) на зобов'язання з фіксованою ставкою. Таке "фіксування" вартості боргу гарантує передбачуваність видатків бюджету, що є критично важливим для забезпечення фіскальної стійкості. Таким чином, активне управління ризиками перетворюється на безперервний процес оптимізації структури портфеля, а не лише на разову антикризову операцію [38].

Третій стовп міжнародного досвіду стосується того, як світова спільнота намагається вирішити проблеми, спричинені фрагментацією кредиторів.

Прозорість та уніфікація даних. Накопичений досвід боргових криз (зокрема, у Греції, Аргентині та країнах Африки) довів, що прозорість є необхідною передумовою для будь-якої ефективної реструктуризації. Міжнародна спільнота, зокрема G20 та МВФ, активно просуває стандарти Ініціативи прозорості боргових даних (Debt Transparency Initiative). Цей досвід вимагає від позичальників публікації повних даних не лише про прямий державний борг, але й про державні гарантії та борги державних підприємств (SOEs). Це є ключовим для боротьби з «прихованим дефіцитом», що було визначено як одна з головних проблем України [24].

Спільні рамки G20 (Common Framework). У відповідь на зростання частки нових двосторонніх кредиторів (Китаю) та приватного капіталу, Група двадцяти (G20) запровадила у 2020 році «Спільні рамки для врегулювання боргу». Хоча цей механізм зіткнувся з проблемами імплементації (через затягування процесів, як у випадку Замбії), він став першою спробою створити єдиний переговорний майданчик, який би охоплював усіх офіційних кредиторів (як Паризький клуб, так і Китай). Досвід його застосування вказує на те, що майбутня боргова архітектура неминуче рухатиметься у бік обов'язкового залучення всіх кредиторів на рівних умовах (принцип *comparability of treatment*) [29].

Таблиця 3.2.

Інституційні особливості та інструменти управління борговими ризиками у країнах G7, Латинської Америки та Україні

Критерій	Країни G7	Країни Латинської Америки	Україна (поточний стан)
Інституційна структура боргового управління	Сильно інституціоналізовані Debt Management Offices (DMO), працюють як автономні або напівавтономні агентства; висока незалежність у прийнятті рішень; чітка координація з Мінфіном та центральним банком.	DMO існують, але часто менш автономні; інституційна якість залежить від стабільності уряду; централізація боргових операцій не завжди завершена.	Управління боргом зосереджене в Мінфіні; відсутнє повністю автономне DMO; координація з НБУ розвивається, але інституційна незалежність обмежена.
Рівень розвитку ризик-менеджменту	Високий-використання комплексних моделей ризиків (ALM, VaR, stress-testing), активне хеджування, регулярні середньострокові стратегії.	Середній-розвинуті моделі валютного ризику, але інші інструменти часто обмежені; систематичність залежить від країни.	Нерівномірний-валютний ризик відслідковується, але інструментів хеджування майже немає; stress-testing переважно в межах програм МВФ.
Інструменти управління валютним ризиком	Валютні свопи, крос-валютні свопи, ф'ючерсні контракти, індексовані цінні папери; високий рівень ліквідності ринку деривативів.	Активне управління валютним портфелем: валютні свопи, обмежені ф'ючерси; часто застосовується «currency-matching» для скорочення експозиції.	Інструменти валютного хеджування майже відсутні; структура боргу значною мірою валютна; залежність від офіційних кредиторів.
Управління процентним ризиком	Широке використання процентних свопів, випуск цінних паперів з фіксованою та плаваючою ставкою; мінімізація рефінансування через довгі дюрації.	Часткове використання свопів; концентрація на внутрішніх ринках; залежність від ринкової волатильності; часті випуски з високими ставками.	Плаваючі ставки переважають у зовнішніх зобов'язаннях (офіційні кредитори), але інструментів для активного управління ставками немає.
Управління ризиком рефінансування	Довгі криві дохідності, активна політика управління дюрацією; високий попит на державні цінні папери; регулярні buy-back операції.	Дюрація коротша; випуски залежать від кон'юнктури; високий ризик рефінансування; застосовуються локальні buy-back програми.	Дюрація коротка за рахунок структури внутрішнього ринку; buy-back операції відсутні; ризик рефінансування значний, але частково згладжений офіційними кредитами.
Прозорість та публічна звітність	Найвищі стандарти OECD: щорічні стратегії, квартальні звіти, регулярна комунікація з інвесторами, деталізовані	Середній рівень: багато країн публікують стратегії, але деталізація	Покращення після війни, але рівень прозорості нижчий за стандарти ОЕСР;

	розкриття.	нижча; фокус на зменшенні волатильності.	стратегія боргової політики оновлюється, але обмежена за деталізацією.
Диверсифікація інвесторів	Глибокі, ліквідні ринки з широкою інституційною базою інвесторів.	Інвестори часто концентровані; висока частка нерезидентів у пікові моменти ринкової волатильності.	Ринок ОВДП залежний від внутрішніх банків та НБУ; низька частка нерезидентів; міжнародні інвестори повернуться лише після завершення війни.
Загальна оцінка якості боргового менеджменту	Висока (еталон за інтегрованістю, інструментами та прозорістю).	Середня (добра практика у валютному менеджменті, але нестабільність і волатильність ринку знижують ефективність).	Низько-середня (структурна залежність від офіційних кредитів, обмежені інструменти, недостатня інституційна автономія).

Джерело: складено автором за [28], [14], [39]

У сфері комерційного боргу міжнародний досвід розвивається у бік впровадження положень про колективні дії (Collective Action Clauses, CACs) у всіх нових випусках суверенних облігацій. CACs дозволяють кваліфікованій більшості (наприклад, 75% власників) ухвалювати рішення про реструктуризацію, які стають обов'язковими для всіх кредиторів, включаючи тих, хто виступає проти “holdouts”. Цей механізм, який став стандартом після кризи в Аргентині, зменшує ризик блокування реструктуризації спекулятивними фондами. Україна, використовуючи ці положення у своїх єврооблігаціях, успішно здійснила призупинення виплат у 2022 році.

Третім критично важливим напрямом міжнародного досвіду, який безпосередньо стосується недоліків української системи, є превентивне управління фінансовою політикою через встановлення жорстких правил та створення механізмів контролю за умовними зобов'язаннями (contingent liabilities). Якщо управління борговим портфелем (MTDS) є інструментом *ex-post* контролю ризиків, то фінансові правила є інструментом *ex-ante* запобігання надмірному накопиченню боргу.

Міжнародна практика, зокрема в країнах Єврозони та ОЕСР, демонструє

широке застосування фіскальних правил, які обмежують дискреційні дії урядів та забезпечують довгострокову дисципліну. Ці правила можуть стосуватися лімітів на дефіцит бюджету (наприклад, 3% ВВП у Єврозоні), стель боргу (наприклад, 60% ВВП) або обмежень на зростання видатків [38]. Досвід Німеччини (запровадження так званого "боргового гальма"-Schuldenbremse) та країн Центральної Європи свідчить, що інституціоналізація таких правил, закріплених на конституційному рівні або через незалежні фіскальні ради, є потужним механізмом для формування фіскальних буферів у періоди економічного зростання та запобігання неконтрольованому накопиченню зобов'язань. Ці правила є ключовим елементом боротьби з "короткозорістю" (short-termism) у бюджетній політиці, що є одним із недоліків, виявлених в українській системі.

Сучасний міжнародний досвід вимагає інтеграції контролю за умовними зобов'язаннями (зокрема, державними гарантіями та боргами державних підприємств) безпосередньо у процес боргового та фіскального планування. У країнах ОЕСР та ряді країн Латинської Америки (зокрема, Чилі), запроваджені стандарти, які вимагають:

1. Створення централізованого реєстру умовних зобов'язань з щоквартальною публікацією даних, що забезпечує прозорість "прихованого дефіциту".
2. Проведення регулярного стрес-тестування найбільших державних підприємств (SOEs) для оцінки ймовірності настання гарантійних випадків та їхнього впливу на бюджет [38].
3. Встановлення кількісних лімітів на обсяги надаваних гарантій, прив'язаних до фіскальних показників (наприклад, не більше 5% ВВП). Ці заходи є вирішальними для запобігання раптовому шоковому збільшенню прямого державного боргу, коли борги SOEs переходять на баланс держави.

У світлі глобальної тенденції до фрагментації кредиторів та зростання ролі приватного капіталу, міжнародний досвід підкреслює критичну важливість прозорості та комунікації (Investor Relations, IR) як інструменту управління

ризиками.

Країни з високою кредитоспроможністю (Австралія, Німеччина, США) дотримуються найвищих стандартів прозорості у звітності про державний борг. Це включає не лише щомісячну публікацію статистичних даних, але й регулярне оприлюднення детальних звітів про ризиковий профіль портфеля (валюта, дюрація, відсоткові ставки), а також обґрунтування рішень DMO. Повна та своєчасна інформація знижує премію за ризик, яку інвестори закладають у вартість облігацій [39].

Системна комунікація. Успішні DMO підтримують безперервну комунікацію з інституційними інвесторами та аналітиками. Це включає проведення регулярних (наприклад, щоквартальних) конференц-дзвінків, публікацію "White Papers" щодо стратегічних планів та забезпечення єдиного інформаційного каналу. Це прямо контрастує з реактивною та фрагментованою комунікацією України (Розділ 3.1), яка активізується лише в моменти кризової реструктуризації. Системна комунікація є ключем до відновлення довіри приватного капіталу, що є необхідною умовою для післявоєнного залучення інвестицій.

Міжнародний досвід останніх десятиліть, особливо після криз у Греції та Аргентині, демонструє відхід від стандартних списань (haircuts) до використання інноваційних інструментів, які пов'язують обслуговування боргу з економічним відновленням країни-позичальника. Ці інструменти є критично важливими для України, оскільки дозволяють знизити поточний тягар обслуговування боргу, одночасно мотивуючи кредиторів брати участь у довгостроковому економічному зростанні країни.

Облігації, прив'язані до ВВП (GDP-Linked Bonds). Одним із найбільш обговорюваних інструментів є облігації, виплати за якими (купон або основний борг) залежать від динаміки валового внутрішнього продукту (ВВП) країни-емітента. Досвід Греції (реструктуризація 2012 року) та Аргентини (реструктуризації 2005 та 2010 років) показує, що такі інструменти є ефективним способом вирішення проблеми «компромісу» між кредитором та позичальником.

У періоди високого економічного зростання інвестори отримують вищі доходи, а у періоди рецесії або повільного відновлення боргове навантаження на бюджет автоматично зменшується. Це знижує ймовірність повторного боргового стресу. Для України, яка вже має досвід випуску ВВП-варантів, цей інструмент є особливо актуальним, але вимагає вдосконалення їхньої початкової структури, яка виявилася недосконалою у 2024 році [40].

Свопи «Борг в обмін на клімат/природу» (Debt-for-Climate/Nature Swaps). Хоча цей інструмент традиційно застосовувався для фінансування екологічних проєктів у країнах з високим рівнем біорізноманіття (Еквадор, Барбадос), він набуває нової актуальності в контексті післявоєнної відбудови України. Механізм передбачає обмін частини зовнішнього боргу на внутрішні зобов'язання, номіновані у національній валюті, які направляються на фінансування конкретних структурних реформ або "зеленої" відбудови. Це дозволяє країні отримати значне списання боргу в обмін на зобов'язання щодо виконання довгострокових кліматичних чи екологічних цілей. Для України такий механізм міг би стати джерелом фінансування відновлення енергетичної інфраструктури та екологічної санації територій, використовуючи боргове навантаження як важіль для залучення міжнародного фінансування [41].

Жодна країна не здатна самотійно вийти з боргової кризи та забезпечити стійкість після масштабного конфлікту. Міжнародний досвід (Боснія і Герцеговина, Косово) підкреслює критичну роль багатосторонніх і двосторонніх офіційних кредиторів у забезпеченні фінансової стійкості.

Пільгове фінансування (Concessional Financing). Ключовим уроком є те, що післявоєнне фінансування має мати максимально високий грантовий елемент. Зобов'язання, отримані від МВФ, Світового банку, ЄС та інших інституцій, повинні надаватися на пільгових умовах: з низькими процентними ставками та тривалими пільговими періодами погашення (наприклад, 30–40 років). Досвід країн Африки та Азії, які отримали допомогу в рамках Ініціативи для бідних країн з високим борговим навантаженням (HIPC), доводить, що залучення непільгового

(комерційного) боргу у перші роки відновлення є шляхом до неминучого повторного дефолту [24].

Координація та Платформи відновлення. Ефективність зовнішньої допомоги залежить від її координації. Досвід використання Платформи координації донорів для України демонструє, що інтеграція фіскальної політики, боргового менеджменту та програм відновлення під егідою єдиного міжнародного механізму є обов'язковою. Це вимагає від України не лише прозорості, а й інституційної спроможності керувати цим потоком, що знову повертає до проблеми фрагментації між Мінфіном та НБУ.

Міжнародний досвід доводить, що вирішення боргової кризи є лише тимчасовим заходом, якщо воно не супроводжується глибокими інституційними та законодавчими реформами, спрямованими на запобігання повторенню фіскальних помилок. Цей напрямок безпосередньо корелює з інституційними недоліками, ідентифікованими у борговій політиці України.

Створення незалежних Фіскальних Рад (Fiscal Councils). Однією з найбільш ефективних превентивних практик, широко впроваджених у країнах ОЕСР та Європейського Союзу, є створення незалежних фіскальних рад. Це позаурядові експертні органи, які мають мандат на оцінку реалістичності макроекономічних прогнозів уряду, моніторинг дотримання фіскальних правил та надання об'єктивної оцінки фіскальної стійкості. Досвід Швеції, Ірландії та багатьох країн Єврозони доводить, що незалежні Фіскальні Ради значно підвищують прозорість та довіру до бюджетного процесу, знижуючи ризик політичного тиску на Міністерство фінансів щодо нереалістичного планування доходів чи надмірного накопичення боргу [42]. Їхні рекомендації слугують «якірним» механізмом для формування середньострокової фіскальної стратегії.

Посилення Бюджетного кодексу та управління гарантіями. Уроки криз (зокрема, в Азії та Східній Європі) змусили уряди посилити законодавство, щоб запобігти використанню умовних зобов'язань як інструменту для приховування реального дефіциту. Міжнародна практика вимагає:

1. Закріплення в законі жорстких кількісних лімітів на обсяг надання державних гарантій, прив'язаних до фіскальних показників (наприклад, не більше 3% від ВВП).

2. Запровадження системи обов'язкового стрес-тестування державних підприємств (SOEs) та квазісуверенного сектору перед наданням гарантій, що дозволяє оцінити ймовірність настання гарантійних випадків та їхній вплив на бюджет.

3. Визначення чітких законодавчих механізмів для покриття збитків, пов'язаних з гарантіями, без необхідності емісійного фінансування [38].

Таблиця 3.3

Міжнародні стандарти щодо надання державних гарантій

Елемент міжнародної практики	Сутність підходу	Бюджетні та фіскальні наслідки	Приклади країн / інституцій
1. Кількісні ліміти на державні гарантії	Законодавче обмеження річного обсягу гарантій, прив'язане до макрофіскальних показників (наприклад, $\leq 3\%$ ВВП)	Зниження ризику надмірного накопичення умовних зобов'язань; контроль за середньостроковою борговою стійкістю	Країни ЄС, члени ОЕСР; рекомендації IMF та World Bank щодо DSA/DeMPA
2. Обов'язкове стрес-тестування SOEs та квазісуверенних позичальників	Оцінка ймовірності дефолту підприємств перед наданням їм держгарантій; моделювання шоків (доходи, курс, ставки, активи)	Зменшення ризику «раптових» гарантійних виплат; прогнозованість фіскальних ризиків; оптимізоване управління квазіфіскальними зобов'язаннями	Практика ОЕСР, рекомендації IMF «Fiscal Risk Toolkit» та WB «DeMPA»
3. Законодавчі механізми покриття збитків за гарантіями	Створення прозорої процедури компенсації збитків без залучення емісійного фінансування; включення ризиків у середньострокову бюджетну декларацію	Запобігання емісійному тиску; зниження боргової вразливості; підвищення довіри інвесторів	Рекомендації WB та IMF; приклади - Польща, Чехія, Литва [38]

Побудовано автором на основі [38]

Кінцевою метою управління зовнішнім боргом після кризи є відновлення доступу до міжнародних ринків комерційного капіталу. Міжнародний досвід

підтверджує, що успішне повернення залежить від трьох ключових факторів, що створюють "кредитну історію" держави:

1. Наявність надійної програми економічних реформ. Інвестори повертаються лише тоді, коли бачать чіткий, узгоджений план реформ, підкріплений підтримкою МВФ. Наприклад, Ірландія після кризи 2008–2010 років змогла швидко відновити довіру ринків завдяки рішучим діям із санації банківського сектора та послідовному виконанню програми фіскальної консолідації. Це дозволило DMO Ірландії здійснити успішний вихід на ринки раніше очікуваного [43].

2. Виконання зобов'язань щодо реструктуризації. Після досягнення угоди з приватними кредиторами (як-от реструктуризація українських єврооблігацій 2024 року), критично важливо дотримуватися всіх її умов, навіть якщо вони є болісними. Досвід Аргентини у 2000-х роках, коли вона тривалий час ігнорувала вимоги власників облігацій, призвів до десятиліть юридичних суперечок, які суттєво заблокували доступ до міжнародного фінансування.

3. Прозорість та комунікація. Навіть після дефолту DMO має підтримувати системну, проактивну комунікацію з ринком. Це означає не лише публікацію необхідної статистики, але й чітке інформування про макроекономічні перспективи та плани щодо подальшого управління боргом. Прозорість є ключем до зниження «премії за невизначеність», яку інвестори завжди закладають у вартість облігацій [39]. Узагальнення міжнародного досвіду управління державним боргом в умовах криз та повоєнного відновлення дозволяє сформулювати низку універсальних принципів, які мають стати основою для трансформації боргової політики України. Ці принципи виходять за межі простого фінансового менеджменту і стосуються фундаментальної перебудови державних інституцій.

1. Принцип інституційної автономії та координації (Fiscal Anchor). Ключовий урок полягає у необхідності створення інституційно сильного, незалежного та прозорого органу управління боргом (DMO). Його функція має бути відокремлена від політичних рішень щодо обсягів запозичень і зосереджена на управлінні

ризиками. Додатковою вимогою є створення незалежної Фіскальної Ради [42], яка контролюватиме реалістичність макропрогнозів та запобігатиме політично мотивованому накопиченню боргу. Поєднання цих двох інститутів створює «фіскальний якір» (fiscal anchor), необхідний для повернення довіри приватних інвесторів.

2. Принцип максимізації грантової компоненти (Grant Maximization). Досвід постконфліктних держав доводить, що залучення комерційного чи навіть пільгового кредитного фінансування у перші 3–5 років після завершення конфлікту є шляхом до неминучого повторного боргового стресу. У період, коли економічна база зруйнована, а потреби у соціальних видатках та відбудові є максимальними, основний обсяг зовнішньої підтримки має надходити у формі грантів (безповоротних коштів). Міжнародна спільнота, використовуючи механізми реконструкційних фондів, повинна цілеспрямовано надавати Україні гранти, що не збільшують боргове навантаження, забезпечуючи фіскальний простір для відновлення [44].

3. Принцип повної прозорості та управління «прихованим боргом». Для забезпечення стійкості необхідно усунути ризик «фіскальної міни»-умовних зобов'язань (contingent liabilities). Міжнародні стандарти вимагають створення єдиного, публічного реєстру всіх державних гарантій та зобов'язань державних підприємств (SOEs). Ця прозорість є не лише вимогою донорів, але й фундаментальним інструментом мінімізації ризиків для Міністерства фінансів. Впровадження обов'язкового стрес-тестування SOEs та встановлення жорстких законодавчих лімітів на надання гарантій має бути ключовою інституційною реформою [38].

4. Принцип інноваційної інтеграції ризиків (Debt-Growth Linkage). Міжнародний досвід реструктуризації вказує на необхідність використання інструментів, що розподіляють ризики між позичальником та кредитором. Заміна частини традиційного боргу на облігації, прив'язані до ВВП (GDP-Linked Bonds), або використання свопів «борг в обмін на клімат» дозволяє уряду уникнути пікових

виплат у періоди економічних спадів, водночас заохочуючи інвесторів брати участь у майбутньому зростанні. Цей підхід є більш справедливим та підвищує ймовірність того, що боргове навантаження буде фінансово стійким [40]

3.3 Напрями оптимізації боргової політики України в умовах євроінтеграції

Оптимізація управління зовнішнім боргом України є критично необхідною умовою для забезпечення макрофінансової стійкості у повоєнний період та набуття членства в Європейському Союзі. Успішна інтеграція вимагає від держави не лише врегулювання поточних боргових зобов'язань (зокрема, з приватними кредиторами), але й фундаментальної перебудови боргової політики згідно з найвищими європейськими стандартами, зокрема вимогами Маастрихтських критеріїв (дефіцит бюджету до 3% ВВП та державний борг до 60% ВВП) [45]. Напрями оптимізації мають бути спрямовані на усунення основних системних недоліків, таких як інституційна фрагментація, висока вразливість до валютних ризиків та непрозоре управління умовними зобов'язаннями.

Першочерговим завданням є створення надійного інституційного механізму, здатного забезпечити довгострокову фінансову дисципліну та професійне управління портфелем. Цей механізм має стати «фінансовим якорем» (Fiscal Anchor) для європейської конвергенції.

Централізація управління боргом та створення ДМО. Для подолання проблеми розпорошеності функцій управління, коли рішення приймаються кількома відомствами без належної координації, необхідно створити єдиний, автономний Офіс управління боргом (Debt Management Office, DMO). Цей орган, створений за міжнародними стандартами (наприклад, рекомендаціями Світового банку) [38], має бути операційно незалежним від Міністерства фінансів. Його ключовим мандатом має стати не пошук фінансування, а управління ризиками та мінімізація вартості обслуговування боргу. Автономність ДМО забезпечить професіоналізацію кадрів та захист від політично вмотивованих рішень, що є

критичним для відновлення довіри іноземних інвесторів.

Запровадження незалежного фіскального контролю. Відповідність фіскальній дисципліні ЄС вимагає інституціоналізації зовнішнього, незалежного нагляду за бюджетною політикою. Міжнародний досвід (зокрема, країн Єврозони) доводить ефективність незалежних Фіскальних Рад [42]. Україні необхідно законодавчо закріпити мандат такого органу, який здійснюватиме:

- Верифікацію та незалежну оцінку макроекономічних прогнозів уряду, на яких ґрунтується бюджетне планування.
- Моніторинг дотримання встановлених кількісних фіскальних правил.
- Публічну оцінку довгострокової стійкості державного боргу, що підвищить прозорість бюджетного процесу до європейського рівня [45].

Сучасний підхід вимагає відмови від річного планування на користь Середньострокової боргової стратегії (MTDS), яка охоплює горизонт 3–5 років. MTDS має стати публічним документом, що визначає цільові орієнтири (бенчмарки) для боргового портфеля, зокрема: бажану частку боргу у національній валюті, середній термін до погашення (дюрацію) та співвідношення між фіксованою і плаваючою процентною ставкою. Така стратегія забезпечує передбачуваність дій уряду та дозволяє DMO активно використовувати фінансові інструменти для управління ризиками, а не просто реагувати на поточні потреби [38]

Перехід до інституційно стійкої моделі має бути підкріплений активним управлінням ризиковим профілем самого боргового портфеля, що є необхідною умовою для фіскальної конвергенції з ЄС. Основна мета оптимізації-зниження критичної вразливості до зовнішніх шоків, які проявилися у вигляді курсових та процентних ризиків.

Хеджування валютного ризику. Враховуючи, що значна частина державного боргу номінована у валюті (що робить бюджет чутливим до девальвації гривні), необхідно впровадити стратегію активного хеджування. Це має включати систематичне використання валютних свопів (Currency Swaps), які дозволяють

уряду перетворити зобов'язання в іноземній валюті на гривневі, не змінюючи при цьому первинного боргового інструменту. Активне використання таких похідних фінансових інструментів є стандартною практикою для провідних DMO та дозволяє ефективно перекласти валютний ризик на фінансові інституції [46]. У довгостроковій перспективі, згідно з критеріями стійкості, необхідно встановити цільовий ліміт на частку валютного боргу, що має поступово знижуватися, стимулюючи розвиток внутрішнього ринку гривневих запозичень [38].

Управління процентним ризиком. З метою зниження вразливості до зростання глобальних процентних ставок, яке спостерігалось у 2022–2024 роках, необхідно застосовувати активні операції з управління пасивами. Пропонується використання процентних свопів (Interest Rate Swaps) для трансформації зобов'язань з плаваючою ставкою (зокрема, деяких пільгових кредитів від міжнародних фінансових організацій) на зобов'язання з фіксованою ставкою. Це дозволить DMO гарантувати передбачуваність видатків бюджету на обслуговування боргу на горизонті 5–10 років, що є критичним для середньострокового бюджетного планування [46].

Оптимізація строковості (дюрації). Ключовим завданням для внутрішнього ринку є подовження середнього терміну до погашення боргу. DMO має реалізувати цільову стратегію, спрямовану на залучення довгострокового небанківського капіталу (пенсійних та страхових фондів) та іноземних нерезидентів. Це вимагає уніфікації випусків ОВДП та запровадження інструментів для спрощення розрахунків (наприклад, інтеграція з Euroclear/Clearstream). Цільове збільшення середньої дюрації портфеля внутрішнього боргу до 5–7 років знизить хронічний ризик рефінансування, який нині змушує Міністерство фінансів працювати в режимі постійного «перекидання» боргу [37].

Успішна боргова політика, орієнтована на євроінтеграцію, вимагає усунення проблеми «прихованого дефіциту» та забезпечення повної прозорості фіскальних ризиків. Це напряму пов'язано з інституційними вимогами ЄС щодо фіскальної підзвітності.

Створення централізованого реєстру зобов'язань. Для боротьби з ризиком «міграції» боргів державних підприємств (SOEs) на державний баланс необхідно створити єдиний, публічний реєстр усіх державних гарантій, боргів SOEs та муніципальних зобов'язань. Цей реєстр має забезпечити повну картину фіскальних ризиків, що є необхідною умовою для прозорості згідно зі стандартами МВФ та ОЕСР [38].

Регулярне стрес-тестування та ліміти. Централізований реєстр має стати основою для запровадження обов'язкового щорічного стрес-тестування найбільших реципієнтів державних гарантій (зокрема, підприємств енергетичного сектору). Результати тестування мають бути публічними, а їхня мета-оцінка ймовірності настання гарантійних випадків та їхнього впливу на бюджет. Крім того, необхідно законодавчо встановити кількісний ліміт на обсяг надання нових державних гарантій, прив'язаний до показників ВВП [38]. Ці заходи дозволять усунути політичний фактор при прийнятті рішень щодо гарантування. Боргова політика України має активно використовувати досвід міжнародного співтовариства у сфері інноваційних фінансових інструментів. Це дозволить розподілити ризики відновлення економіки між державою та приватними кредиторами, а також конвертувати боргове навантаження у фінансування стратегічних проєктів.

Запровадження інструментів, прив'язаних до зростання (Debt-Growth Linkage). З огляду на успішний досвід використання Україною ВВП-варантів (хоча й з подальшими проблемами), необхідно переглянути існуючу структуру та активно використовувати облігації, прив'язані до ВВП (GDP-Linked Bonds) у процесі реструктуризації комерційного боргу. Такі інструменти забезпечують автоматичне зменшення виплат за боргом у періоди повільного відновлення економіки та, навпаки, збільшують доходи інвесторів у разі високого зростання. Це робить боргове навантаження циклічним, що значно підвищує боргову стійкість держави в умовах високої невизначеності [40].

Використання свопів «Борг в обмін на клімат/природу» (Debt-for-

Climate/Nature Swaps). У контексті масштабної відбудови та євроінтеграції цей інструмент є особливо актуальним. Він передбачає списання частини зовнішнього боргу в обмін на зобов'язання уряду спрямувати еквівалентні кошти в національній валюті на фінансування цільових «зелених» проєктів, наприклад, відбудови енергетичної інфраструктури за європейськими екологічними стандартами. Це дозволяє досягти подвійної мети: зменшення боргового навантаження та залучення фінансування для екологічної санації та відновлення відповідно до вимог ЄС [41].

Максимізація грантової компоненти. Міжнародний досвід постконфліктного відновлення підтверджує, що у перші 3–5 років після завершення активних бойових дій основний обсяг зовнішньої фінансової допомоги повинен надаватися у формі грантів (безповоротних коштів), а не пільгових кредитів. Це є критично важливим для забезпечення фіскального простору, оскільки відновлення зруйнованої економічної бази та соціальні видатки значно обмежують можливості держави щодо обслуговування нових зобов'язань [44].

Кінцевою метою оптимізації боргової політики є відновлення стійкого доступу до міжнародних ринків капіталу. Цей процес вимагає безпрецедентної прозорості та проактивної комунікації.

Запровадження проактивної комунікації (Investor Relations, IR). DMO має розробити та впровадити проактивну комунікаційну стратегію, що відповідає стандартам ОЕСР. Це включає проведення регулярних (наприклад, щоквартальних) конференц-дзвінків та роуд-шоу з інституційними інвесторами та рейтинговими агентствами, а також публікацію детальних звітів про ризиковий профіль портфеля [39]. Системна комунікація є ключем до зниження «премії за невизначеність», яку ринок закладає у вартість облігацій, та сприяє успішному поверненню до ринкових запозичень [43].

Створення «Постдефолтного кредитного плану». Після завершення реструктуризації комерційного боргу Україні необхідно публічно представити інвесторам чіткий «Постдефолтний кредитний план». Цей документ має деталізувати механізми повернення до фіскальної стійкості, прив'язані до

виконання критеріїв програми МВФ та фіскальних правил ЄС. Наявність такого плану забезпечує необхідну передбачуваність та допомагає відновити довіру консервативного інституційного капіталу.

Регулярна оцінка DeMPA. Для забезпечення постійного вдосконалення системи управління боргом та її відповідності міжнародним вимогам, Україні доцільно регулярно проводити незалежну оцінку Debt Management Performance Assessment (DeMPA) за методологією Світового банку. Ця оцінка є незалежним індикатором прогресу для міжнародних партнерів і дозволяє виявити слабкі місця в інституційному, правовому та операційному аспектах управління [38].

Подальша оптимізація боргової політики вимагає не лише декларації намірів, а й деталізації конкретних механізмів, які перетворюють інституційні та структурні пропозиції на операційну реальність.

Запровадження кількісних фіскальних правил та незалежний контроль. Створення незалежної Фіскальної Ради та реформування Бюджетного кодексу повинні бути сфокусовані на імплементації кількісних фіскальних правил, що є основою європейської фіскальної дисципліни [45]. Пропонується законодавчо закріпити механізм «боргового гальма», який обмежує зростання чистого державного боргу, прив'язуючи його до темпів економічного зростання та встановлюючи коридори скорочення боргу у повоєнний період. Ці правила мають бути жорсткими, але гнучкими, передбачаючи механізми тимчасового відступу (escape clauses) лише у випадках форс-мажорних обставин, як-от нова агресія чи масштабні природні катастрофи. Незалежна Фіскальна Рада [42], у свою чергу, має отримати право публічно оцінювати наслідки всіх законопроектів, які впливають на бюджетну стійкість, що посилить політичну відповідальність за фіскальні рішення.

Правове забезпечення активного управління ризиками. Для повноцінної реалізації управління ризиками необхідно усунути законодавчі прогалини, які нині обмежують використання фінансових інструментів. ДМО повинно отримати законодавче право на проведення операцій з валютними та процентними свопами

[46] без зайвих бюрократичних перешкод, що вимагає внесення відповідних змін до Бюджетного кодексу та нормативно-правової бази Національного банку. Ця правова база має чітко визначати ліміти ризику та умови, за яких ДМО може здійснювати такі операції, керуючись виключно критеріями ефективності та ризику.

Деталізація реформи внутрішнього ринку. Стратегія подовження дюрації внутрішнього боргу до 5–7 років має включати інституційні стимули. Це вимагає не лише уніфікації випусків ОВДП, але й розробки цільових фінансових продуктів (наприклад, облігацій, призначених виключно для пенсійних фондів з довшим терміном погашення). Ключовим є запровадження другого, накопичувального рівня пенсійної системи, який створить постійний, стабільний попит на довгострокові державні цінні папери. Міжнародна інтеграція (наприклад, інтеграція з Euroclear/Clearstream) має бути завершена для спрощення доступу іноземних інституційних інвесторів, що посилить конкуренцію та зменшить залежність від комерційних банків [30].

Прозорість умовних зобов'язань: Методологія стрес-тестування. Боротьба з «прихованим дефіцитом» вимагає не лише створення реєстру гарантій, але й впровадження чіткої методології стрес-тестування SOEs (на що вказують стандарти Світового банку) [38]. Це тестування має проводитися щорічно за уніфікованими сценаріями шоків (наприклад, падіння тарифів, руйнування інфраструктури, коливання валютного курсу). Результати стрес-тестів мають бути публічними та інтегрованими у процес середньострокового бюджетного планування, що дозволить уряду заздалегідь формувати фіскальні буфери для покриття потенційних збитків.

Фінансова інженерія відновлення. Використання інноваційних інструментів вимагає деталізації їхньої фінансової інженерії. При повторному використанні облігацій, прив'язаних до ВВП, необхідно закласти чіткі параметри, які усунуть недоліки попереднього випуску (ВВП-варантів), а саме: встановити розумну стелю виплат (cap), щоб уникнути надмірного навантаження у період відновлення, і

забезпечити прозорий механізм розрахунку зростання ВВП. Конверсія «Борг в обмін на акції» (Debt-for-Equity Swaps) має бути застосована лише до стратегічних державних підприємств, які мають чіткий план корпоративного управління та приватизації, що відповідає вимогам ОЕСР щодо захисту прав інвесторів [43].

Успішна реалізація вищезазначених напрямів оптимізації вимагає паралельного впровадження комплексної стратегії фінансової конвергенції, яка охоплює всі ланки управління державними фінансами. Перехід до європейських стандартів боргової стійкості (Маастрихтських критеріїв) неможливий без запровадження кількісних фінансових правил, що створюють законодавчі обмеження на зростання дефіциту та боргу [45]. Ці правила, закріплені в оновленому Бюджетному кодексі, повинні мати чіткі механізми примусу та контролю з боку незалежної Фінансової Ради [42].

Ключовим елементом, що інтегрує всі реформи, є перехід від реактивного управління до проактивного управління ризиками. Це передбачає:

1. Юридичне унормування використання деривативів: Забезпечення ДМО законодавчою базою для активного хеджування валютних та процентних ризиків за допомогою свопів [46]. Це мінімізує залежність видатків бюджету від курсової волатильності.
2. Дисципліна умовних зобов'язань: Ліквідація «прихованого дефіциту» шляхом встановлення жорстких кількісних лімітів на державні гарантії та впровадження обов'язкового щорічного стрес-тестування державних підприємств [38].
3. Розвиток внутрішнього ринку: Створення стимулів для залучення довгострокового небанківського капіталу (пенсійних фондів), що дозволить подовжити дюрацію внутрішнього боргу та знизити ризик рефінансування.

Таблиця 3.4

Ключові компоненти переходу до проактивного управління борговими ризиками

Елемент реформи	Сутність підходу	Ціль та очікуваний ефект	Джерело / практика
1. Юридичне унормування використання деривативів	Надання DMO (органу управління боргом) законодавчих повноважень застосовувати валютні та процентні свопи для активного хеджування ризиків	Зменшення впливу курсових та процентних коливань на видатки бюджету; формування прогнозованих умов обслуговування боргу	Практика країн ЄС; рекомендації Європейської Комісії щодо деривативів у суверенному управлінні [46]
2. Дисципліна умовних зобов'язань	Запровадження жорстких кількісних лімітів на держгарантії та регулярного стрес-тестування державних підприємств і квазісуверенного сектору	Зменшення прихованих фіскальних ризиків; усунення «фіскального туману»; підвищення передбачуваності бюджетної політики	Рекомендації МВФ та Світового банку; українська практика покриття гарантійних зобов'язань [38]
3. Розвиток внутрішнього ринку державного боргу	Створення інституційних стимулів для участі пенсійних фондів, страховиків та інших інвесторів у ринку довгострокових ОВДП	Подовження дюрації портфеля внутрішнього боргу; зниження ризику рефінансування; зменшення залежності від зовнішніх запозичень	Практика країн ОЕСР та рекомендації Світового банку щодо розвитку локальних ринків капіталу

Побудовано автором на основі джерела [38] та [46]

Таким чином, оптимізація боргової політики України є трирівневим процесом. Інституційний рівень (створення DMO та Фіскальної Ради) забезпечує професіоналізм. Фінансовий рівень (свопи, Debt-for-Equity Swaps [41], GDP-Linked Bonds [40]) забезпечує стійкість та розподіл ризиків. Стратегічний рівень (максимізація грантів [44] та проактивна комунікація з інвесторами [40, 44]) забезпечує повернення довіри та фінансування відбудови. Успішна імплементація цих напрямів є єдиним шляхом для України до відновлення фіскальної стійкості та повноцінної інтеграції у фінансову систему Європейського Союзу.

Висновки до Розділу 3

Дослідження, проведене в третьому розділі, було присвячене критичному аналізу наявних проблем боргової політики України та розробці конкретних шляхів

і механізмів для її удосконалення в умовах тривалої глобальної нестабільності та воєнного часу.

Встановлено, що ключовим недоліком сучасної боргової політики є її інституційний дефіцит та реактивний, а не проактивний характер управління. Доведено, що, попри значний прогрес у залученні пільгового офіційного фінансування, відсутність незалежного та потужного Агентства з управління державним боргом (DMO) обмежує професіоналізацію боргового менеджменту та ефективне управління ризиками. Це проявляється у неоптимальній структурі боргу, збереженні високого валютного ризику та невирішеності проблеми ВВП-варантів, які закладають міну сповільненої дії для фіскальної системи у повоєнний період, створюючи ризик пікових виплат, синхронних із початком економічного відновлення.

Аналіз міжнародного досвіду реструктуризації зовнішнього боргу (зокрема кейсів Греції, Аргентини та країн після конфліктів) підтвердив, що для відновлення боргової стійкості України необхідна глибока та всеосяжна боргова операція. Її архітектура має базуватися на принципах довгострокової стійкості, а не тимчасового відтермінування. Для приватного боргу (єврооблігацій) це передбачає не лише відтермінування, а й значне скорочення номінальної вартості (haircut) та пролонгацію термінів погашення. Успішна реструктуризація також вимагає створення прозорого та інклюзивного механізму координації між усіма категоріями кредиторів (офіційні, приватні та МФО), що є уроком, запозиченим із досвіду Групи 20.

На основі виявлених недоліків та міжнародного досвіду, розроблено низку рекомендацій, спрямованих на інституційне зміцнення та інноваційну диверсифікацію фінансових інструментів. Ключові пропозиції включають:

1. Створення повноцінного DMO: Це підвищить професіоналізм, прозорість та незалежність боргової політики, сприяючи поверненню на міжнародні ринки капіталу в майбутньому.

2. Запровадження нових фіскальних правил: Впровадження фіскальних правил, гармонізованих із стандартами ЄС (зокрема, щодо ліміту боргу/ВВП та дефіциту бюджету), є критично важливим для закріплення макроекономічної дисципліни та забезпечення довіри інвесторів.

3. Застосування інноваційних інструментів: Особлива увага має бути приділена механізму «Обмін боргу на природу/клімат» (Debt-for-Climate Swaps). Цей інструмент дозволить конвертувати частину суверенного боргу у фінансування проєктів «зеленого» відновлення, поєднуючи полегшення боргового навантаження з виконанням зобов'язань щодо кліматичної нейтральності та євроінтеграції.

Таким чином, успішне управління зовнішнім боргом України в умовах глобальної нестабільності вимагає комплексної стратегії, що включає як глибоку реструктуризацію для створення фіскального простору, так і фундаментальну інституційну реформу для запобігання майбутнім кризам. Реалізація цих заходів є критичною передумовою для переходу України від моделі фінансового виживання до моделі стійкої відбудови та економічного зростання.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дозволило сформувати цілісну картину економічної природи зовнішнього боргу, динаміки його формування на глобальному рівні та специфіки боргової політики України в умовах структурних трансформацій та воєнної економіки. Робота поєднує теоретичний аналіз, емпіричне дослідження світових тенденцій та прикладну оцінку боргової стійкості української економіки, що забезпечує глибину та комплексність зроблених висновків.

У першому розділі систематизовано теоретико-методологічні підходи до визначення зовнішнього боргу, що заклали фундамент для подальшого аналізу. Підкреслено, що зовнішній борг є інструментом міжчасового перерозподілу ресурсів і відображає як внутрішні фіскальні потреби держави, так і її інтегрованість у міжнародні фінансові ринки. Структурована систематизація класифікацій-за кредиторами, строками, валютною структурою, інструментами та секторами-дозволила виявити ключові параметри, що визначають боргову стійкість. Важливо, що у роботі застосовані міжнародні методики МВФ та Світового банку, зокрема Debt Sustainability Framework та стандартизовані показники International Debt Statistics, що забезпечує високу наукову валідність проведених оцінок.

Окрему увагу приділено взаємозв'язку між зовнішнім боргом та макроекономічною стабільністю. На основі аналізу теоретичних концепцій, включаючи моделі боргового навантаження та ефекту боргового перенавантаження, обґрунтовано, що критичне зростання зовнішніх зобов'язань у довгостроковій перспективі може призводити до зниження потенціалу економічного зростання, витіснення приватних інвестицій та зростання залежності економіки від зовнішніх фінансових потоків. Важливим є висновок про те, що боргові ризики формуються не тільки внаслідок надмірного зовнішнього фінансування, але й через недосконалість інституційного середовища, низьку прозорість фінансових операцій та слабку координацію фіскальної та боргової політики.

Другий розділ дослідження присвячено виявленню сучасних глобальних тенденцій формування зовнішнього боргу. Застосування даних Світового банку, UNCTAD, OECD та МВФ дозволило продемонструвати, що сучасний світ вступив у четверту хвилю глобального накопичення боргу, яка характеризується безпрецедентним масштабом, швидкістю та складністю. Зростання боргового навантаження у країнах із низьким та середнім рівнем доходу відбувається на тлі погіршення умов зовнішнього фінансування, підвищення процентних ставок, скорочення доступу до міжнародних ринків капіталу та зменшення обсягів офіційної допомоги. Дослідження показує, що структурні боргові дисбаланси посилюються через фрагментацію кола кредиторів: зростання частки приватних власників боргових інструментів, розширення кредитування з боку Китаю та зменшення впливу традиційних механізмів координації, таких як Паризький клуб.

Крім фінансових чинників, робота підкреслює вплив нових системних ризиків-насамперед кліматичних-на боргову стійкість країн. У роботі продемонстровано наявність чіткої кореляції між індексами кліматичної вразливості та суверенними борговими спредами, що фактично формує додаткову «кліматичну премію за ризик» для країн з високою уразливістю до природних катастроф. Такий висновок є важливим у контексті глобальної дискусії про те, що боргові умови для багатьох країн не враховують їх об'єктивних обмежень та екзогенних шоків, що ускладнює доступ до фінансування та обмежує можливості розвитку.

Третій розділ присвячений аналізу боргової політики України. Робота показує, що Україна має унікальну структуру боргу, сформовану в умовах масштабної військової агресії, глибокої економічної трансформації та необхідності забезпечення макрофінансової стабільності у надзвичайно високих ризикових умовах. Структура зовнішнього боргу України змістилася у бік домінування офіційного фінансування, що з одного боку забезпечує нижчу вартість обслуговування, але з іншого-підвищує геополітичну залежність та ускладнює формування середньострокової боргової стратегії.

У дослідженні окреслено основні проблеми боргової політики України, включаючи високий рівень валютних ризиків, недостатній розвиток внутрішнього ринку запозичень, обмежену інституційну спроможність координації боргових операцій, зростання обсягів державних гарантій та потенційні виклики після завершення мораторію на обслуговування єврооблігацій. Водночас робота підкреслює, що завдяки міжнародній підтримці та макрофінансовим програмам МВФ Україна утримує боргову динаміку у контрольованих межах, що створює можливість для формування нової моделі боргової стратегії.

У рекомендаційній частині сформульовано комплексний набір пропозицій щодо вдосконалення боргової політики. До ключових напрямів належать: розширення внутрішнього ринку державних цінних паперів, підвищення прозорості гарантійних операцій, створення ефективної системи боргового ризик-менеджменту, диверсифікація кредиторської бази, впровадження сучасних інструментів фінансування розвитку та кліматичних проєктів. Значну увагу приділено підвищенню інституційної якості боргової політики через модернізацію нормативної бази, зміцнення функції стратегічного планування та інтеграцію боргових рішень у ширший контекст макроекономічної політики держави.

Узагальнюючи результати дослідження, можна зазначити, що зовнішній борг виступає водночас важливим інструментом фінансування й джерелом уразливості, що потребує комплексного підходу до управління. Ефективна боргова стратегія повинна поєднувати забезпечення поточної платоспроможності, контроль ризиків, прозорість зобов'язань та впровадження інноваційних фінансових інструментів, які відповідають глобальним викликам і внутрішнім цілям економічного розвитку. Україна, перебуваючи в умовах трансформації та майбутньої відбудови, має необхідні передумови для формування сучасної боргової архітектури, що забезпечить стабільність, стійкість та здатність економіки до зростання у довгостроковій перспективі.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. What is External Debt? Worldbank. URL: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/474124-what-is-external-debt>
2. World Bank. External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users. Washington, D.C., 2013. - 103 p. [Електронний ресурс] URL: https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/External_debt_statistics_guide.pdf
3. IMF Use of External Debt Statistics: External Debt Analysis: Further Considerations. [Електронний ресурс] URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/eng/guide/file4.pdf>
4. World Bank. Databank: World Development Indicators - Methodology and Metadata. [Електронний ресурс].: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.
5. The influence of public debt on economic growth: a review of literature. 2023. [Електронний ресурс] URL: https://www.researchgate.net/publication/370619624_The_Influence_of_Public_Debt_on_Economic_Growth_a_Review_of_Literature
6. Ricardian Equivalence. 2013. С. 13-14. [Електронний ресурс] URL: https://www.researchgate.net/publication/259430558_The_modern_Ricardian_equivalence_theorem_Drawing_the_wrong_conclusions_from_David_Ricardo's_analysis
7. Review of Economic Studie. Investment Cycles and Sovereign Debt Overhang. 2009. С. 17-18. [Електронний ресурс] URL: https://manuelamador.me/files/cycle_overhang.pdf
8. Philippon T . The Macroeconomics of Debt Overhang. 2009. [Електронний ресурс] URL: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2009/arc/pdf/Philippon.pdf>
9. International Monetary Fund. IMF Country Report No. 23/45: Argentina. - Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2023. - 78 p. [Електронний ресурс]

URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2023/english/largea2023001.pdf>

10. International Monetary Fund. IMF Country Report No. 23/124: Sri Lanka. - Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2023. - 94 p. [Электронный ресурс]

URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2023/english/lkaea2023003.pdf>

11. World Bank. World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2022. - 300 p. [Электронный ресурс]

URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022>

12. World Bank. Africa's Pulse. Analysis of Issues Shaping Africa's Economic Future. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2021. - Vol. 23 (April 2021). - 64 p.

[Электронный ресурс] URL:

<https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/14c463f7-00d4-5748-ad40-aa91c1a8c920>

13. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Economic Outlook 2016, Volume 2016 Issue 2. - Paris: OECD Publishing, 2016.

- 330 p. [Электронный ресурс] URL:

https://www.oecd.org/en/publications/2016/12/oecd-economic-outlook-volume-2016-issue-2_g1g73a7a.html

14. International Monetary Fund; World Bank. Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries.

Washington, D.C.: IMF and World Bank, 2021. - 52 p. [Электронный ресурс]. URL

<https://www.imf.org/en/about/factsheets/sheets/2023/imf-world-bank-debt-sustainability-framework-for-low-income-countries>

15. World Bank. International Debt Statistics 2023. - Washington, D.C.: World Bank Publications, 2023 [Электронный ресурс]. URL:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/099146012112331629/pdf/IDU0e959f3f60973404af0088210e669e5f07689.pdf>

16. World Bank. International Debt Report 2024 (IDR 2024). [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/idr/products>
17. UNCTAD. A growing burden to global prosperity (A World of Debt 2023). [Электронный ресурс]. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/osgmisc_2023d4_en.pdf
18. World Bank. Developing Countries Paid Record \$1.4 Trillion on Foreign Debt in 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/12/03/developing-countries-paid-record-1-4-trillion-on-foreign-debt-in-2023>
19. UN Trade and Development (UNCTAD). A World of Debt 2025. [Электронный ресурс]. URL: <https://unctad.org/publication/world-of-debt>
20. UN. 2024 Financing for Sustainable Development Report: Debt and debt sustainability in numbers. [Электронный ресурс]. URL: https://financing.desa.un.org/sites/default/files/2024-04/2024_FSDR_ChIIIE.pdf
21. ONE. The collateral damage of rising interest rates. [Электронный ресурс]. URL: <https://data.one.org/analysis/the-hidden-impacts-of-rising-interest-rates>
22. World Bank. How Do Rising US Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? [Электронный ресурс]. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099036212082239238/pdf/IDU032d1feef0db0d0480e0b3190f92d87c50de8.pdf>
23. World Bank. International Debt Report 2024 (IDR 2024): The debt transparency agenda: moving it forward. [Электронный ресурс]. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/f1700aa0-cc73-42b7-8ceb-630c5528a574>
24. International Monetary Fund. Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa - A Tepid and Pricey Recovery. Washington, D.C.: IMF, April 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/REO/SSA/Issues/2024/04/19/regional-economic-outlook-sub-saharan-africa-april-2024>

25. International Finance Corporation (IFC). Emerging Market Green Bonds 2024: IFC-Amundi Joint Report. Washington, D.C.: IFC, 2024. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/2025/emerging-market-green-bonds-2024.pdf>
26. Global Financial Stability Report: The Last Mile. Washington, D.C.: International Monetary Fund, April 2024. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024>
27. V20. V20 Debt Review: An account of debt in the Vulnerable Group of Twenty. Vulnerable Twenty Group, April 2024. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.v-20.org/resources/publications/v20-debt-review-2nd-edition>
28. Міністерство фінансів України. Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою боргу України (2019-2024). [Електронний ресурс]. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg> (Дата звернення: 18.11.2025).
29. International Monetary Fund. Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility (IMF Country Report No. 23/132). Washington, D.C.: IMF, 2023. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Press-Release-531689> (Дата звернення: 18.11.2025).
30. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність (Червень 2024). [Електронний ресурс]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>
31. Ministry of Finance of Ukraine. Ukraine Announces Agreement in Principle with Ad Hoc Creditor Committee on Eurobond Restructuring. [Електронний ресурс]. URL: https://mof.gov.ua/en/news/ukraine_announces_agreement_in_principle_with_ad_hoc_creditor_committee_on_eurobond_restructuring-4703.

32. International Monetary Fund. Ukraine: Fourth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. IMF Country Report No. 24/199. Washington, D.C.: IMF, June 2024. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2024/06/28/ukraine-fourth-review-of-the-extended-arrangement-under-the-extended-fund-facility-request-551207>

33. Національний банк України. Уряд залучив від продажу ОВДП на аукціонах майже 640 млрд грн у 2024 році. [Електронний ресурс]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-458-mlrd-grn-v-ekvivalenti>.

34. S&P Global Ratings. S&P downgrades Ukraine to default over missed GDP warrant payment. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/240802-ukraine-foreign-currency-ratings-lowered-to-sd-on-missed-coupon-payment-13212456>.

35. Scope Ratings. Ukrainian debt sustainability challenges remain heightened as new IMF programme talks accelerate. 29 September 2023. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.scoperatings.com/ratings-and-research/research/EN/179352>

36. S&P Global Ratings. Ukraine FC Rating Lowered To 'SD' On Missed Coupon Payment Amid Debt Restructuring. 2 August 2024. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3224412>

37. Міністерство Фінансів України. Щорічні звіти про виконання бюджетних забор'язань. [Електронний ресурс] URL: <https://mof.gov.ua/uk/previous-years-budgets>

38. World Bank. Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Handbook. Washington, D.C.: World Bank Publications, 2023. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/dempa-program>

39. OECD. Sovereign Borrowing Outlook 2024: Transparency and Investor Relations in Debt Management. Paris: OECD Publishing, 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.oecd.org/finance/sovereign-borrowing-outlook-2024.htm>
40. International Monetary Fund. GDP-Linked Bonds: A New Instrument for Sovereign Debt Restructuring. IMF Working Paper, 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/05/15/GDP-Linked-Bonds-A-New-Instrument-for-Sovereign-Debt-Restructuring-54778>
41. World Bank. Debt-for-Climate Swaps: Designing the Next Generation. Policy Report, 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/publication/debt-for-climate-swaps-designing-the-next-generation>.
42. International Monetary Fund. IMF's Work on Fiscal Institutions and Fiscal Councils: Key Lessons and Policy Options. Policy Paper, 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2024/02/09/IMFs-Work-on-Fiscal-Institutions-and-Fiscal-Councils-Key-Lessons-and-Policy-Options-543160>.
43. OECD. Sovereign Debt Management and Market Re-entry: Lessons from the Financial Crisis. Policy Report, 2017. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.oecd.org/finance/Sovereign-Debt-Management-and-Market-Re-entry.htm>
44. World Bank. Sovereign Debt and Reconstruction Financing in Post-Conflict Countries: Lessons and Policy Options. Policy Report, 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/publication/post-conflict-debt-management>
45. European Commission. Fiscal Governance in the Euro Area: Rules and Institutions for Sound Public Finances. [Электронный ресурс]. URL: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/fiscal-governance-euro-area_en (Дата звернення: 18.11.2025).
46. Bank for International Settlements (BIS). Risk Management Practices for Sovereign Debt Managers.

Basel: BIS Policy Paper No. 99, 2024.

[Електронний ресурс]. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap99.htm>

47. International Monetary Fund. Assessment of Reserve Adequacy. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/np/spr/ara/>

48. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis (2011). [Електронний ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>

49. Трофімчук М., Трофімчук О. Особливості управління державним боргом України в умовах війни Вісник Економіки, no. 3, Nov. 2023, pp. 198-11, [Електронний ресурс]. URL: <https://doi.org/10.35774/visnyk2023.03.204>

50. Білий М., Пчела А., Васильченко С. Дослідження фінансових інструментів управління державним боргом України в умовах воєнного стану. Проблеми і перспективи економіки та управління, 2024. №1 (37), С. 350–358. [Електронний ресурс]. URL: [https://doi.org/10.25140/2411-5215-2024-1\(37\)-350-358](https://doi.org/10.25140/2411-5215-2024-1(37)-350-358)

51. Богдан Т. Реструктуризація зовнішнього боргу: міжнародна практика та можливості для України. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/06/20/688356/>