

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра економічної теорії

Кваліфікаційна робота
освітній ступінь – бакалавр

на тему: «**НАЦІОНАЛЬНИЙ БОРГ ТА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ
УКРАЇНИ**»

Виконала: студентка 4-го року
навчання,

Спеціальність:

051 «Економіка»

Гордієнко Анастасія Миколаївна

Керівник Григор'єв Г.С., _____

доктор економічних наук, доцент

Рецензент Соколова Н.М.

(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою _____

Секретар ЕК _____

« ____ » _____ 20 ____ р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ.....	7
1.1. Сутність, структура та класифікація державного боргу	7
1.2 Позитивні та негативні ефекти державного боргу.....	13
1.3 Світовий досвід управління державним боргом та його вплив на економічне зростання	21
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ДИНАМІКИ ТА СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ.....	30
2.1 Етапи формування боргової політики України.....	30
2.2 Вплив державного боргу на економічне зростання України	36
2.3 Порівняння боргової стійкості України з країнами ЄС.....	41
РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДЛЯ ПІДТРИМКИ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ.....	48
3.1 Проблеми та ризики сучасного боргового навантаження України.....	48
3.2 Міжнародні та регіональні інститути у формуванні боргової стійкості України: перспективи та виклики	52
3.3 Рекомендації щодо підвищення боргової стійкості та оптимізації структури боргу	56
ВИСНОВКИ	68
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	71

ВСТУП

Актуальність дослідження. Проблема державного боргу України в умовах повномасштабної війни має особливе значення як фактор, що визначає можливості економічного зростання країни у середньо- та довгостроковій перспективі. Після 2022 року державні запозичення різко збільшились та супроводжувались одночасним скороченням реального ВВП, погіршенням співвідношення між темпами економічного зростання та вартістю обслуговування боргу, а також значною залежністю державних фінансів від зовнішнього фінансування. У цій ситуації тема державного боргу пов'язується з динамікою економічного зростання, інвестиційною активністю та борговою стійкістю держави.

Актуальність теми зумовлена тим, що взаємозв'язок між державним боргом та економічним зростанням має певні суперечності. Адже з однієї сторони державні запозичення можуть виступати джерелом фінансування економіки, підтримувати сукупний попит у кризові періоди та створювати умови для відновлення виробництва. З іншої сторони, надмірне боргове навантаження може стримувати економічне зростання через механізми crowding-out та debt overhang, посилювати валютні ризики, звужувати фіскальний простір та збільшувати витрати на обслуговування боргу.

В умовах війни, поєднання високої вартості запозичень, від'ємних або низьких темпів економічного зростання та значного первинного дефіциту бюджету створює ситуацію, коли співвідношення $r - g$ стає одним із ключових факторів прискореного накопичення боргу. У такому випадку проблема полягає не лише в великому обсязі державного боргу, а у здатності економіки забезпечити темпи зростання для підтримання боргової стійкості без постійного збільшення запозичень.

Останнє, що варто виділити це необхідність оцінки довгострокових наслідків сучасної боргової політики для повоєнного відновлення України. Велика частина державного боргу номінована в іноземній валюті і підвищує

вразливість державних фінансів до девальвації гривні та посилює ризик боргової нестійкості. Значна залежність від зовнішнього фінансування створює потребу у формуванні боргової політики, яка поєднує забезпечення короткострокових потреб бюджету із збереженням потенціалу економічного зростання у майбутньому.

Тому, дослідження взаємозв'язку між державним боргом та економічним зростанням України є особливо актуальним на сьогоднішній день. Це дає можливість оцінити механізми впливу боргового навантаження на економічну динаміку, визначити ризики сучасної боргової моделі України та сформулювати підходи до оптимізації боргової політики в умовах воєнної та повоєнної економіки.

Проблематика державного боргу та його впливу на економічне зростання досліджувалась у працях зарубіжних науковців К. Рогофф, К. Рейнхарт, П. Кругман, а також у методологічних підходах Міжнародного валютного фонду щодо Debt Sustainability Analysis (DSA). Серед українських науковців великий внесок у дослідження цієї теми зробили В. Геєць, Т. Богдан, І. Лютий, В. Козюк та О. Барановський. У їхніх працях досліджуються особливості формування державного боргу України, валютні ризики та проблеми боргової стійкості.

Об'єкт дослідження - процес формування, структурування та забезпечення боргової стійкості України в умовах війни.

Предмет дослідження - теоретичні, методичні та практичні аспекти взаємозв'язку державного боргу та економічного зростання України в умовах повномасштабної війни, з урахуванням зміни співвідношення $r - g$, валютних ризиків та обмежень фіскальної політики.

Мета роботи - проаналізувати вплив державного боргу на економічне зростання України за допомогою механізмів боргової стійкості, співвідношення $r - g$, валютної структури боргу, ефекту debt overhang та особливості боргового фінансування в умовах воєнної економіки, а також запропонувати напрями оптимізації боргової політики для підтримання макрофінансової стабільності та створення передумов довгострокового економічного зростання.

Завдання дослідження:

1. розкрити теоретичні підходи до аналізу державного боргу, боргової стійкості та їхнього взаємозв'язку з економічним зростанням;
2. визначити економічні механізми впливу державного боргу на економічне зростання через співвідношення $r - g$, ефекти crowding-out, crowding-in та debt overhang;
3. проаналізувати світовий досвід управління державним боргом;
4. оцінити динаміку державного боргу України та її взаємозв'язок із показниками економічного зростання в різні періоди розвитку економіки;
5. визначити як державний борг впливає на економічне зростання України;
6. порівняти боргову стійкість України та країн Європейського Союзу з урахуванням Debt Sustainability Analysis (DSA) та Маастрихтських критеріїв;
7. проаналізувати вплив валютної структури державного боргу та зовнішнього фінансування на макрофінансову стабільність і можливості підтримання економічного зростання;
8. проаналізувати роль міжнародних фінансових інституцій у підтриманні боргової стійкості України та вплив на структуру боргової динаміки в умовах війни;
9. запропонувати напрями оптимізації боргової політики України з метою підтримання боргової стійкості та формування передумов довгострокового економічного зростання.

Методи дослідження. Під час роботи використано аналіз та синтез для вивчення складу державного боргу, порівняльний метод для зіставлення показників України та країн Європейського Союзу, статистичні розрахунки для обробки даних за останні роки, системний підхід для вивчення зв'язку між боргом та економічним розвитком держави.

Наукова новизна роботи полягає у поглибленому теоретико-аналітичному дослідженні взаємозв'язку між державним боргом та економічним зростанням України в умовах повномасштабної війни через застосування показника $r - g$,

методології Debt Sustainability Analysis (DSA), а також оцінки впливу валютної структури боргу і механізму боргового нависання (debt overhang) на боргову стійкість країни. На відмінну від існуючих підходів, за допомогою результатів сценарного аналізу, який здійснювався на основі формули боргової динаміки, було систематизовано сучасні ризики боргової стійкості України та обґрунтовано напрями оптимізації боргової політики з урахуванням впливу боргового навантаження на довгострокове економічне зростання.

Практичне значення дослідження полягає у можливості використання висновків для поглиблення оцінки боргової стійкості України та аналізу взаємозв'язку між державним боргом і економічним зростанням в умовах воєнної економіки. Отримані результати можуть використовуватись:

1. у наукових та навчальних досліджень з проблем державного боргу та боргової стійкості;
2. під час підготовки аналітичних матеріалів щодо оцінки боргової динаміки України, через застосування показника $r - g$, підходу Debt Sustainability Analysis (DSA) та аналізу валютної структури боргу;
3. для формування аналітичної основи досліджень впливу державного боргу на економічне зростання та макрофінансову стабільність України.

Апробація результатів. Основні результати кваліфікаційної роботи були апробовані на студентській науково-практичній конференції Національного університету “Києво-Могилянська академія” на тему “Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності” (м.Київ, 17 квітня 2026 року), де було представлено доповідь на тему “Національний борг та економічне зростання України”. За результатами дослідження опубліковано тези доповіді у збірнику матеріалів конференції.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

1.1. Сутність, структура та класифікація державного боргу

Державний борг - це вся сума боргових зобов'язань, які країна винна кредиторам. Ці борги виникають внаслідок державних запозичень для фінансування бюджетного дефіциту, рефінансування попередніх зобов'язань та реалізації стратегічної економічної політики. Коли уряд витрачає більше грошей, ніж отримує від податків та інших джерел доходів, виникає потреба в додатковому фінансуванні. Саме тоді держава звертається до внутрішніх або зовнішніх кредиторів, випускаючи облігації, беручи позики у світових фінансових організацій чи інших країн. Кожна така операція збільшує загальну боргову масу країни. Державний борг охоплює не лише обсяг зобов'язань, а й їхню структуру за строками погашення, валютою, типом кредиторів та вартістю обслуговування. Сам факт зростання державного боргу не означає кризи. Важливим значенням є чи здатна держава його обслуговувати без втрати макроекономічної стабільності. Розуміння природи цього явища дозволяє краще оцінювати фінансовий стан економіки та перспективи подальшого розвитку [1]. Борг стає інструментом, через який держава може реалізовувати амбітні проекти без негайного підвищення податків, але водночас створює зобов'язання для майбутніх поколінь.

Структура державного боргу визначається декількома ключовими параметрами, серед яких найважливішим є поділ на внутрішній та зовнішній борг (рис. 1.1). Внутрішній борг формується через залучення коштів від резидентів країни - банків, інвестиційних фондів, підприємств та громадян. Держава випускає облігації внутрішньої державної позики, які купують вітчизняні інвестори, фактично кредитуючи власний уряд. Зовнішній борг виникає при запозиченні у іноземних кредиторів - це можуть бути інші держави, міжнародні організації, такі як Міжнародний валютний фонд чи Світовий банк,

іноземні комерційні банки та інвестори [2]. Принципова різниця полягає у валюті запозичень та ризиках, адже зовнішній борг зазвичай номінований в іноземній валюті, що створює додаткові ризики при коливаннях валютного курсу. Внутрішній борг може обслуговуватися за рахунок емісії національної валюти, тоді як зовнішній вимагає наявності валютних резервів або експортних надходжень.

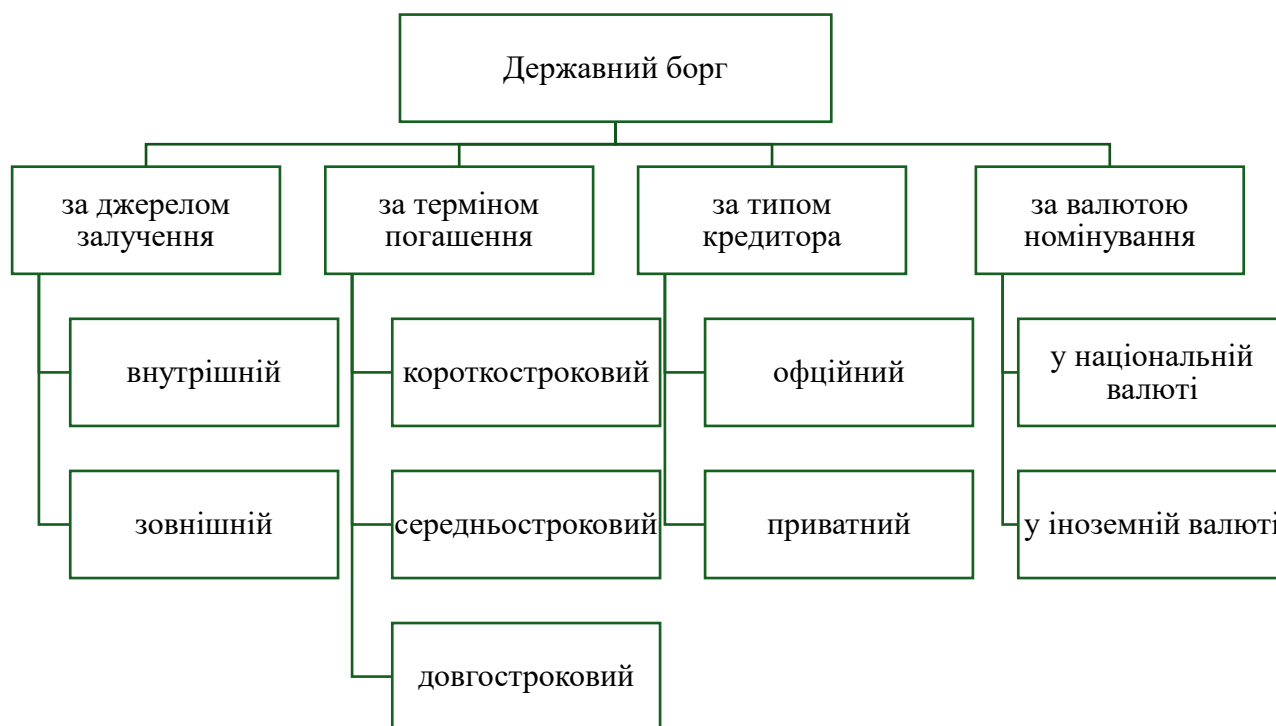


Рис. 1.1 Класифікація державного боргу

**Джерело:* складено автором на основі джерела [14]

За терміном погашення борг класифікується на короткостроковий, середньостроковий та довгостроковий. Такий розподіл має практичне значення для планування бюджету та оцінки навантаження на державні фінанси у різні періоди. Короткострокові запозичення дають швидкий доступ до коштів, але потребують частішого рефінансування, що створює ризик несплати у разі погіршення економічної ситуації або закриття доступу до ринків капіталу [3]. Довгострокові позики забезпечують стабільність та передбачуваність платежів, хоча часто під вищі відсоткові ставки через премію за тривалий період невизначеності. Оптимальна структура боргу за термінами залежить від

економічної ситуації, стану фінансових ринків та стратегічних цілей уряду. Країни з нестабільною економікою часто змушені покладатися на короткострокові запозичення.

Класифікація за типом кредитора розділяє борг на офіційний та приватний. Офіційний борг включає зобов'язання перед урядами інших країн, центральними банками та світовими фінансовими організаціями. Такі позики часто надаються на пільгових умовах з нижчими відсотковими ставками та довгими термінами погашення, особливо для країн, що переживають економічні труднощі. Міжнародні організації можуть також надавати технічну допомогу та вимагати проведення структурних реформ як умову кредитування [3].

Приватний борг формується через випуск цінних паперів на міжнародних ринках капіталу або отримання кредитів від комерційних банків. Ці запозичення зазвичай коштують дорожче, оскільки приватні кредитори вимагають вищої премії за ризик, але вони забезпечують більшу гнучкість та доступ до значних обсягів фінансування без політичних умов. Баланс між офіційним та приватним боргом впливає на загальну вартість обслуговування та рівень автономії держави у проведенні економічної політики.

Ще один важливий критерій класифікації це поділ боргу за цільовим призначенням. Продуктивний борг використовується для фінансування інвестиційних проєктів, що генерують майбутні доходи - будівництво інфраструктури, розвиток освіти, модернізація виробництва, створення транспортних мереж. Такі вкладення створюють основу для економічного зростання та збільшення податкових надходжень у перспективі, що полегшує обслуговування боргу та робить його самоокупним. Непродуктивний борг іде на поточні витрати - виплату заробітних плат державним службовцям, соціальні програми, утримання державного апарату, покриття дефіциту пенсійного фонду. Хоча ці видатки можуть бути суспільно важливими та політично необхідними, вони не генерують прямих доходів для погашення запозичень, створюючи додаткове навантаження на бюджет.

Борг у національній валюті дає державі більше контролю, тому що центральний банк може регулювати кількість грошей та відсоткові ставки, а за крайньої потреби - монетизувати частину боргу через емісію. Проте для країн з нестабільною економікою внутрішні інвестори можуть вимагати високої премії за ризик інфляції або девальвації, що робить такі запозичення дорогими. Борг в іноземній валюті робить країну вразливою до валютних коливань - знецінення національної грошової одиниці автоматично збільшує боргове навантаження у перерахунку на місцеву валюту, що може призвести до боргової спіралі. Водночас доступ до міжнародних ринків часто можливий лише через випуск зобов'язань у резервних валютах, таких як долар або євро. Збалансована валютна структура боргу допомагає мінімізувати ризики та забезпечити стабільність державних фінансів за різних економічних сценаріїв, поєднуючи переваги обох типів запозичень [2].

Для аналітичної оцінки впливу державного боргу на економіку застосовується ряд теоретичних моделей, які формують наукову основу сучасної боргової політики. К. Рогофф та К. Рейнхарт у своєму емпіричному дослідженні 2010 року встановили існування боргових порогів - значень співвідношення борг/ВВП, перевищення яких пов'язане зі статистично значущим сповільненням економічного зростання [4]. Зокрема, для розвинених економік цей поріг визначено на рівні 90% ВВП, для країн, що розвиваються, на рівні 60% зовнішнього боргу. Хоча точність цих порогів залишається предметом наукової дискусії, ключовий внесок підтверджено багатьма дослідженнями: нелінійний характер залежності між боргом та зростанням означає, що помірний борг може стимулювати розвиток, тоді як надмірний - його гальмує.

Модель нависання боргу (*debt overhang*), розроблена Кругманом, пояснює механізм цього гальмування: коли очікувані майбутні виплати за боргом перевищують потенційні доходи держави, приватні інвестори утримуються від вкладень, оскільки плоди зростання йтимуть кредиторам, а не власникам капіталу [3]. Ефекти витіснення (*crowding-out*) та втягування (*crowding-in*) описують протилежні канали впливу державних запозичень на приватні

інвестиції: перший реалізується через підвищення відсоткових ставок внаслідок конкуренції за обмежені заощадження, другий - через зниження витрат бізнесу завдяки державним інвестиціям в інфраструктуру та людський капітал.

Центральним аналітичним інструментом оцінки боргової стійкості є показник $r - g$, що відображає різницю між реальною відсотковою ставкою за державним боргом (r) та темпом реального економічного зростання (g). Якщо g перевищує r , тобто економіка зростає швидше, ніж накопичуються відсотки, борг є самостійно стійким: його співвідношення до ВВП знижується навіть без первинного бюджетного профіциту. Якщо ж r перевищує g , борг зростає швидше за економіку, і для стабілізації боргового навантаження уряд змушений підтримувати первинний профіцит бюджету, тобто витратити менше, ніж отримує у вигляді доходів, не рахуючи відсоткових виплат. Чим більша різниця $r - g$ на користь r , тим вищий первинний профіцит потрібен для утримання боргу на стабільному рівні, і тим жорстокішою має бути фіскальна консолідація. Цей показник є ключовим для розуміння боргової динаміки України, де в умовах війни поєднуються висока вартість запозичень та від'ємні темпи зростання, що формує надзвичайно несприятливе співвідношення $r - g$ і пояснює стрімке зростання боргового навантаження навіть без різкого збільшення номінального обсягу нових запозичень [5].

Для коректного аналізу боргової динаміки необхідно розмежовувати ключові поняття, які використовуватимуться в подальшому дослідженні. Структурний дефіцит бюджету - це та частина дефіциту, яка зберігається навіть за умови повної зайнятості та нормального циклічного стану економіки; він відображає фундаментальний дисбаланс між доходами та видатками держави. Циклічний дефіцит, навпаки, є тимчасовим явищем, спричиненим економічним спадом: падіння виробництва скорочує податкові надходження та збільшує соціальні видатки, але зникає при відновленні зростання. Ризик рефінансування (rollover risk) виникає тоді, коли уряд не може залучити нове фінансування для погашення боргів, що наступають до сплати, через закриття ринків, брак довіри кредиторів або несприятливу кон'юнктуру. Цей ризик є особливо гострим для

країн із великою часткою короткострокових зобов'язань. Валютний ризик зовнішнього боргу полягає в тому, що знецінення національної валюти автоматично збільшує реальну вартість обслуговування боргу, номінального в іноземній валюті. Структура за строками погашення (*maturity structure*) описує розподіл боргових виплат у часі: концентрація великих виплат в одному або кількох роках створює потоки рефінансування та підвищує вразливість до ринкової кон'юнктури [6]. Динаміку боргового навантаження описує формула боргової динаміки:

$$\Delta d = (r - g) \times d_{-1} - pb$$

де Δd - зміна співвідношення боргу до ВВП;

r - реальна відсоткова ставка за боргом;

g - темп реального економічного зростання;

d_{-1} - початковий рівень боргу до ВВП;

pb - первинний баланс бюджету (доходи мінус видатки без урахування відсоткових платежів).

Формула показує, що борг зростає, коли відсоткова ставка перевищує темп зростання економіки ($r > g$), і може стабілізуватися лише за достатнього первинного профіциту або прискорення зростання.

Формула боргової динаміки є частковим відображенням ширшої концепції міжчасового бюджетного обмеження держави, яке стверджує, що поточна вартість усіх майбутніх первинних профіцитів має бути не меншою за поточний обсяг боргу. Держава може запозичувати лише тоді, коли очікує генерувати достатні профіцити у майбутньому для обслуговування накопичених зобов'язань. Для України це означає, що повоєнна стабілізація потребує одночасного поєднання економічного зростання, фіскальної консолідації та реструктуризації боргу. Саме ця формула пояснює механізм стрімкого накопичення боргу України в умовах війни: від'ємне зростання економіки та висока вартість запозичень формують максимально несприятливе

співвідношення $r - g$, тоді як первинний дефіцит бюджету через воєнні витрати лише посилює боргову динаміку.

Економічне зростання у цьому дослідженні розглядається як складний процес розширення виробничого потенціалу економіки, зростання продуктивності праці та ефективності використання ресурсів. Варто окремо розглянути короткострокове відновлення економіки та довгострокове. У першому випадку зростання може формуватися за рахунок стимулювання сукупного попиту, бюджетних видатків та зовнішньої допомоги, а у другому економічне зростання залежить від накопичення капіталу, інновацій, інституційної якості та розвитку людського капіталу.

Ключовим значенням у контексті державного боргу є механізм трансформації запозичених коштів у продуктивні інвестиції. Коли борг спрямовується на фінансування інфраструктури, розвиток енергетики та модернізацію виробництва, це значно підвищує продуктивність економіки та створює основу для довгострокового економічного зростання. У цьому випадку формується ланцюг “борг - інвестиції - продуктивність - економічне зростання - боргова стійкість”. Але водночас використання запозичень тільки для фінансування поточних споживчих видатків або покриття дефіциту бюджету не створює нової виробничої бази та може призводити до накопичення нависання боргу (*debt overhang*) і посилення боргового навантаження.

Взаємозв'язок між боргом та економічним зростанням є актуальною проблемою для України в умовах війни. Адже значна частина державних запозичень спрямовується на оборонні та соціальні потреби, тому це створює суперечність між необхідністю короткострокової стабілізації та формуванням довгострокових джерел економічного зростання.

1.2. Позитивні та негативні ефекти державного боргу

Державний борг може приносити відчутну користь економіці країни за умови розумного використання залучених коштів (рис. 1.2). Запозичення

дозволяють уряду фінансувати масштабні проєкти без різкого підвищення податків, що могло б загальмувати економічну активність. Будівництво доріг, мостів, модернізація залізниць та портів потребують величезних вкладень, які складно профінансувати лише з поточних надходжень бюджету [1].



Рис. 1.2 Позитивні ефекти державного боргу

**Джерело:* складено автором на основі джерела [1, 7]

За певних умов державні запозичення здатні генерувати ефект crowding-in - витіснення приватного споживання державними видатками у зворотному напрямку, тобто стимулювання приватної економічної активності. Цей механізм реалізується тоді, коли уряд спрямовує кошти на інфраструктуру або технології, що знижують витрати для бізнесу: прокладання доріг зменшує транспортні витрати підприємств, розвиток інфраструктури здешевлює комунікації, будівництво енергомереж підвищує доступність і стабільність електропостачання. У підсумку приватний капітал доповнює державні вкладення а не конкурує з ними, що підсилює загальний інвестиційний ефект [1]. Crowding-in особливо виражений у країнах із недорозвиненою інфраструктурою та значними структурними прогалинами в економіці, де ринок самостійно не спроможний забезпечити необхідний рівень капіталовкладень.

Запозичення також виконують стабілізаційну функцію під час економічних криз або рецесій. Коли економіка сповільнюється, податкові надходження

падають, а безробіття зростає. Уряд може збільшувати видатки за рахунок боргу, підтримуючи сукупний попит та запобігаючи глибокій рецесії [7]. У короткостроковій перспективі такий фіскальний стимул дає відчутний мультиплікативний ефект: кожна гривня державних видатків генерує більше ніж одну гривню приросту ВВП, оскільки витрачені кошти циркулюють в економіці через ланцюг споживання та виробництва. Виплати допомоги безробітним, фінансування громадських робіт, підтримка збанкрутілих підприємств допомагають пом'якшити удар кризи для населення. Однак у довгостроковій перспективі цей ефект слабшає: накопичений борг потребує зростаючих виплат, що обмежує майбутній фіскальний простір і може зменшити короткострокові вигоди від стимулювання.

Боргові інструменти відіграють важливу роль у розвитку фінансового ринку країни. Державні облігації слугують надійним активом для банків, страхових компаній та приватних інвесторів, формуючи безризикову базову прибутковість, від якої відштовхуються при оцінці всіх інших фінансових інструментів. Ринок цінних паперів забезпечує ліквідність фінансової системи та дає центральному банку інструмент для проведення монетарної політики [8]. Проте надмірний борг створює серйозні ризики та обмеження для економіки (рис. 1.3). Головна проблема полягає у необхідності обслуговування боргу - виплати відсотків та повернення основної суми. Коли частка бюджету, що йде на обслуговування боргу, стає дуже великою, це обмежує можливості уряду фінансувати інші важливі напрями [9].

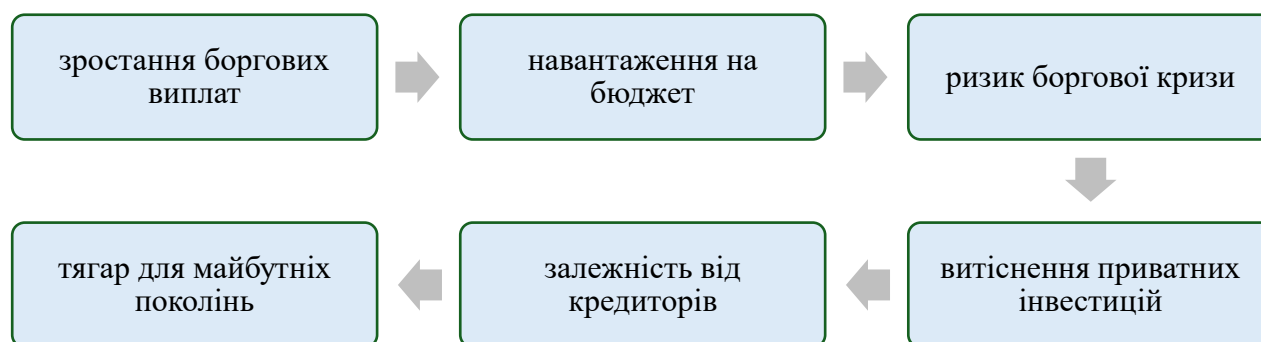


Рис. 1.3 Негативні ефекти державного боргу

*Джерело: складено автором на основі джерела [9, 10]

Ключовим негативним механізмом є ефект витіснення (crowding-out) - витіснення приватних інвестицій державними запозиченнями. Коли уряд активно залучає кошти на внутрішньому ринку капіталу, він конкурує з приватним сектором за обмежений обсяг заощаджень. Це підштовхує відсоткові ставки вгору, збільшуючи кредит для бізнесу та домогосподарств [10]. Ефект витіснення (crowding-out) найбільш виражений у країнах із відносно фінансовим ринком, де обсяг доступних заощаджень обмежений, а державні запозичення займають значну їх частку. В Україні цей механізм посилюється вузькістю внутрішнього ринку капіталу та домінуванням держави як позичальника.

Окремим і особливо небезпечним явищем є нависання боргу (debt overhang) - ситуація, коли накопичений борг досягає рівня, за якого очікувані майбутні виплати за зобов'язаннями перевищують потенційні доходи держави від економічного зростання. За таких умов навіть потенційно вигідні інвестиційні проекти не реалізуються: приватні інвестори розуміють, що результати майбутнього зростання підуть на погашення боргів, а не на підвищення добробуту. Це формує проблему низьких інвестицій і низького зростання, що ще більше погіршує боргову стійкість [3]. Нависання боргу (debt overhang) також дестимулює уряд проводити структурні реформи, адже частина вигаду від реформ автоматично дістається кредиторам у вигляді вищих шансів на погашення боргу.

Великий державний борг впливає на макроекономічну стабільність через кілька взаємопов'язаних каналів. По-перше, вплив на валютний курс: зростання зовнішнього боргу збільшує попит на іноземну валюту для обслуговування зобов'язань, що створює тиск на знецінення національної грошової одиниці. Девальвація автоматично збільшує реальну вартість валютного боргу в перерахунку на національну валюту, формуючи небезпечну ситуацію: борг провокує девальвацію, а девальвація збільшує борг. По-друге, вплив на інфляцію, якщо уряд вдається до монетизації боргу, тобто фінансує дефіцит через емісію, то він прямо стимулює інфляційні процеси, знецінює заощадження населення та

підриває довіру до монетарної політики. По-третє, вплив на державні інвестиції. Зростання видатків на обслуговування боргу витісняє продуктивні державні капіталовкладення в інфраструктуру, освіту, охорону здоров'я, скорочуючи потенціал довгострокового зростання [11].

Розмежування між короткостроковим та довгостроковими ефектами боргу є важливим для оцінки боргової політики. У короткостроковій перспективі запозичення справляють переважно стимулюючий вплив: збільшують сукупний попит, підтримують зайнятість і пом'якшують циклічні коливання. Саме тому уряди схильні вдаватися до дефіцитного фінансування в кризові періоди. Проте в довгостроковій перспективі ефекти змінюють знак: накопичений борг гальмує зростання через ефект витіснення (crowding-out), нависання боргу (debt overhang) та зростаючі витрати на обслуговування, які обмежують продуктивні видатки бюджету. Емпіричні дослідження, зокрема Рогоффа та Рейнхарт, свідчать, що перевищення порогу боргу у 90% ВВП пов'язане з помітним уповільнення темпів економічного зростання, хоча точність цього порогу залишається дискусійною у науковій літературі [4].

Пов'язаним із борговим навантаженням є поняття фіскального простору - наявного резерву для збільшення видатків або зниження податків без загрози боргової стійкості. Країни з широким фіскальним простором здатні активно реагувати на кризи, тоді як держави з вичерпаним простором змушені скорочувати видатки саме тоді, коли економіка найбільше потребує підтримки. Для України, де воєнні видатки суттєво звузили фіскальний простір, це означає критичну залежність від зовнішньої фінансової підтримки як способу уникнути проциклічної консолідації.

Таблиця 1.1

Канали впливу державного боргу на економічне зростання

Канал	Механізм	Ефект на зростання
Crowding-in (ефект втягування)	державні інвестиції в інфраструктуру знижують витрати бізнесу, приватний капітал доповнює державний	позитивний

Продовження таблиці 1.1

Фіскальний мультиплікатор	державні видатки підтримують сукупний попит у кризу, кожна гривня генерує більше 1 грн ВВП	короткостроковий позитивний
Розвиток фінансового ринку	державні блігації формують безризикову базову дохідність, ліквідність системи зростає	опосередкований позитивний
Crowding-out (ефект витіснення)	державні запозичення конкурують із приватним сектором за заощадження, ставки ростуть, кредит дорожчає	негативний
Debt overhang (нависання боргу)	борг перевищує потенційні доходи від зростання, інвестори утримуються від вкладень	негативний
Валютний тиск	зовнішній борг збільшує попит на валюту, девальвація підвищує реальну вартість боргу	дестабілізуючий
Інфляційний канал	монетизація боргу через емісію розкручує інфляцію, знецінює заощадження	негативний
Витіснення продуктивних видатків	обслуговування боргу скорочує бюджет на інфраструктуру, освіту, охорону здоров'я	довгостроковий негативний

*Джерело: складено автором на основі джерела [3, 4, 10, 11]

Важливим теоретичним застереженням щодо ефективності боргового фінансування є тотожність Рікардо. Вона базується на усвідомленні раціональних домогосподарств, що поточне збільшення державного боргу означає підвищення податків у майбутньому, тому вони збільшують заощадження замість споживання. У такому випадку державні запозичення не мають стимулюючого ефекту для економіки. Водночас рікардіанська еквівалентність спирається на низку жорстких припущень, а саме: повну раціональність економічних агентів, відсутність обмежень ліквідності, досконалі фінансові ринки, стабільні очікування щодо податкової політики держави. У реальній економіці ці умови виконуються лише частково, особливо у країнах із середнім та низьким рівнем доходу.

Для систематичної оцінки боргової стійкості використовуються нерікардіанські підходи, зокрема Debt Sustainability Analysis (DSA) Міжнародного валютного фонду. На відміну від тотожності Рікардо, модель DSA не виходить із припущень нейтральності боргу, вона зосереджується на оцінці реальної платоспроможності держави, динаміки співвідношення боргу до ВВП, чутливості до макроекономічних шоків, співвідношення $r - g$ та здатності уряду підтримувати боргову стійкість у довгостроковій перспективі. Тому тотожність Рікардо у цій ситуації використовується як теоретичне застереження та граничний випадок, а модель DSA є основним практичним інструментом аналізу боргової стійкості України.

Debt Sustainability Analysis (DSA) складається із чотирьох взаємопов'язаних елементів. Базовий сценарій (baseline) є першим елементом і він формується на основі макроекономічних прогнозів відносно економічного зростання, інфляції, обмінного курсу, бюджетних дефіцитів, відсоткових ставок та потреб у фінансуванні. Він передбачає прогнозування динаміки співвідношення державного боргу до ВВП та оцінює здатність країни стабілізувати боргове навантаження за відсутності суттєвих зовнішніх шоків.

Другим елементом є стрес-тести (shocks), які моделюють вплив негативних макроекономічних ситуацій на боргову стійкість. МВФ аналізує наслідки зменшення темпу економічного зростання, девальвації національної валюти, підвищення відсоткових ставок та погіршення первинного балансу бюджету. Такі ситуації дають можливість оцінити чутливість боргової динаміки до кризових факторів та визначити потенційні ризики втрати платоспроможності.

Наступним елементом DSA є система порогових значень (thresholds). Вона використовується для оцінки рівня боргового ризику. Для країн з доступом до ринків капіталу МВФ визначає помірний рівень боргу до 70% ВВП, підвищеним – 70-85%, а високим – понад 85%.

Останнім елементом є оцінка ризиків рефінансування та аналіз валютної структури боргу. Велика частка короткострокових зобов'язань підвищує ризик рефінансування (rollover risk) і створює загрозу неможливості залучити нові

ресурси для погашення попередніх боргів. Варто зазначити, що висока частка валютного боргу створює додаткову вразливість до девальвації національної валюти, адже будь-яке знецінення гривні збільшує реальну вартість обслуговування боргових зобов'язань.

Методологічним ядром DSA виступає взаємозв'язок між показником $r - g$ та первинним балансом бюджету. Якщо реальна відсоткова ставка за боргом (r) перевищує темпи економічного зростання (g), то для стабілізації боргу уряд змушений підтримувати первинний профіцит бюджету. За несприятливого співвідношення $r > g$ країна змушена підтримувати первинний профіцит для стабілізації боргу, а за $r < g$ борг може знижуватися навіть за помірною дефіциту. Тому аналіз співвідношення $r - g$ є ключовим елементом оцінки боргової стійкості України в умовах війни, коли поєднання високої вартості запозичень та уповільнення економічного зростання формує несприятливу боргову динаміку.

Поряд із DSA міжнародні організації використовують стандартизований набір індикаторів, що дозволяє зіставляти ситуацію в різних країнах: співвідношення державного боргу до ВВП як основний показник боргового навантаження; відношення видатків на обслуговування боргу до доходів бюджету як міра фіскального тиску; покриття зовнішнього боргу валютними резервами як індикатор ліквідності; первинний баланс бюджету як показник здатності уряду самостійно стабілізувати борг. Маастрихтські критерії ЄС встановлюють граничні орієнтири, а саме – борг не повинен перевищувати 60% ВВП, а бюджетний дефіцит 3% ВВП.

Для України DSA є не лише аналітичним інструментом, а й практичним механізмом взаємодії з міжнародними кредиторами, саме на його основі МВФ формує умови програм підтримки та оцінює реалістичність боргових зобов'язань країни в умовах війни.

1.3. Світовий досвід управління державним боргом та його вплив на економічне зростання

Досвід різних країн світу в управлінні державним боргом демонструє відсутність універсального секрету успіху, адже кожна економіка має власні особливості, виклики та можливості. Одні держави успішно функціонують з високим рівнем боргу, інші потрапляють у кризу навіть при помірних показниках. Ключовими факторами, що визначають наслідки боргової політики, виступають структура боргу, довіра інвесторів, якість інституцій, темпи економічного зростання та ефективність використання запозичених коштів.

Японія демонструє унікальний приклад країни з найвищим рівнем державного боргу серед розвинених економік, який перевищує 260% від обсягу економіки. Попри такі цифри, країна уникає боргової кризи завдяки кільком факторам. Більша частина боргу номінована у власній валюті та перебуває у руках внутрішніх інвесторів, передусім пенсійних фондів та страхових компаній. Центральний банк активно скуповує державні облігації, фактично монетизуючи частину боргу та підтримуючи надзвичайно низькі відсоткові ставки. Така політика стала можливою через довіру до фінансової системи країни, традиційно високий рівень заощаджень населення та статус єни як резервної валюти [12]. Проте японський досвід також показує обмеження такої моделі – економіка багато років страждає від низьких темпів зростання, дефляції та старіння населення. Великий борг обмежує можливості уряду проводити стимулюючу фіскальну політику, а постійне рефінансування створює ризики у перспективі.

Для України японський досвід є застереженням, монетизація боргу як спосіб його обслуговування є прийнятною лише за умови глибокої довіри до національної валюти та розвиненого внутрішнього ринку капіталу. В умовах, коли гривня не є резервною валютою, а внутрішні заощадження обмежені, спроба відтворити японську модель може спровокувати інфляційну спіраль та знецінення курсу.

Німеччина представляє протилежний підхід, базований на жорсткій фіскальній дисципліні та конституційному обмеженні дефіциту бюджету. Після об'єднання країни у 1990 році борг зріс через великі витрати на модернізацію східних земель, але уряд послідовно працював над його скороченням. Запроваджене у 2009 році правило боргового гальма обмежує структурний дефіцит бюджету на рівні 0,35% економіки, змушуючи політиків збалансовувати видатки та доходи. Така дисципліна дозволила знизити борг до комфортних 60% економіки та створити простір для маневру під час криз. Німецький досвід показує, що консервативна боргова політика може поєднуватися з економічним зростанням за умови високої продуктивності. Проте, надмірна економія обмежує інвестиції в інфраструктуру та соціальні програми, створюючи проблеми у довгостроковій перспективі [13].

Для України ключовим уроком є не стільки жорсткість самих правил, скільки їхня інституційна укоріненість, боргова дисципліна, закріплена на конституційному рівні та підкріплена незалежним моніторингом, формує довіру інвесторів і знижує вартість запозичень. Після завершення війни відновлення фіскальних правил з поступовим зниженням дефіциту стане необхідною передумовою для повернення до ринкового фінансування.

Сполучені Штати демонструють модель, де високий борг поєднується з економічним зростанням завдяки унікальному статусу долара як світової резервної валюти. Американський борг перевищує 120% економіки, але країна легко залучає фінансування на глобальних ринках під низькі ставки. Іноземні держави, корпорації та інвестори охоче купують американські облігації, вважаючи їх найбезпечнішим активом у світі. Така довіра дозволяє уряду фінансувати масштабні видатки на оборону, соціальні програми та інфраструктуру без ризику боргової кризи. Водночас американська модель породжує глобальні дисбаланси та залежність світової фінансової системи від політики однієї країни. Зростання боргу викликає занепокоєння щодо довгострокової стійкості, особливо на фоні старіння населення та зростаючих витрат на охорону здоров'я.

Американська модель нерелевантна для України в прямому сенсі, але вона демонструє фундаментальний принцип – чим вища довіра до країни як позичальника, тим нижча премія за ризик і тим доступніше фінансування. Для України це означає, що підвищення кредитного рейтингу через реформи та прозорість є не лише іміджевим завданням, а прямим інструментом зниження боргових витрат.

Скандинавські країни, побудували модель низького боргу та високого добробуту через ефективне управління природними ресурсами та збалансовану фіскальну політику. Норвегія створила суверенний фонд добробуту, куда спрямовує доходи від нафтовидобутку, фактично перетворюючи невідновлювані ресурси на фінансові активи для майбутніх поколінь. Фонд інвестує закордоном, уникаючи перегріву внутрішньої економіки та накопичуючи резерви на випадок криз. Швеція після фінансової кризи 1990-х років провела необхідні реформи, скоротила борг та створила бюджетні буфери. Цей підхід дозволив скандинавським країнам зберігати щедрі соціальні програми без накопичення критичного боргу. Досвід показує, що прозоре управління фінансами, довіра до інституцій та готовність приймати непопулярні рішення створюють основу для довгострокової стабільності [7].

Для України скандинавський досвід актуальний в контексті майбутньої відбудови, надходження від міжнародної допомоги та потенційні репарації мають розподілятися через прозорі механізми з чіткою підзвітністю, а не поглинатися поточними видатками без довгострокового ефекту. Окрім того, досвід Швеції свідчить, що готовність уряду своєчасно проводити жорсткі структурні реформи, навіть в умовах соціального тиску, дозволяє суттєво скоротити борговий тягар у середньостроковій перспективі. Для України це означає, що реформи державних фінансів, розпочаті вже під час війни, створять міцніший фундамент для повоєнного відновлення, ніж відкладення непопулярних рішень на майбутнє.

Країни, що розвиваються, стикаються з унікальними викликами в управлінні боргом через обмежений доступ до фінансування та вразливість до зовнішніх шоків. Латинська Америка пережила серію боргових криз у 1980-2000-

х років, коли країни втрачали можливість обслуговувати зовнішній борг. Аргентина неодноразово оголошувала дефолт, що призводило до соціальних потрясінь та тривалої рецесії. Ці кризи навчили урядів важливості диверсифікації економіки, створення валютних резервів та обережності при зовнішніх запозиченнях [12]. Чилі та Перу впровадили фіскальні правила, що обмежують видатки у періоди високих цін на сировину, накопичуючи резерви для важких часів.

Латиноамериканський досвід є найбільш релевантним для України серед усіх розглянутих кейсів, висока частка зовнішнього валютного боргу, залежність від міжнародних кредиторів та обмежений доступ до ринків капіталу – це спільні риси, що визначають вразливість. Ключовий урок полягає у тому, що реструктуризація боргу, здійснена завчасно та в рамках переговорного процесу, є значно менш руйнівною, ніж дефолт, спровокований вичерпанням резервів. Досвід Чилі додатково вказує на важливість формування фіскальних буферів у сприятливі періоди. Для України це означає, що будь-яке майбутнє економічне відновлення має супроводжуватися накопиченням резервів, а не лише нарощуванням видатків.

Азіатські країни після фінансової кризи 1997-1998 років кардинально переглянули підходи до управління боргом та валютними резервами. Південна Корея, Таїланд та Індонезія пережили програми структурної перестройки під керівництвом міжнародних фінансових організацій податків та реформу банківської системи. Ці країни зробили висновки та почали активно накопичувати валютні резерви, розвивати внутрішні ринки капіталу та обмежувати короткострокові зовнішні запозичення [1]. Китай побудував систему, де державний борг залишається помірним завдяки високим темпам економічного зростання та контролю над фінансовою системою. Проте зростання боргу місцевих урядів та державних підприємств створює приховані ризики. Азіатський досвід підкреслює важливість запобігання кризами через накопичення резервів, розвитку експорту та поступову лібералізацію рахунку капіталу.

Для України азіатський досвід підтверджує стратегічну цінність розвитку внутрішнього ринку облігацій як альтернативи зовнішнім запозиченням, залучення коштів резидентів знижує валютні ризики та зменшує залежність від кон'юнктури міжнародних ринків. Досвід Південної Кореї є особливо показовим, адже країна, яка пройшла через глибоку кризу та програму МВФ, змогла за відносно короткий термін відновити довіру інвесторів і вийти на траєкторію стійкого зростання завдяки послідовним інституційним реформам. Досвід Південної Кореї свідчить, що навіть після глибокої кризи та програми МВФ країна змогла швидко відновити довіру інвесторів і перейти до стійкого зростання. Для України це означає, що послідовні реформи фінансового сектору та боргової політики здатні кардинально змінити її позицію на міжнародних ринках капіталу.

Таблиця 1.2

Порівняльний аналіз світових моделей управління державним боргом

Країна	Рівень боргу	Особливості структури	Інституційні механізми	Уроки для України
Японія	понад 260% ВВП	переважно внутрішній, у національній валюті	монетизація боргу центральним банком, низькі ставки	монетизація боргу неприйнятна без резервної валюти та розвиненого ринку капіталу
Німеччина	близько 60% ВВП	збалансований, переважно довгостроковий	конституційне боргове гальмо, незалежний моніторинг	інституційна укоріненість фіскальних правил формує довіру інвесторів
США	понад 120% ВВП	переважно зовнішній, у резервній валюті	статус долара як резервної валюти, глибокий ринок облігацій	довіра до позичальника знижує вартість запозичень — реформи підвищують кредитний рейтинг

Продовження таблиці 1.2

Норвегія	низький	забезпечений нафтовим фондом	суверенний фонд добробуту, інвестування за кордоном	зовнішня допомога репарації потребують прозорих механізмів розподілу
Швеція	помірний	збалансований після реформ 1990-х	бюджетні буфери, фіскальні правила	реформи під час кризи створюють міцніший фундамент відновлення
Аргентина	критичний в роки криз	переважно зовнішній, валютний	відсутність фіскальних правил, повторні дефолти	завчасна реструктуризація є менш руйнівною за дефолт
Чилі	помірний	диверсифікований	фіскальні правила прив'язані до цін на сировину	у сприятливі періоди необхідно накопичувати резерви
Південна Корея	помірний після реформ МВФ	збалансований, розвинений внутрішній ринок	незалежний центральний банк, боргове агентство	послідовні інституційні реформи відновлюють довіру інвесторів після кризи

*Джерело: складено автором на основі джерела [1,12,13]

Узагальнення світового досвіду дозволяє виокремити ключові елементи інституційного управління боргом, впровадження яких є необхідною умовою боргової стійкості.

По-перше, фіскальні правила - законодавчі або конституційні обмеження на рівень дефіциту, боргу чи видатків, забезпечують передбачуваність бюджетної політики та обмежують популістські рішення. Досвід Німеччини, Швеції та Чилі свідчить, що правила, підкріплені незалежним моніторингом, ефективніші за політичні декларації про фіскальну відповідальність [13].

Другим елементом є спеціалізовані боргові агентства, відокремлені від міністерства фінансів, дозволяють професійно управляти портфелем зобов'язань, оптимізувати терміни та валютну структуру, мінімізувати витрати на обслуговування. Такі агентства функціонують у Великій Британії, Швеції, Ірландії та Португалії і демонструють вищу ефективність порівняно з моделями, де боргова політика є лише одним із напрямів роботи міністерства.

По-третє, ринки первинних дилерів - мережа уповноважених фінансових установ, зобов'язаних брати участь у розміщенні державних облігацій - забезпечують ліквідність ринку боргу та гарантований попит на нові випуски навіть за несприятливої кон'юнктури.

Останнім елементом є активне управління валютним та відсотковим ризиками через інструменти хеджування, своп-операцій та цільові ліміти на частку боргу в окремих валютах дозволяє захистити бюджет від непередбачуваних коливань [7].

Сукупність цих інструментів формує інституційну архітектуру боргової політики, яка є необхідною передумовою для переходу від кризового управління зобов'язаннями до стратегічного планування боргової стійкості - саме цього напряму потребує Україна на шляху до повоєнної відбудови.

Отже, теоретичні моделі та аналітичні інструменти, розглянуті у першому розділі, формують методологічну основу для оцінки боргової ситуації України, яка здійснюється у розділі 2. Показник $r - g$ буде застосований для аналізу динаміки боргового навантаження в умовах воєнної економіки, де поєднання високої вартості запозичень та уповільнення зростання формує критично несприятливе співвідношення. Порогові значення МВФ у межах методологій DSA слугуватимуть орієнтиром для оцінки поточного рівня боргу та визначення ступеня відхилення від зони помірної ризику. Моделі ефекту витіснення (crowding-out) та нависання боргу (debt overhang) дозволяють пояснити механізми стримування приватних інвестицій в умовах домінування держави як позичальника на внутрішньому ринку капіталу. Аналіз валютної структури боргу розкриє вразливість державних фінансів до курсових коливань, а оцінка

структури за термінами погашення виявить піки рефінансування та пов'язані з ними ризики ліквідності. Таким чином, розділ 2 є практичним втіленням теоретичної бази, сформованої у розділі 1, та аналізує боргову стійкість України в умовах триваючої війни.

Висновки до першого розділу.

У розділі 1 було сформовано теоретичну та методологічну основу для дослідження взаємозв'язку між державним боргом та економічним зростанням. Встановлено, що вплив державного боргу на економіку залежить від структури боргу, вартості його обслуговування та напрямів використання залучених ресурсів. Теоретичний аналіз показав, що державний борг може виконувати дві функції. Коли запозичення спрямовуються на продуктивні інвестиції, то формується ефект втягування (crowding-in), а надмірне боргове навантаження утворює ефект витіснення (crowding-out), зменшення приватних інвестицій та посилення ефекту нависання боргу (debt overhang).

Особливу увагу було приділено концепції боргової стійкості через показник співвідношення $r - g$, який визначає здатність економіки стабілізувати борг без постійного збільшення первинного профіциту бюджету. Зазначено, що перевищення реальної відсоткової ставки над темпами зростання економіки створює передумови для прискорення накопичення боргу та звуження фіскальних можливостей держави. Під час дослідження було систематизовано основні канали впливу боргу на макроекономічну стабільність: через валютний курс, інфляційні процеси, інвестиційну активність та структуру державних видатків.

Було зафіксовано, що сучасні підходи до оцінювання боргової стійкості передбачають комплексний аналіз ризиків у рамках Debt Sustainability Analysis (DSA) від Міжнародного валютного фонду. За допомогою цього інструменту можна оцінити чутливість боргової динаміки до зовнішніх шоків та змін у структурі фінансування.

Аналіз міжнародного досвіду показав, що ефективність боргової політики більшою мірою визначається якістю державних інституцій, розвиненістю внутрішнього ринку капіталу та довірою до фіскальної політики. Досвід країн показує, що боргова стійкість досягається через поєднання довгострокового планування, диверсифікації джерел фінансування і мінімізації валютних ризиків.

РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ДИНАМІКИ ТА СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

2.1. Етапи формування боргової політики України

Формування боргової політики незалежної України розпочалося з моменту проголошення незалежності у 1991 році та пройшло кілька ключових етапів, кожен з яких характеризується специфічними економічними викликами та змінами у структурі державного боргу.

Перший етап становлення боргової політики (1991-1994 роки) відзначився утворенням державного боргу через приєднання України до міжнародних фінансових організацій. У 1991 році Україна стала членом МВФ, Світового банку та Європейського банку реконструкції і розвитку, що дозволило розпочати співпрацю з цими установами на загальноприйнятих принципах міжнародного права [3]. Важливою умовою отримання першого кредиту від МВФ стало підписання у вересні 1994 року Меморандуму про економічну політику та стратегію, який обмежив незалежність українського уряду у внутрішній політиці та визначив напрями розвитку українського суспільства, включаючи лібералізацію зовнішньої торгівлі, валютного курсу та цін [15].

Цей етап також характеризувався формуванням первинної моделі зовнішньої боргової залежності. В умовах трансформаційної кризи, гіперінфляції та різкого падіння виробництва Україна не мала достатньо внутрішніх фінансових ресурсів для покриття бюджетного дефіциту і це змусило уряд орієнтуватися на зовнішні джерела фінансування. Вже на цьому етапі проявлялися елементи міжчасового бюджетного обмеження держави. Поточне фінансування дефіциту відкладало необхідність фіскальної консолідації на майбутнє і формувало довгострокові зобов'язання.

Варто зазначити, що велика частина запозичень були спрямовані не на продуктивні інвестиції, а на фінансування поточних потреб бюджету та стабілізацію макроекономічної ситуації. Це означало, що борг не створював

достатньої бази для майбутнього економічного зростання. Така структура боргу ще на початковому етапі посилювала ризики боргової нестійкості.

Другий етап (1995-2000 роки) характеризувався стрімким зростанням зовнішнього боргу після введення національної валюти гривні у 1996 році, що дало змогу Україні розширити джерела кредитування від міжнародних фінансових інституцій до випуску єврооблігацій та залучення кредитів від іноземних банків (рис. 2.1).

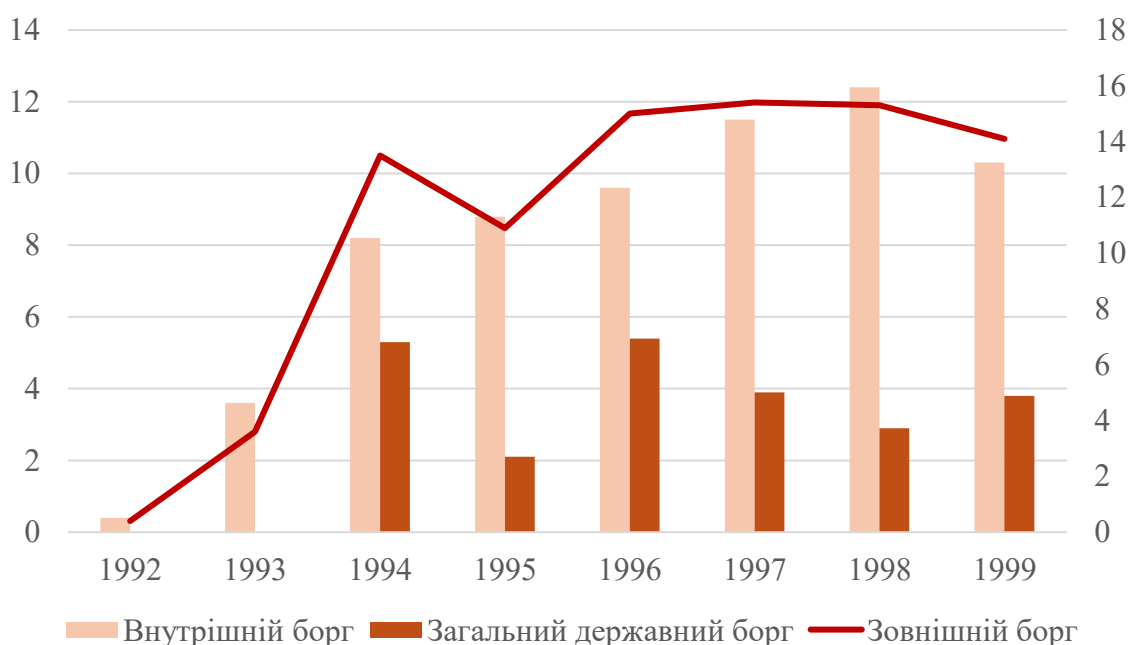


Рис. 2.1 Накопичення державного боргу України за 1992-1999 рр.

**Джерело:* складено автором на основі джерела [15].

Вже за 1995 рік зовнішній борг збільшився на 3,2 мільярда доларів, що стало вимушеним кроком для виходу на нові ринки позичкового капіталу. Цей період також відзначався проблемами у сфері управління гарантованим державою боргом, коли виплати за кредитами під держгарантії створювали значне навантаження на бюджет через прострочені борги підприємств-позичальників, які не виконували своїх зобов'язань. До кінця 2000 року борг України становив 15,2 мільярдів доларів. Виплати за боргом у 2000 році були у два рази більшими, ніж у 1999 році, і досягли 3,7 мільярда гривень [15].

У жовтні 1999 року парламент, незважаючи на опір Кабінету Міністрів, ініціював заборону на отримання нових іноземних позик під державні гарантії, що стало кроком у боротьбі з наростанням боргової кризи. Це створило потребу у реструктуризації зовнішнього і внутрішнього боргу, а також у фундаментальній зміні боргової політики.

Стрімке зростання зовнішнього боргу означало перехід України до моделі фінансування дефіциту через зовнішні ринки капіталу, тому це підвищило валютні ризики та залежність від міжнародної ліквідності. Значна частка боргу була номінована в іноземній валюті, а отже, навіть помірна девальвація гривні автоматично збільшувала боргове навантаження у перерахунку на національну валюту.

Третій етап (2001-2007 роки) характеризується економічним розвитком та поступовим послабленням боргового тягаря. Через позитивну ситуацію на світових ринках та активний експорт, прямий та гарантований борг держави поступово скоротився до 12,2% від ВВП країни [3]. За інформацією Світового банку, протягом 2000-2007 років економіка України щороку в середньому росла на 7%, що давало хороші можливості для керування державним боргом [8].

Цей період став прикладом сприятливої боргової економіки, коли темпи економічного зростання перевищували вартість державних запозичень. У моделі $g > r$ це означало формування позитивного для боргової стійкості співвідношення, коли економіка зростала швидше, ніж накопичувалися боргові зобов'язання. Саме тому без жорсткої фіскальної консолідації співвідношення боргу до ВВП поступово скорочувалося. Скорочення боргового навантаження базувалося на сприятливій зовнішній кон'юктурі та високих експортних доходах, а не на структурних реформах державних фінансів.

Четвертий етап (2008-2013 роки) характеризувався глобальною фінансовою кризою ліквідності, яка стала найбільшим економічним шоком з часів Великої депресії. Україна виявилася однією з найбільш постраждалих від кризи країн в Європі поряд з Ірландією, Грецією, Латвією та Португалією. У 2009 році ВВП України впав на 14,1% порівняно з 2008 роком, що змусило уряд

звернутися до міжнародних фінансових організацій за підтримкою [8]. За менш ніж два роки, у 2008-2009 роках, Україна залучила 26 мільярдів доларів від МВФ, Світового банку та інших кредиторів, а перший транш у 4,5 мільярда доларів пішов на підтримку золотовалютних резервів Національного банку. Незважаючи на вимоги МВФ переглянути бюджет у 2009 році, секвестру не відбулося і замість зниження видатків уряд наростив борг, що призвело до зростання державного боргу до 29,2% від ВВП на початку 2010 року. Період 2008-2013 років характеризувався тривалою стагнацією української економіки із середнім щорічним зростанням ВВП лише 0,7% [8].

Глобальна фінансова криза 2008 року продемонструвала вразливість української моделі економічного зростання та залежність державних фінансів від зовнішнього фінансування. Падіння ВВП та одночасне зростання потреб у державних видатках сформували несприятливе співвідношення $r > g$, коли вартість боргу перевищувала темпи економічного зростання. У цьому випадку стабілізація державного боргу потребувала б бюджетного профіциту, але через кризу влада була змушена стимулювати економіку через зростання витрат.

У цей період боргова політика характеризувалася кризовим управлінням. Зростання залежності від кредитів міжнародних фінансових організацій знижувало ризики негайного дефолту, але у той же час посилювало зовнішню залежність та обмежувало автономність фіскальної політики.

П'ятий етап (2014-2021 роки) розпочався після Революції Гідності, захоплення Криму та початку війни на Донбасі. Ці події різко погіршили економіку. Окупація територій з підприємствами, війна та відмова боржників платити борги на окупованих землях погіршили фінансову систему країни. За 2014 рік реальний ВВП скоротився на 6,6% у 2015 році на 9,8%, що змусило уряд залучити додаткове фінансування, зокрема від МВФ [16]. Економіка погіршилася, держава отримувала менше податків, гривня знецінилася, через це борг швидко виріс до 70,2% ВВП у кінці 2014 року. А в 2016 році сягнув 81% ВВП [17]. Через стабілізацію економіки, реформи та допомогу партнерів борг зменшився до 2019 року, а інвестори знову почали довіряти Україні.

Події 2014 року стали вирішальним моментом для боргової стійкості України. Адже втрата великої частини промислового потенціалу, різка девальвація гривні і глибока економічна рецесія призвели до стрімкого зростання співвідношення державного боргу до ВВП. З точки зору формули боргової динаміки, цей процес пояснюється впливом трьох чинників, а саме: скороченням реального ВВП, зростанням витрат на обслуговування запозичень, значним первинним дефіцитом державного бюджету.

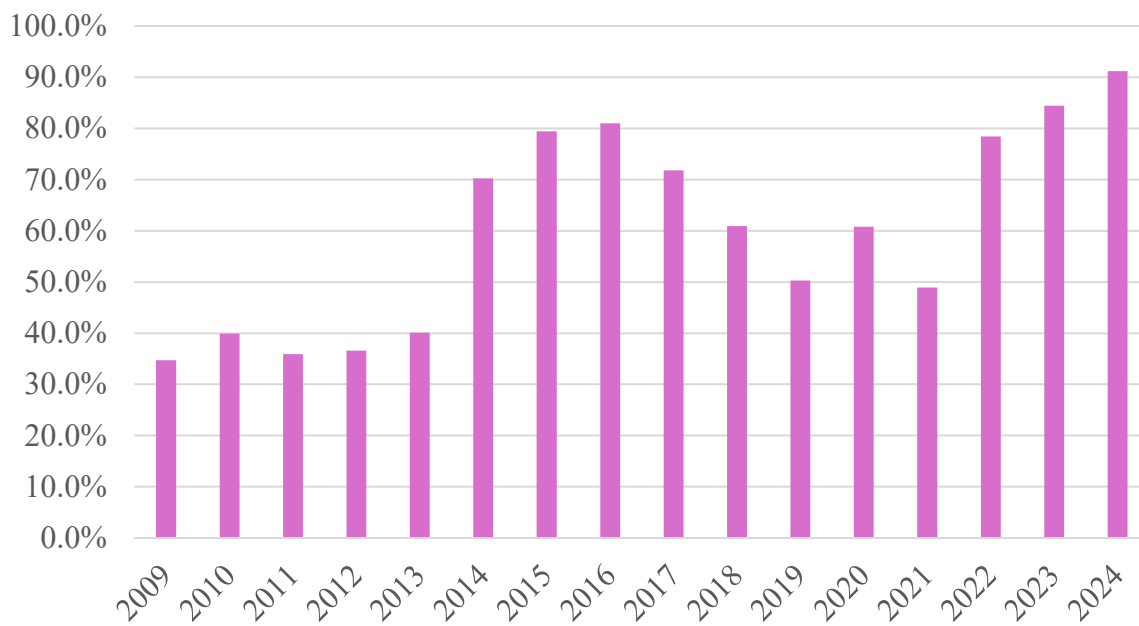


Рис. 2.2 Співвідношення сукупного державного боргу до ВВП України з 2009 по 2024 рр.

**Джерело:* складено автором на основі джерела [17].

Також у 2014-2016 роках посилювався ризик нависання боргу (debt overhang). Висока заборгованість і невизначеність щодо макроекономічної стабільності стримували збільшення приватних інвестицій і негативно впливали на очікування бізнесу. Навіть після часткової стабілізації у 2017-2019 роках значна частина державних коштів продовжувала спрямовуватися на обслуговування боргу.

Шостий етап (2022 рік - сьогодні) - це час найбільшого зростання боргу через повномасштабну війну, яка почалася 24 лютого 2022 року. До війни держава мала готовий план управління боргом на 2021-2024 роки, але воєнні дії

вплинули на це. За перший рік (до 2023 року) борг збільшився з 2,4 трильйонів гривень до 3,6 трильйона гривень, а економіка впала на 32% (рис 2.3)

Через зростання боргу та різке падіння економіки, рівень боргу сильно перевищив встановлену до війни норму в 60% від ВВП, тому це та інші фіскальні правила довелося призупинити. З березня по грудень 2022 року з іноземних джерел надійшло 562,9 мільярдів гривень, або 46,4% усього фінансування - це стало головним джерелом наповнення державного бюджету [18]. Незважаючи на складну ситуацію з бюджетом, держава вчасно виплачує зовнішні борги, хоча фінансові резерви швидко закінчуються.

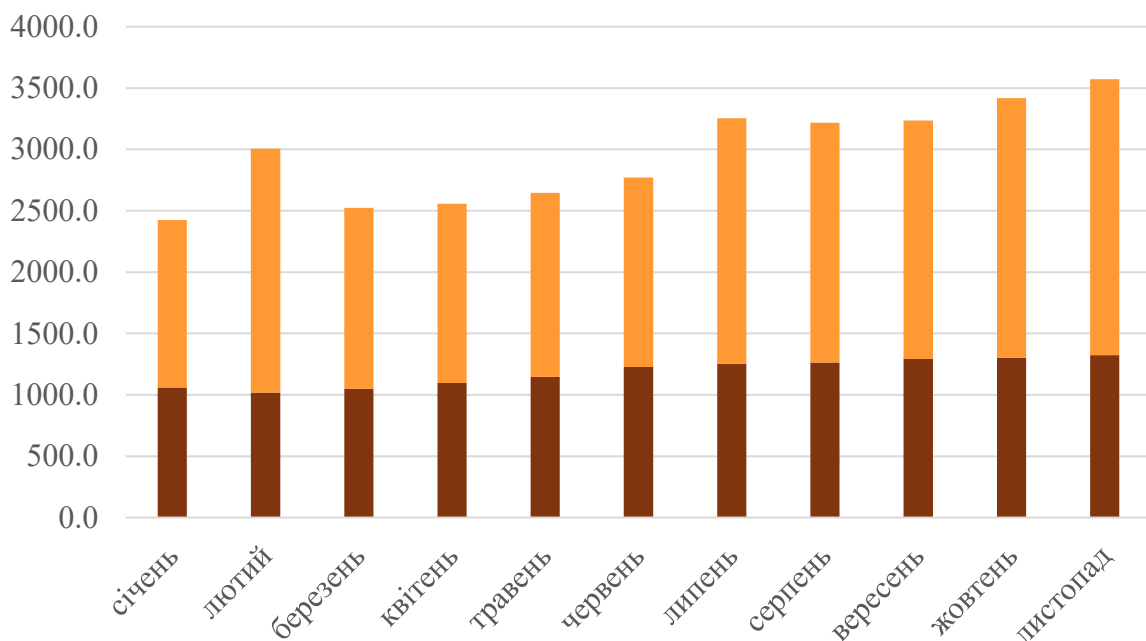


Рис. 2.3 Державний борг за січень-листопад 2022 року, млрд грн

**Джерело: складено на основі джерела [16]*

За весь період незалежності, повномасштабне вторгнення, створило для України найгіршу сукупність умов з точки зору боргового навантаження. Різке падіння економіки у 2022 році в поєднанні із зростанням військових та соціальних витрат призвели до суттєвого зростання дефіциту бюджету та потреби в залученні зовнішнього фінансування .

Розглядаючи цю ситуацію крізь призму теоретичних підходів, розглянутих у розділі 1, то стан України у 2022-2025 роках є класичним прикладом сценарію

$r > g$. Від'ємна динаміка економічного зростання в поєднанні з високою вартістю обслуговування боргу автоматично погіршує показник боргу до ВВП навіть за відсутності суттєвого зростання нових комерційних запозичень. Саме тому сучасна боргова динаміка України пояснюється одночасно обсягом нового боргу та несприятливими макроекономічними умовами.

Варто також зазначити, що структура боргу значно змінилася в бік офіційного зовнішнього фінансування від міжнародних партнерів. Така ситуація зменшує загрозу боргової кризи завдяки пільговим відсотковим ставкам та довшим термінам погашення. Але така залежність від міжнародної фінансової підтримки ускладнює досягнення фіскальної стабільності у післявоєнний період та формує серйозні виклики на перспективу.

2.2. Вплив державного боргу на економічне зростання України

Державний борг відіграє неоднозначну роль у забезпеченні економічного розвитку України, виступаючи водночас, потенційним джерелом інвестиційних ресурсів та серйозним тягарем для національної економіки. Незважаючи на те, що державні запозичення й фінансують економічний розвиток, неконтрольоване зростання боргу може становити серйозну небезпеку для країни.

Дослідження показують, що зовнішній борг пов'язаний з курсом гривні та зростанням економіки в Україні. Аналіз за допомогою VAR-моделі показав, що коли зовнішній борг швидко зростає, економіка сповільнюється приблизно на 1% протягом півтора року, але потім ситуація стабілізується. При цьому зростання економіки залежить переважно від внутрішніх факторів, а вплив зовнішнього боргу становить лише 2,5-8% коливань ВВП. Водночас динаміка зовнішнього боргу на 7-10% залежить від стану поточного рахунку економіки [10]. Такі результати підтверджують, що Україна має залежну економіку, де зовнішні фактори впливають на динаміку боргу.

Результати VAR-аналізу мають суттєве економічне значення для аналізу боргової політики України. Незважаючи на відносно помірний статистичний

вплив зовнішнього боргу на динаміку ВВП, негативна реакція економічного зростання на боргові шоки свідчить про наявність ефектів crowding-out та debt overhang, які були розглянуті у розділі 1. Накопичення боргу збільшує очікування майбутнього податкового навантаження та посилює рівень невизначеності для підприємців, що змушує приватний сектор скорочувати інвестиції.

З позиції фіскальної політики це означає, що короткостроковий стимулюючий ефект державних запозичень поступово зменшується, якщо залучені кошти не забезпечують достатнього мультиплікативного впливу на економіку.

Ефект витіснення відображається після початку повномасштабного вторгнення, НБУ підвищив облікову ставку з 9% до 25% [22]. Водночас дохідність ОВДП також зростає, у грудні 2023 року становила 18,7% річних. За таких умов банки спрямовували ресурси у державні папери замість кредитування бізнесу і це свідчить про прояв ефекту витіснення, коли державні запозичення частково витісняють приватний сектор з фінансового ринку. Дослідження Центру економічної стратегії показує, що головним структурним обмеженням для корпоративного кредитування залишаються воєнні ризики, адже вони скорочують обсяги кредитування на 0,12-0,21% щомісяця. Вплив процентних ставок є вторинним і відновлює значущість лише з поверненням макроекономічної стабільності [36].

Щодо ефекту нависання боргу (debt overhang), то він відображається в динаміці приватних інвестицій. Прямі іноземні інвестиції скоротились з 6,78 мільярдів доларів у 2021 році до 1,15 мільярда доларів у 2022 році, відбулось падіння на 91% [14]. В умовах великого боргового навантаження і невизначеності щодо майбутнього фіскального тягаря приватні інвестори утримуються від вкладень, адже очікують, що значна частина майбутніх доходів буде спрямована на обслуговування державного боргу через підвищення податків або інфляцію.

Дослідження за допомогою лінійної регресії показало, що зростання зовнішнього боргу позитивно впливало на економіку України протягом 2009-2020 років. Також спостерігається слабка негативна залежність, за якої

збільшення зовнішнього боргу призводило до незначного зниження фізичного обсягу ВВП [20]. Такий вплив пояснюється тим, що державні запозичення можуть стимулювати економіку через фінансування інфраструктурних проєктів, соціальних програм та підтримку стабільності фінансової системи, але одночасно створюють додаткове навантаження через необхідність обслуговування боргу, що зменшує фіскальний простір для інших видатків.

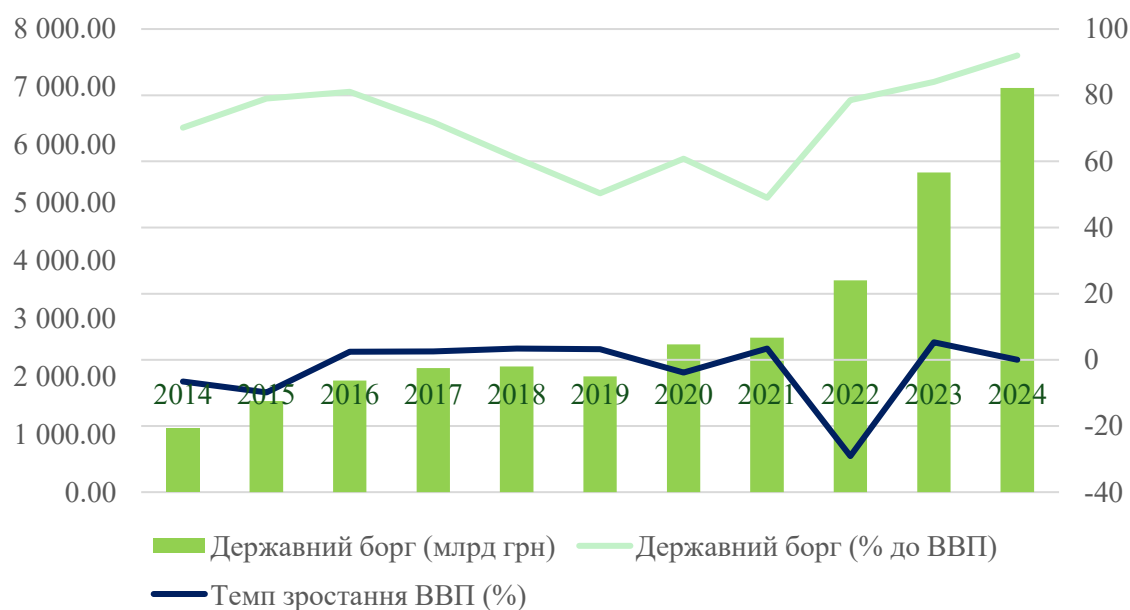


Рис. 2.4 Динаміка державного боргу та ВВП України, за 2014-2024 рр.

*Джерело: складено автором на основі джерела [20].

Позитивний статистичний зв'язок між зовнішнім боргом та економічним зростанням у 2009-2020 роках, пояснюється тим, що запозичення давали змогу зберігати макрофінансову рівновагу, запобігати більш глибоким кризовим явищам та покривати бюджетний дефіцит у кризові періоди. Водночас слабка негативна залежність між зростанням боргу та реальним обсягом ВВП свідчить про обмежену ефективність використання залучених коштів. Велика частина запозичень була спрямована на обслуговування попередніх боргів та фінансування поточних видатків, а не на інвестиції. Тому борг не формував достатньої бази для довгострокового економічного зростання.

Найбільше співвідношення боргу до ВВП відбулося у 2014-2016 роках після початку війни на Донбасі та анексії Криму, коли цей показник зріс з 70,2%

до 81%, що супроводжувалося різким падінням ВВП на 6,6% у 2014 році та 9,8% у 2015 році. Період 2017-2021 років характеризувався поступовим зниженням боргового навантаження до 49% завдяки структурним реформам та відновленню економічного зростання, яке становило в середньому 2-3% щорічно [14].

Швидке зростання співвідношення боргу до ВВП у цих роках показує, як девальвація національної валюти і економічний спад здатні різко підірвати боргову стійкість навіть без пропорційного збільшення нових запозичень. Значна частка валютного боргу показала, що знецінення гривні автоматично збільшувало реальний обсяг боргових зобов'язань.

Спираючись на методології DSA цей період характеризувався підвищенням ризиком боргової нестабільності внаслідок одночасного погіршення одразу трьох ключових параметрів, а саме: рівня боргового навантаження, вартості його обслуговування, валютного складу зобов'язань. В результаті стабілізація державних фінансів потребувала не лише нових кредитів, а й реструктуризації частини боргу та проведення структурних реформ.

Повномасштабна війна у 2022 році призвела до найглибшої економічної кризи за всю історію незалежності України, коли ВВП скоротився на 29,1%, а державний борг зріс до 3,66 трильйона гривень, або 78,5% від ВВП [16]. Війна створила ситуацію, коли традиційні індикатори боргової стійкості відійшли на другий план, а пріоритетом стає здатність держави забезпечувати функціонування економіки та фінансування оборонних потреб.

У середньостроковій перспективі така динаміка боргу несе в собі серйозні ризики. Якщо після завершення війни економічне зростання значно відставатиме від вартості обслуговування боргу, то Україна може отримати тривалий ефект *debt overhang*, коли велика частка майбутніх економічних доходів буде спрямовуватись на погашення накопичених зобов'язань, а не на розвиток.

Якщо розглядати валюти боргу (рис. 2.5), то у 2024 році найбільше держава позичала в доларах США - 46,5%, це трохи менше ніж у 2023 році.

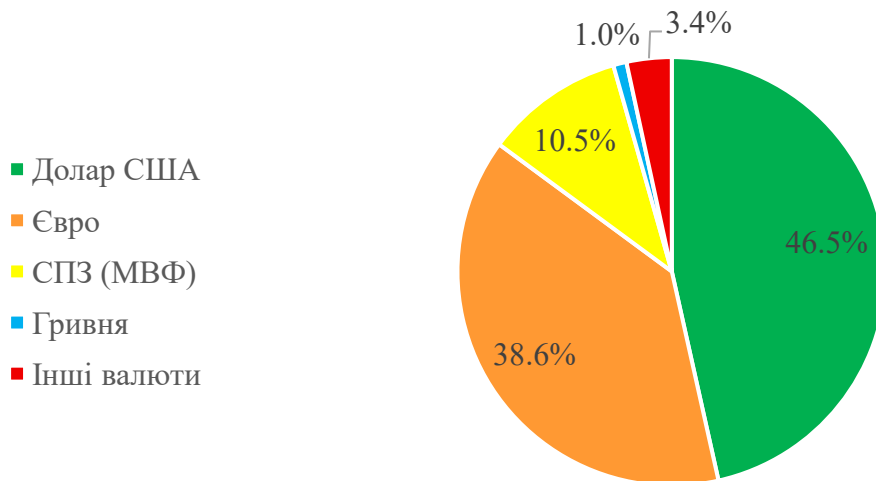


Рис. 2.5 Структура державного боргу України за валютами, за 2024 рік

**Джерело:* складено автором на основі джерела [22].

При цьому боргів у євро стало більше, з 37,8% до 38,6 %, а боргів перед МВФ, з 10,2% до 10,5%. Це означає, що країна бере позики в різних валютах, а не тільки в одній [22].

Негативний вплив боргового навантаження проявляється через кілька ключових каналів. Державний борг потребує щорічних виплат відсотків, які фінансуються з податків. Якщо такі виплати швидко зростають, держава змушена скорочувати витрати на соціальні та економічні програми, або шукати додаткові джерела доходів. Така ситуація призвела до того, що зростання боргу протягом 2014-2022 років спричинило посилення боргового навантаження на бюджет та обмежило можливості для продуктивних капіталовкладень.

Зовнішній державний борг створює додаткові проблеми через ризики зміни курсів валют. За 2024 рік зовнішній борг державного сектору виріс на 18,5 мільярдів доларів та склав 116,8 мільярдів доларів, що становить 61,4% від економіки країни [22]. Головною причиною росту боргу стали позики від міжнародних партнерів, зокрема від Міжнародного валютного фонду держава отримала 3,9 мільярда доларів, а від інших партнерів 24,7 мільярдів доларів. Коли держава бере зовнішні позики, це означає відтік грошей з країни тому, що це продаж іноземцям права отримувати частину доходів українців, тобто виведення

грошей з економіки, а також це підвищує фінансові ризики через залежність від того, як змінюються курси валют.

Аналізуючи 2025 рік зовнішній борг постійно перевищує валютні резерви, станом на 30 листопада він покривався ними лише на 34,9% [21]. Це означає, що Україна не має достатніх резервів для самостійного погашення зовнішнього боргу та цілком залежить від допомоги міжнародних партнерів, що зменшує самостійність у веденні економічної політики та робить державу вразливою до змін у геополітичній ситуації.

У межах концепції міжчасового бюджетного обмеження так ситуація показує, що досягнення боргової стабілізації в майбутньому можливе лише за поєднання відновлення економічного зростання, поступового скорочення первинного дефіциту та збереження доступу до пільгового міжнародного фінансування.

Досвід України показує, що критичним фактором є не сам рівень боргу, а напрям використання залучених коштів та загальна макроекономічна стабільність. У серпні 2024 року уряд досяг угоди з іноземними кредиторами щодо реструктуризації зовнішнього комерційного боргу (єврооблігацій), у межах якої було списано 25% основної суми боргу, що становить 5,85 мільярдів доларів США [23]. Ця реструктуризація покращила валютну ліквідність українського уряду та знизила боргове навантаження, проте довгострокова стійкість залежатиме від здатності відновити економічне зростання після завершення війни.

2.3. Порівняння боргової стійкості України з країнами ЄС

Боргова стійкість України у порівнянні з країнами Європейського Союзу демонструє негативну ситуацію, де українські показники значно погіршилися внаслідок повномасштабної війни, проте залишаються подібними з найбільш проблемними економіками європейських країн. Станом на кінець 2024 року відношення державного боргу до ВВП України становило 92%, що наближає

країну до критичної позначки 100% та виводить її в групу держав з високим рівнем боргового навантаження [24]. Якщо порівнювати з Європою, то більший борг до ВВП мають лише Греція (~147%) та Італія (~137%), які постійно борються з боргами [25].

Україна за рівнем боргового навантаження наближається до групи найпроблемніших європейських економік, хоча й залишається нижче класичних боржників. У зоні євро співвідношення державного боргу до ВВП становило 87,1%, а в усьому Євросоюзі 80,7%, це нижче українського показника [26]. Загалом 12 країн-членів ЄС мали співвідношення державного боргу до ВВП вище за 60%, що є граничним рівнем, встановленим Маастрихтськими критеріями для забезпечення стабільності. Найвищі показники зафіксовані у Греції (154,2%), Італії (134,9%), Франції (113,2%), Бельгії (103,9%) та Іспанії (101,6%), а найнижчі спостерігалися в Естонії (23,5%), Болгарії (23,8%), Люксембурзі (26,3%), Данії (30,5%) та Швеції (34,0%) (рис. 2.6.) [26].

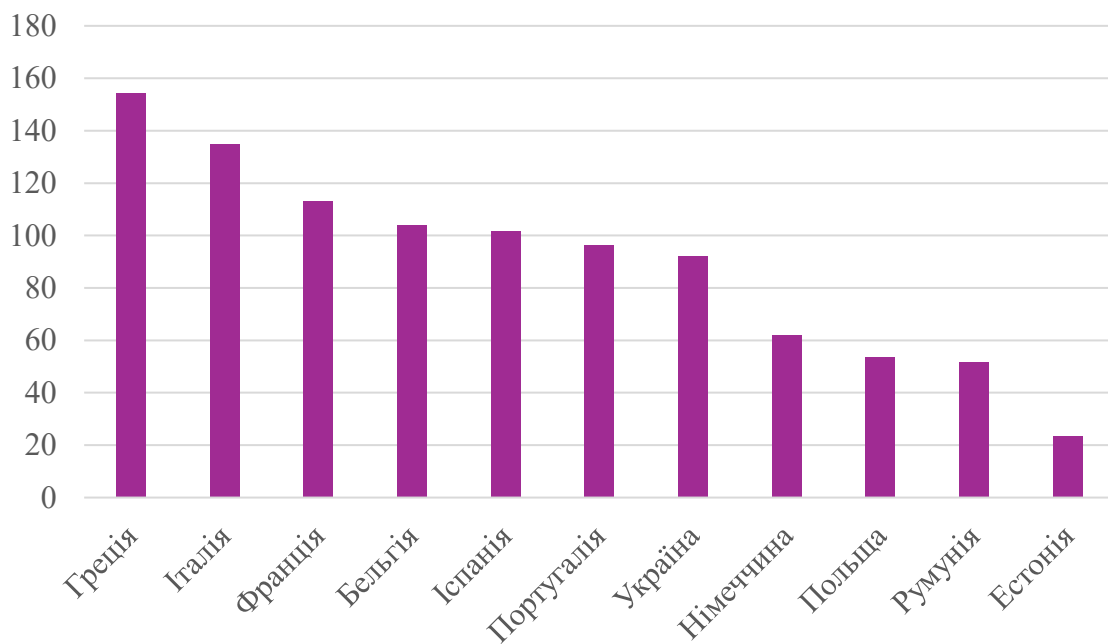


Рис. 2.6 Порівняння державного боргу України та країн ЄС, за 2024 рік

**Джерело: складено автором на основі джерела [24].*

Відмінність між Україною та країнами ЄС полягає у причинах виникнення високого боргового навантаження та можливостях його обслуговування. Усі

країни Європейського Союзу намагаються тримати борг нижче 60% для стабільності, але коли борг стає занадто великим і країни не можуть його виплачувати, це призводить до занепаду економіки, як це було під час боргової кризи в Європі з 2009 по 2014 рік [12]. Варто зазначити, що країни євросони мають доступ до дешевого фінансування через розвинені ринки капіталу та підтримку Європейського центрального банку, а Україна повністю залежить від міжнародної фінансової допомоги та має обмежений доступ до комерційного кредитування через військовий стан та високі ризики.

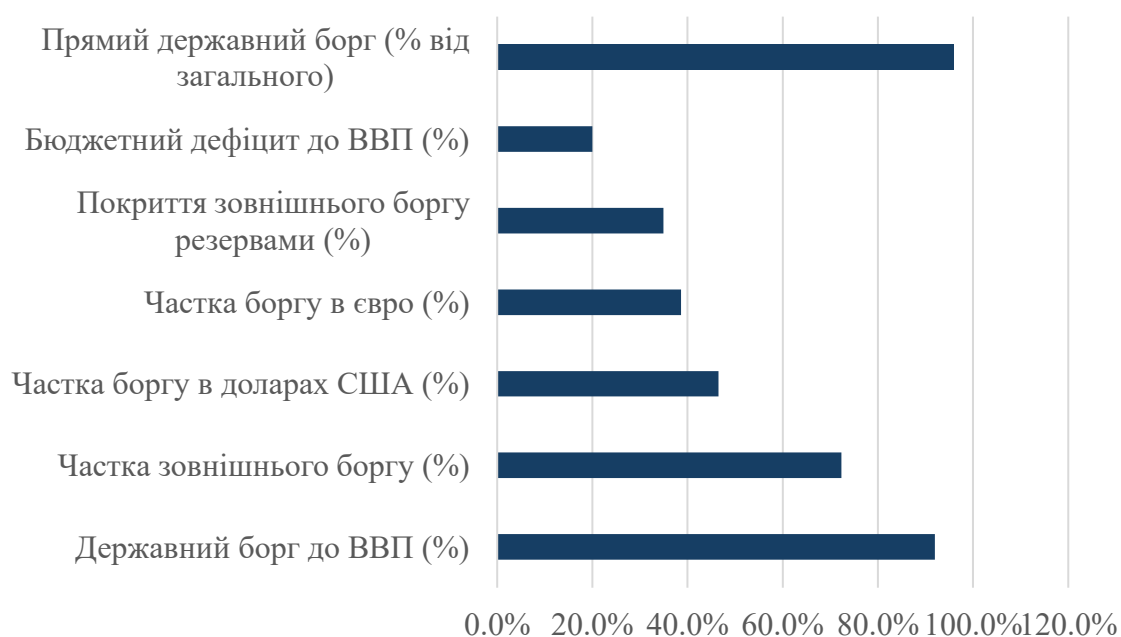


Рис. 2.7 Структурні показники боргової стійкості України за 2024 рік

**Джерело:* складено на основі джерела [12]

Для країн ЄС у третьому кварталі 2024 року співвідношення державного боргу до ВВП в зоні євро становило 88,2%, залишаючись незмінним порівняно з другим кварталом, при цьому державний борг складався з 84,0% боргових цінних паперів, 13,4% позик та 2,6% валюти і депозитів [27]. На відміну від України, де левова частка боргу номінована в іноземній валюті, всі країни євросони мають можливість емітувати борг у власній валюті, яка одночасно є однією з провідних резервних валют світу. Весь державний борг був номінований в євро або

обмінений на євро в Бельгії, Естонії, Ірландії, Франції, Кіпрі, Литві, Люксембурзі, Мальті, Португалії та Фінляндії [19].

Динаміка показників боргового навантаження також відзначається наявністю контрастних тенденцій. Порівняно з 2023 роком 16 країн-членів ЄС зареєстрували збільшення співвідношення боргу до ВВП на кінець 2024 року, а 11 країн - зменшення. Найбільші збільшення показника спостерігалися у Польщі (+5,6 відсоткових пунктів), Румунії (+5,5 відсоткових пунктів), Фінляндії (+5,4 відсоткових пунктів), Словаччині (+3,9 відсоткових пунктів) та Франції (+3,4 відсоткових пунктів), а найбільші зменшення відбулися у Греції (-10,1 відсоткових пунктів), Кіпрі (-8,4 в.п.), Хорватії (-3,6 в.п.), Ірландії та Іспанії (-3,5 в.п.) [26]. Україна демонструє протилежну тенденцію зростання боргу, обумовлену виключно воєнними обставинами, при цьому згідно з проектом державного бюджету очікується, що державний борг становитиме 109% від номінального ВВП.

Окремо варто виділити приклад Греції, яка пройшла через найглибшу боргову кризу в історії ЄС. У третьому кварталі 2024 року співвідношення державного боргу Греції до ВВП було 158,2%, це найбільше значення серед усіх країн ЄС. Цей показник демонструє зменшення порівняно з історичним максимумом у 207% ВВП, досягнутим у 2020 році, що свідчить про успішність програм фіскальної консолідації та структурних реформ. За період з 2023 по 2025 рік Греція знизила борг на 9,3 відсоткових пунктів і це стало найкращим результатом серед усіх країн ЄС [28].

У 2024 році в країнах ЄС, окрім Данії (+4,5%), Кіпру (+4,1%), Ірландії (+4,0%), Греції (+1,2%), Люксембургу (+0,9%) та Португалії (+0,5%), повідомили про дефіцит бюджету. Найвищі дефіцити зареєстровані у Румунії (-9,3%), Польщі (-6,5%) та Франції (-5,8%), при цьому загалом 12 країн-членів мали дефіцити вище або рівні 3% від ВВП [26]. Внаслідок війни, Україна має набагато більший дефіцит бюджету, який покривається переважно за рахунок міжнародної допомоги, причому значну частину коштів становлять кредити, а не гранти, що збільшує майбутнє боргове навантаження.

Перспективи членства України в ЄС можуть суттєво вплинути на боргову стійкість країни. Можливість вступу в Європейський Союз стимулюватиме міжнародні інвестиції в українську економіку після війни, а виконання вимог для вступу допоможе покращити кредитний рейтинг країни та зменшити вартість зовнішній позик. Проте досягнення Маастрихтського критерію боргу в 60% від ВВП потребуватиме тривалого періоду фіскальної консолідації та структурних реформ, що може розтягнутися на десятиліття після завершення війни.

Отже, проведений аналіз, показує, що динаміка державного боргу України тісно пов'язана з макроекономічними кризами, зовнішніми шоками та структурними особливостями національного господарства. На різних етапах борг слугував інструментом макрофінансової стабілізації, але також він генерував довгострокові загрози для економічного зростання.

Характерною рисою боргової ситуації України на сьогоднішній день є поєднання глибокої зовнішньої залежності, високої частки валютних зобов'язань та несприятливого співвідношення $r > g$ в умовах війни. Саме це демонструє стрімке зростання боргового навантаження відносно ВВП та погіршення боргової стійкості за наявності пільгового міжнародного фінансування.

Результати VAR- та регресійного аналізу свідчать про неоднозначність впливу державного боргу на економічне зростання України. У короткостроковій перспективі запозичення забезпечують бюджетну рівновагу та покривають державні потреби, але у довгостроковій велике боргове навантаження створює ризики ефекту витіснення (crowding-out) та нависання боргу (debt overhang), обмежує приватні інвестиції та скорочує фіскальний простір для розвитку.

Додатковим джерелом ризику є структура державного боргу, адже висока частка зовнішніх валютних зобов'язань робить Україну чутливою до знецінення гривні та коливань фінансової кон'юнктури, а недостатній рівень резервного покриття збільшує залежність від зовнішньої підтримки.

Порівняльний аналіз з країнами ЄС свідчить про те, що високий рівень боргу не є вирішальним чинником боргової кризи. Серйозніше значення мають структура боргових зобов'язань, доступ до ринків капіталу, довіра інвесторів та

інституційна спроможність держави проводити послідовну фіскальну політику. Україна, позбавлена доступу до дешевих ринкових запозичень, тому більше покладається на офіційне міжнародне фінансування .

Отже, основними проблемами боргової стійкості України є: значна частка валютного резерву, нерозвиненість внутрішнього ринку капіталу, залежність від зовнішньої фінансової допомоги, високі ризик рефінансування. Разом ці проблеми потребують формування нової моделі боргової політики, яка б об'єднувала фіскальну стійкість, зниження валютних ризиків та розбудову внутрішнього ринку державних цінних паперів. Саме ці напрямки та інституційні механізми забезпечення боргової стійкості будуть розглянуті у наступному розділі.

Висновки до другого розділу.

У цьому розділі було проаналізовано розвиток боргової політики України. Встановлено, що формування державного боргу відбувалось під впливом економічних криз та залежності від зовнішніх джерел фінансування.

Було визначено, що події 2014 та 2022 років негативно вплинули на формування боргової стійкості України. У ці періоди спостерігалось різке погіршення співвідношення боргу до ВВП внаслідок взаємозалежності кількох факторів, а саме: скорочення реального виробництва, зростання потреб у бюджетному фінансуванні та девальвація національної валюти. Результати аналізу встановили, що співвідношення $r > g$ є головним чинником прискореного накопичення боргу та збільшення витрат на його обслуговування.

Дослідження показало, що поточний стан боргової сфери України характеризується значними валютними ризиками, суттєвою часткою офіційного зовнішнього фінансування та нерозвиненістю внутрішнього ринку капіталу. Також, встановлено, що висока залежність від міжнародних фінансових інституцій має як позитивний вплив, так і негативний.

Проведений порівняльний аналіз України із країнами ЄС виявив суттєві відмінності між борговими моделями. Країни ЄС мають розвинені внутрішні

ринки державних облігацій та нижчу частку валютного боргу, а Україна залишається більш вразливою до валютних та рефінансійних ризиків. Отримані результати засвідчили, що проблема боргової стійкості України полягає у структурних особливостях його формування та несприятливій макроекономічній динаміці, а не лише у високому рівні боргу.

РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДЛЯ ПІДТРИМКИ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

3.1. Проблеми та ризики сучасного боргового навантаження України

Боргова ситуація України характеризується стрімким зростанням зобов'язань в умовах повномасштабної війни. Державний борг перевищив 92% від валового внутрішнього продукту та продовжує рости, наближаючись до позначки у 100%. За прогнозами, у 2026 році цей показник може сягнути 109% ВВП, що відносить Україну до групи країн із високим рівнем боргового навантаження [14]. Таке зростання відбувається на фоні триваючого воєнного конфлікту, який кожного місяця вимагає значних витрат на оборону та ліквідацію наслідків обстрілів. Паралельно економіка скоротилася майже на третину у 2022 році, що автоматично погіршило всі відносні показники заборгованості без додаткових запозичень.

Валютна структура боргового портфеля створює додаткові проблеми для макроекономічної стабільності. Понад 80% державних зобов'язань номіновано в іноземній валюті, здебільшого у доларах та євро, що ставить бюджет у пряму залежність від коливань обмінного курсу. кожне послаблення гривні збільшує реальну вартість обслуговування боргу в національній валюті, навіть коли валютна сума зобов'язань не змінюється. Така динаміка створює небезпечний механізм самопосилення, де економічні труднощі призводять до девальвації, яка збільшує боргове навантаження, а зростання боргу посилює економічну нестабільність. Зовнішній борг державного сектору досяг 116,8 мільярдів доларів наприкінці 2024 року, тоді як золотовалютні резерви покривають лише третину цієї суми [23]. Така диспропорція обмежує самостійне погашення зобов'язань без міжнародної підтримки.

Видатки на обслуговування боргу забирають велику частку бюджету, залишаючи мало простору для інших потреб. Щороку держава виплачує майже трильйон гривень виключно на відсотки та повернення основної суми, що

еквівалентно десяткам мільярдів доларів. Ці ресурси могли б фінансувати відбудову зруйнованих населених пунктів, відновлення енергетичної інфраструктури та розвиток оборонного виробництва. Натомість кошти йдуть кредиторам, не генеруючи жодної доданої вартості всередині країни [29]. Особливу проблему становить необхідність постійного рефінансування короткострокових позик, коли уряд змушений залучати нове фінансування для розрахунку із старими зобов'язаннями. Така практика перетворює борг на самовідтворювану систему, де запозичення здійснюються не для розбудови економіки, а для підтримання поточної платоспроможності держави.

Залежність від зовнішнього фінансування звужує можливості для самостійного вибору економічного курсу та створює геополітичні ризики (рис. 3.1).

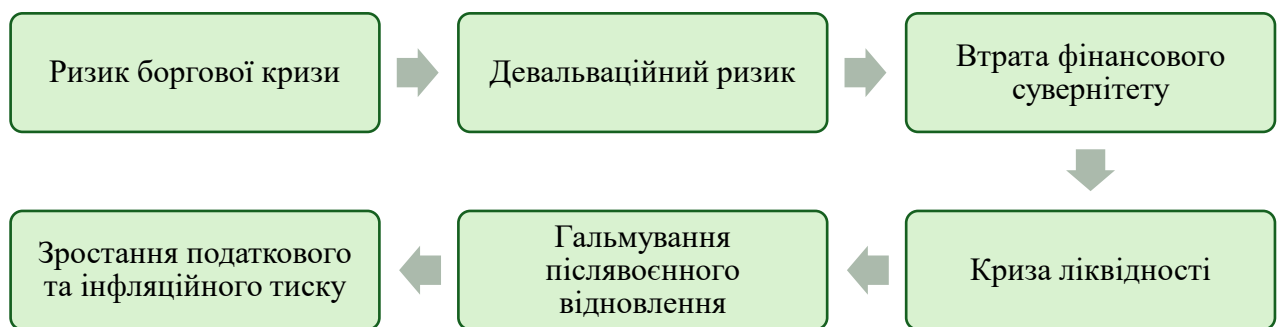


Рис. 3.1 Ризики сучасного боргового навантаження України

**Джерело:* складено автором на основі джерела [31]

Міжнародні організації та країни-донори надають кредити під конкретні умови, що часто включають реформування державних підприємств, пенсійної системи або податкової політики. Хоча частини цих вимог може покращити ситуацію в майбутньому, вони обмежують гнучкість уряду та можуть суперечати загальним потребам суспільства. Ситуація ускладнюється тим, що основна частина допомоги надходить як кредити, а не гранти і формує накопичення боргових зобов'язань у довгостроковій перспективі.

Отже, боргова ситуація України в умовах повномасштабної війни залишається нестійкою, через одночасний вплив кількох взаємопов'язаних

факторів: борг швидко зростає відносно ВВП, несприятливе співвідношення $r > g$, висока частка валютного боргу, значна залежність від зовнішнього фінансування та обмеженого внутрішнього ринку капіталу. Тому, сукупність цих факторів створює ризик того, що тимчасове боргове навантаження перетвориться у довгострокову боргову залежність.

Варто наголосити, що державний борг у цих умовах виконує не лише фіскальну, а й стабілізаційну функцію. Завдяки запозиченням держава має змогу фінансувати оборону, випалчувати соціальну допомогу та підтримувати базову роботу інституцій навіть тоді, коли податкові надходження різко скорочуються. Важливим залишається те, чи стануть ці ресурси основою для майбутнього економічного зростання.

У цьому дослідженні варто розглядати два різних типів економічного зростання, а саме: короткострокове відновлення та довгострокове потенційне зростання. Перше означає повернення економіки до довоєнного рівня виробництва після глибокого падіння. Друге - це чіткі структурні зміни: зростання продуктивності праці, оновлення інфраструктури, розвиток людського капіталу, збільшення інвестиційної активності. Саме довгострокове зростання є важливим фактором для забезпечення боргової стійкості України у повоєнний період.

Результати аналізу, проведені у другому розділі, показують, що однією із головних проблем для України є несприятливе співвідношення між реальною відсотковою ставкою та темпами економічного зростання. У випадку, коли $r > g$, державний борг накопичується швидше, ніж зростає економіка, стабілізація боргу можлива лише за рахунок значних первинних профіцитів бюджету або прискорення економічного зростання. Однак в умовах війни жорстка фіскальна консолідація має суттєві обмеження, адже різке скорочення видатків може послабити економічну активність і поглибити рецесію.

У цій ситуації виникає певний конфлікт, між потребою у фіскальній стабілізації та необхідністю підтримки економічного зростання. Надмірне скорочення державних видатків дозволяє зменшити дефіцит у короткостроковій

перспективі, але водночас може обмежити інвестиції в інфраструктуру, людський капітал та відбудову економіки і в результаті погіршить потенціал майбутнього зростання. Тому боргова політика України не може ґрунтуватися лише на цілях скорочення дефіциту, вона має поєднувати фіскальну стабілізацію зі стимулюванням продуктивних інвестицій.

Наступною серйозною проблемою є ефект нависання боргу (*debt overhang*). Значний обсяг боргових зобов'язань формує очікування майбутнього підвищення податкового навантаження або жорсткої економії і стримує приватні інвестиції. У такому випадку, навіть потенційно прибуткові інвестиційні проекти можуть не реалізовуватися через високий рівень макроекономічної невизначеності. Це створює ризик замкненого кола, коли слабке економічне зростання підриває боргову стійкість, а великий борг стримує інвестиції та економічне зростання.

Третім фактором залишається валютна структура державного боргу. Велика частина українських зобов'язань номінована в іноземній валюті і робить державні ресурси чутливими до девальвації гривні. Якщо валютний курс різко погіршиться, навантаження на бюджет автоматично зростає, навіть без нових запозичень. Тому проблема валютного ризику є не тільки фінансовою, а й макроекономічною.

Остання проблема, яку варто виокремити це висока залежність України від зовнішнього фінансування. Міжнародні фінансові організації і уряди країн-партнерів відіграють важливу роль у підтримці економіки України, але така залежність має довгострокові ризики. По-перше, значна частина допомоги надається у формі кредитів і збільшує майбутній борговий тягар. По-друге, умови міжнародних програм можуть вступати у конфлікт із внутрішніми цілями економічного зростання, особливо у випадку вимог швидкої фіскальної консолідації. По-третє, тривала залежність від зовнішніх кредиторів може обмежувати автономність державної економічної політики.

Підсумовуючи, можна сказати, що боргова ситуація України визначається не лише самим обсягом боргу, а й структурними обмеженнями економічного

зростання. Це означає, що стабілізувати боргову динаміку виключно через скорочення бюджетного дефіциту чи реструктуризацію зобов'язань не вдасться. Вирішальною умовою боргової стійкості є формування моделі економічного зростання, у межах якої державні запозичення трансформуються у продуктивні інвестиції, підвищення продуктивності та розширення податкової бази.

3.2. Міжнародні та регіональні інститути у формуванні боргової стійкості України: перспективи та виклики

Протягом 2022-2024 років МВФ надав Україні кредити на суму близько 15 мільярдів доларів, що дозволило уряду покривати бюджетні дефіцити та підтримувати золотовалютні резерви. Ця організація не просто дає гроші, а створює своєрідний знак якості для інших кредиторів, показуючи, що економічна політика країни рухається у правильному напрямку. Коли МВФ схвалює чергові транші, це сигналізує іншим донорам про можливість надавати додаткове фінансування без надмірних ризиків. Водночас співпраця з фондом передбачає виконання структурних бенчмарків та дотримання фіскальних цілей, що обмежує дії уряду в прийнятті популістських рішень. Основні вимоги стосуються реформування енергетичного сектору, боротьби з корупцією, модернізації податкової системи та забезпечення прозорості державних фінансів [8].

Світовий банк зосереджується на фінансуванні конкретних проєктів відбудови та структурних реформ економіки. З початку війни ця установа мобілізувала 20 мільярдів доларів для підтримки України через різноманітні механізми фінансування. Частина коштів надходить як прямі бюджетні позики для покриття поточних видатків, інша частина спрямовується на конкретні проєкти відновлення сектору. Банк також координує зусилля різних донорів через багатосторонні фонди, що дозволяє акумулювати ресурси та направляти їх на пріоритетні напрями. Крім фінансування, організація надає технічну експертизу у плануванні післявоєнної відбудови, оцінці збитків та розробці стратегій

економічного відновлення . Однак повільність процедур прийняття рішень та бюрократичні вимоги іноді гальмують швидке отримання необхідних коштів.

Європейський союз є найбільшим донором України та надав понад 50 мільярдів євро фінансової підтримки в різних формах. Частина цих коштів надходить як макрофінансова допомога у вигляді позик на пільгових умовах, а також як гранти для покриття бюджетних потреб, інша частина через гуманітарні програми та підтримку біженців. ЄС також запровадив механізм Ukraine Facility, який передбачає надання до 50 мільярдів євро протягом 2024-2027 років для підтримки стабільності та відбудови. Окремі країни-члени, зокрема Німеччина, Франція та скандинавські держави, надають двосторонню допомогу понад загальноєвропейські програми [13]. Перспектива членства в Союзі створює додаткові стимули для проведення реформ. Проте процес інтеграції потребує виконання численних критеріїв, включаючи боротьбу з корупцією, реформу судової системи та приведення економічних показників до маастрихтських вимог.

Сполучені Штати забезпечують масштабну фінансову підтримку як через двосторонні програми, так і через міжнародні організації. Американська допомога включає прямі бюджетні гранти, військову підтримку та гарантії за позиками. Конгрес США схвалив пакети допомоги на десятки мільярдів доларів, хоча політичні дискусії навколо продовження фінансування створюють елементи невизначеності. Частина американських коштів спрямовується через Світовий банк або інші багатосторонні механізми, що дозволяє краще координувати використання ресурсів. Водночас тісні відносини з США роблять Україну залежною від американської політичної кон'юнктури, де зміни в адміністрації або настроях у Конгресі можуть вплинути на обсяги майбутньої допомоги.

Європейський банк реконструкції та розвитку працює над підтримкою приватного сектору та малого бізнесу в умовах війни. Банк надає кредити українським компаніям, інвестує в інфраструктурні проекти та допомагає модернізувати фінансовий сектор. Особлива увага приділяється енергетичній незалежності та підвищенню енергоефективності. ЄБРР також працює над

залученням приватних інвесторів через механізми гарантій та страхування ризиків, що особливо важливо в умовах триваючого конфлікту. Проте масштаби діяльності банку обмежені порівняно з урядовими донорами, а фокус на комерційно життєздатних проєктах виключає найбільш постраждалі регіони [8].

Кожна організація має власні процедури, вимоги до звітності та пріоритети фінансування, що ускладнює роботу українського уряду. Частина допомоги прив'язана до закупівель у країнах-донорах або має цільове призначення, що обмежує гнучкість використання. Прозорість витрачання міжнародної допомоги стає предметом пильної уваги з боку кредиторів та громадськості. Боротьба з корупцією та забезпечення підзвітності залишаються ключовими умовами для продовження фінансування [9]. Довгострокова стійкість залежатиме від здатності трансформувати отриману допомогу в економічне зростання, яке дозволить обслуговувати накопичені борги без постійної залежності від зовнішніх джерел.

Отже, міжнародні та регіональні інституції відіграють важливу роль у підтримці боргової стійкості України в умовах повномасштабної війни. Водночас їхня роль може негативно впливати, адже поряд із стабілізуючим ефектом існує ризик довготривалої боргової залежності, конфлікти між вимогами кредиторів та внутрішніми цілями економічного розвитку, а також небезпека формування стимулів до відкладення структурних реформ.

У короткостроковій перспективі міжнародна фінансова допомога дуже важлива для України. Наслідками повномасштабної війни стало різке падіння економічної активності, одночасне зростання оборонних та соціальних видатків, а також скорочення податкових надходжень. У такій ситуації внутрішніх ресурсів країни недостатньо для фінансування базових потреб бюджету, а доступ до приватних ринків капіталу залишається обмеженим через високі ризики. Тому зовнішнє фінансування виконує функцію макрофінансового стабілізатора, при цьому дозволяє уникнути неконтрольованої монетизації дефіциту бюджету і стримати інфляційний тиск.

Варто наголосити на тому, що роль міжнародних фінансових інституцій не виконує виключно стабілізуючу функцію. Адже тривала залежність від

зовнішнього фінансування може призвести до формування моделі постійного рефінансування боргу, без достатнього внутрішнього економічного розвитку. Велика частина міжнародної допомоги надається у формі кредитів, а не грантів, і це означає накопичення майбутніх боргових зобов'язань.

Ще однією проблемою є те, що умови міжнародних програм можуть суперечити внутрішнім цілям зростання. Зазвичай міжнародні фінансові організації наголошують на необхідності фіскальної консолідації, скорочення дефіциту бюджету та обмеження державних видатків. Однак, у післявоєнний період надто швидка консолідація може зменшувати економічне зростання через скорочення державних інвестицій та зниження соціальної підтримки. Тому виникає суперечність між короткостроковими цілями макрофінансової стабілізації та довгостроковим потребам економічного розвитку.

З огляду на несприятливе співвідношення $r > g$, яке було проаналізовано у другому розділі, ця проблема є актуальною для України. Якщо вартість обслуговування боргу перевищує темпи зростання економіки, навіть жорстка бюджетна дисципліна не гарантує стабілізації боргової динаміки. Надмірна орієнтація на фіскальну економію в таких умовах може посилити рецесію і в середньостроковій перспективі погіршити боргову стійкість ще більше.

Залежність від зовнішньої допомоги - наступний ризик про який варто зазначити. Коли значна частина бюджетного дефіциту покривається за допомогою зовнішніх партнерів це може суттєво зменшити стимул до розвитку внутрішнього ринку капіталу, розширення податкової бази та проведення складних структурних реформ. Однак це не означає, що треба відмовлятися від співпраці із міжнародними інституціями. В умовах війни альтернативі цій допомозі немає, але стратегічною метою має бути поступове зменшення критичної залежності від неї, наприклад за допомогою розвитку внутрішніх джерел зростання, розширення ринку державних облігацій і стимулювання приватних інвестицій. У цьому випадку важливу роль відіграє перспектива членства в ЄС. Євроінтеграція формує додатковий інституційний стимул для реформ і підвищує довіру інвесторів.

У висновку важливо зазначити, що міжнародні та регіональні інституції одночасно є стабілізатором та потенційним джерелом довгострокових ризиків. Їхній внесок у боргову стійкість України визначатиметься тим, наскільки зовнішнє фінансування вдасться поєднати зі структурними реформами, розвитком внутрішнього ринку капіталу та формуванням моделі продуктивного зростання. Тому, саме економічне зростання має стати головною опорою боргової стійкості країни.

3.3. Рекомендації щодо підвищення боргової стійкості та оптимізації структури боргу

Аналіз проблем у другому розділі показав, що основними факторами погіршення боргової стійкості України є несприятливе співвідношення $r - g$, висока частка зовнішнього валютного боргу, значна залежність від зовнішнього фінансування, а також посилення ефекту нависання боргу (*debt overhang*) в умовах воєнної економіки. Результати VAR-моделі показали, що зростання зовнішнього боргу супроводжується уповільненням економічного зростання, а регресійний аналіз підтвердив, що тільки за допомогою спрямування коштів на продуктивні інвестиції, можливий позитивний вплив запозичень на ВВП. Тому боргова політика України має бути спрямована на зміну структури боргу, зниження вартості його обслуговування та створення умов для прискорення економічного зростання.

За умов несприятливого співвідношення $r > g$, обслуговування державного боргу перевищує темпи економічного зростання і призводить до автоматичного збільшення співвідношення боргу до ВВП навіть за помірною первинного дефіциту бюджету. Аналіз показав, що механізм $r > g$ став ключовим фактором стрімкого накопичення боргу у 2014 році та після початку повномасштабної війни у 2022 році. Це пояснює, що стабілізація боргової динаміки потребує або зниження вартості запозичень (r), або прискорення темпів

економічного зростання (g). Вирішенням цієї ситуації у середньостроковій перспективі має стати спрямування міжнародної допомоги не лише на покриття дефіциту бюджету, а й на фінансування продуктивних інвестицій, які забезпечать довгострокове зростання економіки.

У цій ситуації найкращим рішенням боргової політики у короткостроковому періоді має бути залучення максимальної частки пільгового фінансування від міжнародних фінансових організацій та урядів країн-партнерів, а саме кредити з низькими відсотковими ставками та тривалими строками погашення. Це дає можливість знизити середню ефективну вартість обслуговування боргу, тобто зменшити показник r у структурі боргової динаміки. Водночас реалізація цієї політики залишається залежною від значної міжнародної підтримки і виконання Україною умов співпраці з міжнародними кредиторами.

Варто зазначити, що довгострокова стабілізація боргу не можлива лише за умови дешевого зовнішнього фінансування. Проведений аналіз продемонстрував, що основною проблемою України є неможливість економіки забезпечувати стійкі темпи зростання в умовах високого боргового навантаження. Тому ключовим напрямом боргової політики у повоєнний період має бути стимулювання факторів довгострокового економічного зростання, а саме: відновлення інфраструктури, розвиток експортного сектору, модернізація енергетичної системи та підтримка приватних інвестицій.

Основними інструментами для реалізації цих заходів є інвестиційні програми ЄС, фінансова допомога Світового банку, ЄБРР та механізми державно-приватного партнерства. За допомогою реалізації цих заходів відбудеться підвищення продуктивності економіки та прискорення темпів зростання реального ВВП, що в результаті покращить співвідношення $g > r$.

Наступною важливою проблемою є висока частка зовнішнього боргу, який номінований в іноземній валюті. Це показав аналіз проведений у другому розділі, а VAR-модель підтвердила тісний взаємозв'язок між зовнішнім боргом, валютним курсом та динамікою ВВП. Економічний механізм цієї проблеми

полягає у тому, що девальвація гривні збільшує реальну вартість обслуговування зовнішнього боргу та посилює боргове навантаження на бюджет, навіть без нових запозичень.

Оптимізація валютної структури боргу дозволить зменшити вразливість до коливань обмінного курсу та знизити ризики рефінансування. Одним із ключових напрямів боргової політики є поступове збільшення частки внутрішніх запозичень у гривні та розвиток внутрішнього ринку державних облігацій. У короткостроковій перспективі основними інструментами для реалізації є спрощення доступу населення до ОВДП через мобільні застосунки та цифрові сервіси банків, а також за допомогою залучення комерційних банків та страхових компаній до внутрішнього ринку державного боргу. У середньостроковій перспективі, через збільшення частки довгострокових гривневих облігацій із фіксованою дохідністю та розвиток інструментів військових та інфраструктурних облігацій, знизяться валютні ризики та зменшиться залежність державних фінансів від коливань обмінного курсу.

Третя проблема, яка була розглянута у другому розділі - це висока залежність України від зовнішнього фінансування. Аналіз, проведений у другому розділі, продемонстрував, що зовнішній борг постійно перевищує рівень міжнародних резервів і означає, що держава залежна від міжнародної допомоги. Регресійний аналіз показав, що позитивний вплив боргового фінансування на економіку є короткостроковим, а довгострокове накопичення боргу без відновлення економічного зростання створює ризик формування боргової залежності. Тому, у короткостроковій перспективі необхідно зберігати програми пільгового фінансування від МВФ, ЄС та Світового банку, адже такі кредити мають нижчу вартість обслуговування та довші строки погашення, тому це дозволяє зменшити показник r у межах боргової динаміки. У середньостроковій перспективі Україна має переходити від кредитної моделі фінансування до інвестиційної моделі відбудови, за допомогою залучення прямих іноземних інвестицій, страхування воєнних ризиків та створення міжнародних гарантійних механізмів для приватного капіталу. Це дасть змогу замінити частину боргового

фінансування інвестиційними ресурсами без збільшення боргового навантаження.

Останньою важливою проблемою є посилення ефекту нависання боргу (*debt overhang*) в умовах високого боргового навантаження та макроекономічної невизначеності. Проведений аналіз показав, що після кризової ситуації 2014 року, навіть часткова макроекономічна стабілізація не забезпечила швидкого відновлення інвестиційної активності. Економічний механізм *debt overhang* полягає у тому, що великий обсяг державного боргу та очікування майбутнього податкового навантаження стримують приватні інвестиції і погіршують довгострокові очікування бізнесу, тому саме це обмежує можливості відновлення економіки та погіршує перспективи стабілізації боргу.

Для зниження ефекту нависання боргу (*debt overhang*) важливо сформувати прогнозовану довгострокову макрофінансову політику та почати поступове відновлення довіри приватного сектору до економіки України. У короткостроковій перспективі головним інструментом має бути реструктуризація зовнішнього комерційного боргу через подовження строків погашення, зниження відсоткових ставок та часткове списання боргових зобов'язань. Це зменшить обсяг щорічних витрат за боргом і скоротить тиск на державний бюджет. Ще одним інструментом є ширше використання облігацій, виплати за якими зростають, коли економіка розвивається, і зменшуються, коли вона сповільнюється. Цей механізм дозволяє автоматично знизити боргове навантаження у періоди економічного спаду і робить боргову динаміку стійкішою.

У короткостроковій перспективі важливим інструментом є створення системи державних гарантій та страхування воєнних ризиків для приватних інвесторів за участю Світового банку (MIGA) та ЄБРР. Це знизить інвестиційні ризики для бізнесу та збільшить потік приватного капіталу навіть в умовах високого державного боргу. Також, важливо розширювати механізм державно-приватного партнерства у сферах інфраструктури, енергетики та промисловості,

щоб частина інвестицій у відбудову фінансувалася не за рахунок нових державних запозичень, а через залучення приватного капіталу.

Ще одним інструментом є запровадження середньострокових фіскальних правил після завершення війни, тобто поступове обмеження структурного дефіциту бюджету та встановлення граничних орієнтирів для співвідношення боргу до ВВП. За допомогою цього інструмента знизиться очікування інвесторів щодо майбутнього різкого підвищення податків. Варто наголосити на тому, що впровадження жорстких обмежень на дефіцит бюджету одразу після війни може негативно вплинути на темпи відновлення економіки, тому фіскальна консолідація має бути поступовою та узгодженою з темпами економічного відновлення. У цьому процесі можна виділити три послідовні етапи:

1. короткостроковий (1-2 роки) - пріоритетом є макрофінансова стабільність, тобто збереження доступу до міжнародного фінансування, управління ризиками ліквідності та забезпечення критично важливих бюджетних видатків.
2. середньостроковий (3-5 років) - увага зміщується на структурні зміни, а саме на розвиток внутрішнього ринку капіталу, поступове зменшення валютної залежності, відновлення економічного зростання та розширення податкової бази.
3. довгостроковий (5-10 років) - повернення до стійкої моделі державних фінансів, зниження боргу до безпечного рівня та поступове наближення до Маастрихтських критеріїв ЄС.

Варто зазначити, що реалізація цих заходів матиме суттєві інституційні та політичні обмеження. Війна, соціальна чутливість скорочення видатків, залежність від міжнародних партнерів та політична економія реформ, зменшують можливості уряду для проведення жорсткої фіскальної політики. У результаті боргова стабілізація України значною мірою залежатиме не лише від внутрішніх реформ, а й від масштабів міжнародної підтримки та темпів повоєнного економічного відновлення.

Для оцінки перспектив боргової стійкості та ефективності запропонованих заходів необхідно застосувати сценарний аналіз на основі формули боргової динаміки:

$$\Delta d = (r - g) \times d_{-1} - pb$$

де Δd - зміна співвідношення боргу до ВВП;

r - реальна відсоткова ставка за боргом;

g - темп реального економічного зростання;

d_{-1} - початковий рівень боргу до ВВП;

pb - первинний баланс бюджету (доходи мінус видатки без урахування відсоткових платежів).

Точкою відліку будуть дані 2025 року, а саме: борг/ВВП = 101%, середня ефективна ставка обслуговування $r = 4,5\%$, темп реального зростання $g = 1,8\%$, первинний дефіцит $pb \approx -14\%$ ВВП. За таких умов диференціал $r - g = +2,7$ відсоткових пункта, це означає автоматичне зростання боргового навантаження навіть без нових запозичень.

За допомогою сценарного аналізу можна кількісно оцінити, як реалізація кожного із запропонованих заходів змінює параметри боргової динаміки. Варто розглянути три сценарії на 2026-2030 років.

Перший - базовий сценарій, коли зміни боргової політики не відбуваються. Припустимо, що $r = 4,5\%$, $g = 1,8\%$, $d = 101\%$ ВВП, $pb = -10\%$ ВВП (показник зменшився через скорочення дефіциту після активної фази війни). Підставляючи ці дані у формулу отримуємо:

1) обчислення диференціалу: $r - g = 4,5\% - 1,8\% = +2,7$ в.п.

2) автоматичний борговий ефект: $(r - g) * d_{-1} = 0,027 * 101 = +2,72$ в.п. ВВП.

3) підсумок: $\Delta d = 2,72 - (-10) = +12,72$ в.п. ВВП на рік

Загальний вигляд формули: $\Delta d = (0,045 - 0,018) * 101 - (-10) = 12,7$ відсоткових пункта на рік. Це означає, що боргове навантаження щороку зростатиме на $\approx 12,7$ відсоткових пункта ВВП і до 2030 року буде $\approx 165\%$ ВВП (розраховано як: 101 (станом на 2025 рік) + $(12,7 * 5)$ (за кожен рік до 2030 року)), тобто досягне зони

критичного боргового ризику за методологією МВФ. Головною причиною є збереження позитивного диференціалу $r - g = +2,7$ в.п. в умовах лише часткової фіскальної консолідації без зміни структури боргу.

Другий - помірний сценарій, тобто реалізація окремих заходів оптимізації. Припущення включають три заходи зі зміною параметрів, а саме:

1. максимізація пільгового фінансування знижує середню ефективну ставку обслуговування до $r = 3\%$ (економія 1,5 в.п. за допомогою комерційних запозичень 7-9% кредитами МВФ та ЄС під 1,5-3%);
2. спрямування 30% зовнішньої допомоги на продуктивні інвестиції в інфраструктуру та енергетику прискорює зростання до $g = 3,8$ (продуктивні інвестиції підвищують потенційне зростання через ефект втягування (crowding-in));
3. поступова фіскальна консолідація зменшує первинний дефіцит до $pb = -6\%$ ВВП.

Підставляючи ці дані у формулу, виходить: $\Delta d = (0,03 - 0,038) * 101 - (-6) = +5,19$ в.п. на рік. Покрокове вирішення виглядає так:

- 1) диференціал: $r - g = 3\% - 3,8\% = -0,8$ в.п. (диференціал стає від'ємним, але не значно)
- 2) автоматичний борговий ефект: $(r - g) * d_{-1} = (-0,008) * 101 = -0,808$ в.п. ВВП
- 3) підсумок: $\Delta d = -0,808 - (-6) = +5,19$ в.п. ВВП

Боргове навантаження все ще зростає, але повільніше, у 2030 році досягне рівня $\approx 127\%$ ВВП. Ключовий механізм у цьому випадку полягає у зниженні r на 1,5 в.п., що зменшує автоматичний приріст боргу на $\approx 1,5$ в.п. ВВП щороку ($1,5\% * 101$), а також у прискоренні g з 1,8% до 3,8% зменшує його ще на ≈ 2 в.п. ВВП щороку.

Третій - оптимістичний сценарій із комплексною реалізацією всіх запропонованих заходів. Припущення включають повну реалізацію заходів:

1. реструктуризація зовнішнього комерційного боргу зі зниженням купонних ставок і подовженням строків знижує r до 2%;

2. залучення прямих іноземних інвестицій, розширення державно-приватного партнерства та спрямування інвестицій на відновлення промисловості та експортного сектору забезпечує $g = 5,8\%$;
3. запровадження середньострокових фіскальних правил та розширення податкової бази покращують первинний баланс до $pb = +0\%$ ВВП.

Підставляючи дані у формулу виходить: $\Delta d = (0,02 - 0,058) * 101 - (+0) = -3,83$ в.п. на рік. Покрокове вирішення виглядає так:

- 1) диференціал: $r - g = 2\% - 5,8\% = -3,8$ в.п. (диференціал значно від'ємний і є умовою автоматичного зниження боргового навантаження)
- 2) автоматичний борговий ефект: $(r - g) * d_{-1} = (-0,038) * 101 = -3,83$ в.п. ВВП.
- 3) підсумок: $\Delta d = -3,83 - (+0) = -3,83$ в.п. ВВП на рік

У цьому випадку диференціал $r - g$ стає $-3,8$ в.п., це означає автоматичне зниження боргового навантаження. Такий результат показує, що борг знижуватиметься на ≈ 4 в.п. ВВП і до 2030 року може скоротитись до рівня $\approx 82\%$ ВВП. Зведені результати сценарного аналізу наведено у таблиці 3.1.

Таблиця 3.1

Сценарний аналіз боргової динаміки України на 2026-2030 рр.

Параметр	2025 р	Базовий сценарій	Помірний сценарій	Оптимістичний сценарій	Заходи впливу на параметри	Канали впливу
r (реальну ставку, %)	4,5	4,5	3	2	заміщення комерційного боргу пільговим (МВФ/ЄС); реструктуризація ставок	зниження r зменшує "автоматичний" приріст боргу; пом'якшує $r > g$
g (темпл зростання, %)	1,8	1,8	3,8	5,8	інвестиції в інфраструктуру, ПП,ДПП; інвестиційна модель допомоги	crowding-in; зростання g знижує $d/\text{ВВП}$ автоматично; пом'якшує debt overhang
$r-g$ (диференціал в.п.)	+2,7	+2,7	-0,8	-3,8	комплексний вплив зниження r та прискорення g	при $r - g < 0$ борг знижується автоматично;

						усуває потребу у жорсткій фінансовій консолідації
pb (первинний баланс, % ВВП)	-14,0	-10	-6,0	+0	фінансові правила; розширення податкової бази; ДПП замість державних запозичень	скорочення дефіциту знижує потребу у нових запозиченнях; зменшує rollover risk
Δd (зміна борг/ВВП на рік, в.п)	-	+12,7	+5,2	-3,8	$\Delta d = (r-g) * d_{-1} - pb$	ключовий підсумковий індикатор боргової стійкості
Борг/ВВП у 2030 р. (оцінка,%)	101	≈165	≈126-130	≈82	поріг МВФ “підвищеного ризику” - 85% ВВП	лише оптимістичний сценарій забезпечує вихід до безпечного рівня протягом 5 років.

*Джерело: розраховано автором на основі даних із джерел Мінфіну та НБУ [14, 21, 22, 35]

Варто наголосити на тому, що наведений сценарний аналіз є спрощеним. По-перше, модель передбачає відносну сталість параметрів r , g та pb протягом терміну 2026-2030 років, а на практиці вони є динамічними та залежать від багатьох чинників, а саме: геополітичної ситуації, темпів повоєнного відновлення, кон'юнктури світових ринків. По-друге, модель абстрагується від зворотних зв'язків між борговим навантаженням і темпом зростання (ефект нависання боргу), між рівнем боргу та ринковою ставкою, а також від можливих нелінійних ефектів за умов надмірно високого боргу. По-третє, прогнозований рівень боргу до ВВП чутливий щодо номінального курсу гривні. Незважаючи на ці застереження, аналіз демонструє свою аналітичну цінність. Він дозволяє кількісно порівняти відносну силу різних каналів впливу на боргову динаміку та обґрунтувати пріоритетність заходів боргової політики.

Результати аналізу дають можливість встановити кількісний зв'язок між запропонованими інструментами боргової політики та параметрами формули. За допомогою двох інструментів можливе зниження r : перше - це реструктуризація комерційного боргу, яка здатна знизити купонні ставки на 2-3 в.п. і цим зменшити автоматичний борговий ефект на 2-3 в.п. щороку; друге - максимізація пільгового фінансування від МВФ та ЄС, яке поступово замінює дорожчі запозичення і забезпечує поступове зниження середньозваженої ставки ще на 1,5 в.п. Прискорення параметра g відбувається через продуктивне використання зовнішньої допомоги (ефект crowding-in від інфраструктурних інвестицій) та залучення прямих іноземних інвестицій і механізмів ДПП, які переводять на часткове фінансування відновлення. У взаємодії ці інструменти знижують диференціал $r - g$: у базовому сценарії він становить +2,7 в.п. і щорічно генерує +2,72 в.п. боргового навантаження; у помірному сценарії -0,8 в.п., тобто автоматичний ефект змінює знак на нейтральний; в оптимістичному сценарії стає -3,8 в.п. і щороку автоматично знижує боргове навантаження на 3,83 в.п. ВВП без жодної додаткової консолідації.

Покращення первинного балансу rb забезпечується трьома механізмами, а саме: фіскальними правилами, що обмежують структурний дефіцит, розширення податкової бази через детінізацію та відновлення виробничого сектору, а також поступовим переходом від державного боргового фінансування до ДПП, що в результаті знижує потребу у нових запозиченнях. Водночас сценарний аналіз показує, що фіскальна консолідація є необхідною, але це недостатня умова для боргової стійкості. У базовому сценарії за первинного дефіциту – 10% борг зростає із швидкістю +12,7 в.п. на рік, бо позитивний диференціал самостійно генерує +2,72% навіть за нульового дефіциту.

Тому, єдиним шляхом переходу від базового сценарію до оптимістичного є одночасна дія на всі три параметри: на зниження r через реструктуризацію і пільгове фінансування, підвищення g через ефективні інвестиції, покращення rb через фіскальні правила і ДПП. Також ці розрахунки пояснюють, чому співвідношення $r > g$ є головною проблемою, виявленою у другому розділі, адже

поки диференціал залишається позитивним, будь-яке скорочення дефіциту компенсується автоматичним зростанням боргу.

Таким чином, результати сценарного аналізу дають можливість зробити два різних висновки щодо боргової динаміки України. По-перше, найбільший внесок у покращення боргової стійкості забезпечує зміна знаку диференціалу $r - g$. Якщо у базовому сценарії $r - g = +2,7$ в.п. означає щорічний автоматичний приріст боргового навантаження, то в оптимістичному сценарії результат $r - g = -3,8$ в.п. перетворює цей механізм на автоматичний стабілізатор, який знижує борг без додаткової фіскальної консолідації. Прискорення g з 1,8 до 5,8 забезпечує сукупну економію у 4 в.п ВВП щорічно через автоматичний ефект знаменника (зростання ВВП знижує відношення $d/\text{ВВП}$). Зниження r з 4,5% до 2% дає ще 2,5 в.п ВВП. Отже, головним стратегічним завданням боргової політики України є не просто скорочення дефіциту, а структурне зрушення у співвідношенні $r - g$.

По-друге, сценарний аналіз демонструє особливий зв'язок між запропонованими заходами та окремими проблемами боргової динаміки. Наприклад, розвиток внутрішнього ринку ОВДП знижує частку валютного боргу і тому зменшує чутливість r до девальвації гривні. Кожні 10 в.п. скорочення валютної частки боргу зменшують відповідальність бюджету за курсовий ризик приблизно на 0,3-0,5 в.п. ВВП. Щодо ефекту нависання боргу, то реструктуризація комерційного боргу (зниження r) та запровадження ВВП-прив'язаних облігацій зменшують суму щорічних виплат і в результаті послаблюють нависання боргу (*debt overhang*), коли очікувані майбутні виплати знижуються, інвестори розраховують отримати більшу частину від власних вкладень, що стимулює інвестиційну активність та підвищує g . Щодо проблеми залежності від зовнішнього фінансування, то перехід до інвестиційної моделі замінює боргове фінансування власним капіталом, тому знижує потребу у нових запозиченнях і гальмує зростання $d-1$.

Отже, за допомогою об'єднання всіх рекомендацій, Україна може перейти від ситуації наростаючого боргового навантаження до стабілізації та подальшого зниження боргу.

Висновки до третього розділу.

У цьому розділі було визначено головні проблеми та напрями удосконалення боргової політики України в умовах воєнного та повоєнного періоду. Аналіз продемонстрував, що підвищення боргової стійкості не може бути досягнуто лише за рахунок скорочення запозичень, адже особливе значення мають зміна структури боргу, зниження вартості його обслуговування та формування умов для прискорення економічного зростання.

Також було виявлено, що міжнародні та регіональні інституції відіграють важливу роль у підтриманні макрофінансової стабільності України. Фінансова допомога МВФ, Світового банку, ЄС та ЄБРР дозволяє покривати дефіцит бюджету, підтримувати валютні резерви та уникати різкої фіскальної консолідації умовах війни. У результаті цього було встановлено як позитивний так і негативний вплив цих організацій.

Було визначено, що ефективність міжнародної допомоги залежить від напрямів використання залучених ресурсів. Використання коштів для відновлення інфраструктури, розвитку енергетики, модернізації виробництва та стимулювання приватних інвестицій створює умови для більш сприятливого співвідношення $r < g$ у середньостроковій перспективі.

Під час дослідження було виділено один із ключових напрямів підвищення боргової стійкості, а саме: поступове зниження валютних ризиків через розвиток внутрішнього ринку державних облігацій, збільшення частки довгострокових інструментів у національній валюті та диверсифікацію джерел фінансування. Це дозволить зменшити чутливість державних фінансів та знизити ризики рефінансування.

Отже, дослідження підтвердило, що для стабілізації боргової динаміки України необхідне поєднання боргової політики із структурними реформами, підвищенням інституційної довіри та створенням умова для довгострокового економічного зростання. Тому боргова стратегія України має базуватись на формуванні моделі економічного розвитку.

ВИСНОВКИ

У даній роботі було досліджено взаємозв'язок між державним боргом та економічним зростанням України в умовах воєнної економіки, а також проаналізовано механізми формування боргової стійкості держави. Виходячи з цього можна зробити наступні висновки:

Під час дослідження було встановлено, що державний борг є не тільки інструментом фінансування бюджетного дефіциту, а й важливим фактором економічної динаміки. Вплив державного боргу на економічне зростання можна розглядати з двох сторін. З однієї, за нормального рівня боргового навантаження та ефективного використання залучених ресурсів, державні запозичення можуть стимулювати економічне зростання через механізми crowding-in, підтримку сукупного попиту та фінансування інвестицій в інфраструктуру та модернізацію економіки. З іншої сторони, значний рівень боргу формує ризики ефекту витіснення (crowding-out), нависання боргу (debt overhang), валютну нестабільність та скорочення фіскального простору держави.

Визначено, що основним аналітичним інструментом оцінки боргової стійкості є показник $r - g$ - різниця між реальною відсотковою ставкою за державним боргом та темпом реального економічного зростання. Якщо $r > g$, борг зростає швидше за економіку і для стабілізації боргового навантаження необхідний первинний профіцит бюджету. Якщо $g > r$, то борг самостійно знижується відносно ВВП навіть за помірною дефіциту. Питання боргової стійкості для України пов'язане не лише з обсягом запозичень, а й із здатністю економіки забезпечити стійке довгострокове зростання.

Було встановлено, що для оцінки боргової ситуації країни практичне значення має методологія Debt Sustainability Analysis (DSA). Вона дає можливість комплексно оцінювати ризики боргової нестійкості через аналіз базового сценарію, стрес-тестів, валютної структури боргу, співвідношення $r - g$ та ризиків рефінансування. Використання підходу DSA допомогло глибше проаналізувати сучасний стан державного боргу України.

Результати емпіричного аналізу продемонстрували, що боргова політика незалежної України формувалася під впливом зовнішніх шоків, структурних дисбалансів економіки та високої залежності від зовнішнього фінансування. Події 2014 та 2022 року стали особливо критичними для боргової динаміки країни, адже вони супроводжувалися різким падінням реального ВВП, девальвацією гривні, значним дефіцитом бюджету та стрімким збільшенням державного боргу. Дослідження показало, що поєднання негативного співвідношення $r - g$, значних потреб у фінансуванні та високих воєнних видатків стало головною причиною прискорення накопичення боргу.

Дослідження показало, що одним із найсерйозніших ризиків для боргової стійкості України є валютна структура державного боргу. Значна частина зобов'язань номінована в іноземній валюті, тому девальвація гривні збільшує витрати на обслуговування боргу та посилює навантаження на державний бюджет. Також висока залежність від зовнішнього фінансування створює ризики довгострокової фінансової залежності та зменшує можливості проведення автономної економічної політики. Але наразі зовнішня підтримка міжнародних організацій та країн-партнерів відіграє важливу роль у забезпечення макрофінансової стабільності України в умовах війни.

Порівняння України з країнами Європейського Союзу, продемонструвало, що головна відмінність полягає у якості інституційного управління державними фінансами. Досвід Швеції, Німеччини, Чилі та Південної Кореї, свідчить про те, що боргова стійкість забезпечується наявністю ефективних фіскальних правил, розвинутого внутрішнього ринку капіталу та довіри інвесторів. Досвід цих країн означає, що Україна має переходити від кризового управління боргом до формування довгострокової стратегії боргової політики.

На основі проаналізованих проблем, було запропоновано напрями оптимізації боргової політики України. Підвищення боргової стійкості потребує формування умов для прискорення економічного зростання та покращення співвідношення $r - g$, а не лише скорочення дефіциту бюджету. У роботі обґрунтовано необхідність поступового зміщення з короткострокового кризового

фінансування на формування довгострокових джерел економічного зростання через розвиток внутрішнього ринку капіталу, зниження валютної частки боргу, розширення інвестицій у продуктивну інфраструктуру і проведення інституційних реформ. Також доведено, що мінімізація ефекту нависання боргу (debt overhang) можлива за умови підвищення довіри інвесторів, забезпечення прогнозованості державної фінансової політики та покращення інвестиційного клімату.

Під час аналізу було встановлено, що ефективність цих заходів залежить від низки важливих умов. Без покращення інституційної якості державного управління та формування сприятливого інвестиційного клімату навіть ефективні інструменти боргової політики не зможуть забезпечити довгострокову боргову стійкість.

Отже, проблема державного боргу України на сьогоднішній день значно впливає на перспективи економічного зростання, макрофінансової стабільності та повоєнного відновлення. Забезпечення боргової стійкості України потребує комплексного поєднання фіскальної підтримки, підтримки економічного зростання, ефективного управління валютними ризиками, розвитку внутрішнього фінансового ринку та послідовного вдосконалення інституційної системи державного управління.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Вінницька О., Конієнко Т. Аналіз боргової безпеки України: перспективи та виклики. Науково-технічна революція XXI століття 2024. 2024. С. 25–30. URL: <https://doi.org/10.30890/2709-1783.2024-32-00-016>
2. Самусь Г. І., Циганенко О. В., Медвідь А. О. Державний борг України: сутність, сучасні тенденції та управління. Науковий вісник Мукачівського державного університету. 2023. Т. 10, № 1. С. 19–28. URL: <https://doi.org/10.52566/msu-econ1.2023.018>
3. Чернишко С. Ф., Кабаці С. Б. Сутність, складові та особливості формування державного боргу України. Scientific Bulletin of UNFU. 2015. Т. 25, № 7. С. 233–239. URL: <https://doi.org/10.15421/40250736>
4. Reinhart C., Rogoff K. Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten. IMF Working Paper. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf>
5. Bogdan T. Debt sustainability analysis and its policy implications for Ukraine. Public and municipal finance. 2024. Vol. 13, no. 2. P. 204–219. URL: [https://doi.org/10.21511/pmf.13\(2\).2024.17](https://doi.org/10.21511/pmf.13(2).2024.17)
6. Sovereign Risk and Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries. IMF. URL: <https://www.imf.org/en/publications/dsa/sovereign-risk-and-debt-sustainability-analysis-for-market-access-countries>
7. Західна О. Вплив державного боргу на національну економіку. Молодий вчений. 2021. № 11 (99). С. 380–384. URL: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2021-11-99-82>
8. Ukraine systematic country diagnostic: toward sustainable recovery and shared prosperity. World Bank Group, 2017. 182 p. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/268021494851394908/pdf/Ukraine-SCD-Document-April28-2017-05102017.pdf>

9. Дем'янчук О. І Боргова безпека України. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». 2024. Т. 1, № 32(60). С. 69–74. URL: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-32\(60\)-69-74](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-32(60)-69-74)
10. The impact of external public debt on the national economy's key macroeconomic indicators (case of ukraine) / V. Giedratis et al. Financial and credit activity: problems of theory and practice. 2020. Vol. 3, no. 34. P. 219–229. URL: <https://doi.org/10.18371/fcaptr.v3i34.215512>
11. Єрмоленко О. А. Боргова стійкість України: теоретична та практична складова. Економічний простір. 2023. URL: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/185-6>
12. Деркач М. У яких країнах найбільший державний борг: порівняння з Україною. PaySpace Magazine. URL: <https://psm7.com/uk/money/v-kakix-stranax-samyj-bolshoj-gosudarstvennyj-dolg-sravnenie-s-ukrainoj.html>
13. Піхняк Т. Державний борг України та інших країн: порівняльний аспект. Herald of Khmelnytskyi National University. Economic sciences. 2024. Т. 328, № 2. С. 39–43. URL: <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2024-328-5>
14. Міністерство Фінансів України. *Access Denied*. URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg_osn_inf
15. Kravchuk O. The origins of Ukraine's debt dependence. *Спільне Commons*. URL: <https://commons.com.ua/en/formuvannya-zalezhnosti/>
16. Маршалок Т. Війна і державний борг – що маємо і що буде. «Вокс Україна». URL: <https://voxukraine.org/vijna-i-derzhavnyj-borg-shho-mayemo-i-shho-bude>
17. Мигаль М. Державний борг України б'є історичний рекорд: боргова пастка чи стратегічний ресурс. *Інститут аналітики та адвокації*. URL: <https://iaa.org.ua/articles/derzhavnyj-borg-ukrayiny-bye-istorychnyj-rekord-borgova-pastka-chy-strategichnyj-resurs/>
18. Романовська Ю. Аналіз державного боргу України в умовах війни. *Економіка та суспільство*. 2024. № 62. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-62-106>

19. Structure of government debt. *European Commission*. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structure_of_government_debt
20. Соколовська О. М. Вплив зовнішнього боргу на економічне зростання України. *Економіка і організація управління*. 2022. № 1. С. 97–106. URL: <https://doi.org/10.31558/2307-2318.2022.1.10>
21. Державний борг України зріс до 101% ВВП – KSE Institute - Kyiv School of Economics. *Kyiv School of Economics*. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/derzhavnij-borg-ukraini-zris-do-101-vvp-kse-institute/>
22. Зовнішній борг України на кінець 2024 року. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ExDebt_u.pdf
23. State debt review 2024. *KSE Institute*. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2025/11/State-debt-review_2024.pdf
24. Кучеренко С. Держборг понад 100% ВВП та 1 трлн грн на його обслуговування: чому Україна входить у 2026 рік із недієздатною борговою стратегією. *Mind.ua*. URL: <https://mind.ua/publications/20300353-derzhborg-ponad-100-vvp-ta-1-trln-grn-na-jogo-obslugovuvannya-chomu-ukrayina-vhodit-u-2026-rik-iz-ned>
25. World Bank. International Debt Report 2024. Washington, DC: World Bank. 2024. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstreams/9b3d960c-5f6e-4100-82bc-46d72d4602ad/download>
26. Government finance statistics. *European Commission*. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government_finance_statistics
27. Government debt to GDP in EU countries 2024. *Statista*. URL: <https://www.statista.com/statistics/269684/national-debt-in-eu-countries-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/>
28. Government debt at 88.2% of GDP in euro area. *European Commission*. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22012025-ap>

29. Іщенко А. Україна – банкрут? Чи критичний для економіки рівень держборгу країни. *LIGA.net*. URL: <https://finance.liga.net/ua/ekonomika/article/ukraina-bankrut-chy-krytychnyy-dlia-ekonomiky-riven-derzhborhu-krainy>
30. Assessment of the external debt impact on a country's economic development indicators: Evidence from Ukraine / Y. Petrushenko et al. *Investment management and financial innovations*. 2022. Vol. 19, no. 1. P. 360–369. URL: [https://doi.org/10.21511/imfi.19\(1\).2022.28](https://doi.org/10.21511/imfi.19(1).2022.28)
31. Шемаєва Л. Трансформація структури держборгу України в умовах війни: ризики та шляхи їх зниження. *Національний інститут стратегічних досліджень*. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/transformatsiya-struktury-derzhborhu-ukrayiny-v-umovakh-viyny-ryzyky-ta>
32. Fiscal Rules and Fiscal Councils / V. Alonso-Albarran et al. *IMF Working Papers*. 2025. Vol. 2025, no. 198. P. 1. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229025072.001>
33. Замкова Н. Державний борг України за масштабної кризи. *Herald of kyiv national university of trade and economics*. 2022. Т. 144, № 4. С. 110–121. URL: [https://doi.org/10.31617/1.2022\(144\)08](https://doi.org/10.31617/1.2022(144)08)
34. Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених, м. Київ, 17 квітня 2026 року Київ : Національний університет «Києво-Могилянська академія», 2026. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/39159>
35. Державний борг України зріс до 101% ВВП – KSE Institute - Kyiv School of Economics. *Kyiv School of Economics*. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/derzhavnij-borg-ukraini-zris-do-101-vvp-kse-institute/>
36. Ukraine War Economy Tracker - Centre for Economic Strategy. *Центр економічної стратегії*. URL: <https://ces.org.ua/en/tracker-economy-during-the-war/>.