

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

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«СТРУКТУРНІ ЗМІНИ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ ТА РИЗИК
СУВЕРЕННОГО ДЕФОЛТУ»**

Виконав: студент 4-го року навчання,

Спеціальність:

051 «Економіка»

Шевченко Олександр Вікторович

Керівник Григор'єв Г.С.,

доктор економічних наук, доцент

Рецензент Шапошніков К.С.,

професор, д.е.н.

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою _____

Секретар ЕК _____

« ____ » _____ 2026 р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ СТРУКТУРНИХ ЗМІН ТА СУВЕРЕННОГО БОРГУ	6
1.1. Сутність та види структурних змін в економіці під впливом макроекономічних шоків.	6
1.2. Природа суверенного дефолту: причини виникнення, види та наслідки для держави.	12
1.3. Механізми впливу структурних характеристик економіки на боргову стійкість	18
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ СТРУКТУРНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ НА БОРГОВУ СТІЙКІСТЬ УКРАЇНИ	26
2.1. Аналіз глибинних структурних змін в економіці України.....	26
2.2. Оцінка динаміки та структури державного боргу України в умовах війни.	35
2.3. Оцінка ризиків суверенного дефолту: системний аналіз боргових метрик.	42
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ МІНІМІЗАЦІЇ РИЗИКІВ ДЕФОЛТУ ТА НАПРЯМИ СТРУКТУРНОГО ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ.....	53
3.1. Короткострокова стабілізація боргової стійкості.	53
3.2. Середньострокова політика управління боргом.	57
3.3. Структурне відновлення економіки як основа довгострокової стійкості, сценарний аналіз.	65
ВИСНОВКИ.....	72
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	76
ДОДАТКИ	82

ВСТУП

Актуальність дослідження. Економіка України в умовах повномасштабної війни зазнала серйозних макроекономічних шоків, що призвело до втрати значної частини виробничих активів та глибокої демографічної кризи. Ці події стали причиною суттєвих структурних змін: звуження фіскальної бази, дисбалансу зовнішньої торгівлі та посилення сировинної спрямованості експорту. Унаслідок цього держава стикнулася зі стрімким зростанням боргового навантаження, що у 2024 році призвело до вимушеної реструктуризації комерційних зобов'язань та стану «обмеженого дефолту». Дослідження цих процесів є необхідним, оскільки розуміння впливу структурних деформацій на платоспроможність дозволить сформулювати дієві механізми управління боргом. Відповідно, потреба в об'єктивній оцінці ризиків дефолту та пошуку шляхів їх мінімізації визначає актуальність цієї роботи.

Метою роботи є комплексне дослідження впливу структурних змін в економіці України на її боргову стійкість, а також розробка практичних шляхів мінімізації ризиків суверенного дефолту та визначення напрямів довгострокової структурної відбудови.

Реалізація мети дослідження обумовила постановку та вирішення наступних **завдань**:

- Узагальнити теоретико-методологічні основи дослідження структурних змін та природи суверенного боргу під впливом макроекономічних шоків.
- Проаналізувати структурні трансформації економіки України, зокрема зміни у зовнішній торгівлі, виробничій сфері та демографії.
- Оцінити динаміку та структуру державного боргу України в умовах війни з проведенням аналізу ризиків дефолту на основі ключових боргових метрик.
- Розробити шляхи короткострокової стабілізації, середньострокової політики управління боргом та провести сценарне моделювання структурного відновлення як основи довгострокової макроекономічної стійкості.

Об'єктом дослідження є процеси структурної трансформації національної економіки та формування суверенного боргу під впливом екзогенних макроекономічних шоків.

Предметом дослідження є механізми впливу структурних змін економіки України на рівень ризику суверенного дефолту.

Теоретична база дослідження. Відповідно до логіки наукового пошуку, теоретичне підґрунтя роботи структуровано на трьох взаємопов'язаних рівнях: фундаментальні праці засновників (Г. Ченері, Дж. Ітон, М. Герсовіц), дослідження щодо реструктуризації та макроекономічної продуктивності (П. Кругман, К. Рейнхарт, К. Рогофф, М. Макміллан, Д. Родрік), а також сучасні прикладні дослідження та праці вітчизняних науковців (К. Требеш, М. Забель, Ю. Сафонов, Г. Григор'єв, Т. Палієнко, В. Голопотелюк).

Методи дослідження. Для вирішення поставлених завдань задіяно широкий спектр аналітичних інструментів: системний аналіз та синтез для вивчення природи боргових криз; математико-статистичні методи (зокрема розрахунок Індексу Герфіндаля-Гіршмана) для оцінки рівня концентрації експорту; метод фільтрації часових рядів (НР-фільтр) для декомпозиції динаміки реального ВВП; економетричне моделювання та сценарний аналіз для стрес-тестування траєкторій боргу.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у наступному:

- *Обґрунтовано* наявність взаємозв'язку між структурними змінами в економіці (зокрема, деіндустріалізацією та сировинною концентрацією експорту) і зниженням рівня боргової стійкості України.
- *Адаптовано* методичний інструментарій декомпозиції ВВП та базових боргових метрик для умов воєнної економіки, що дозволило відокремити структурні втрати від звичайних циклічних коливань.
- *Здійснено* сценарне моделювання майбутніх траєкторій державного боргу, яке враховує різні варіанти структурного відновлення та макроекономічної стабілізації.

Практичне значення. Результати розрахунків, виявлені диспропорції та розроблені сценарії можуть бути використані Міністерством фінансів України та Національним банком при формуванні стратегії управління державним боргом та підготовці до наступних етапів реструктуризації. Запропоновані напрями структурного відновлення становлять інтерес для Міністерства економіки при розробці програм повоєнної реіндустріалізації.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ СТРУКТУРНИХ ЗМІН ТА СУВЕРЕННОГО БОРГУ

1.1. Сутність та види структурних змін в економіці під впливом макроекономічних шоків.

1.1.1. Теоретична сутність структурних змін та економічного розвитку.

Економічний розвиток будь-якої держави нерозривно пов'язаний з глибокими внутрішніми трансформаціями, які і визначають її здатність адаптуватися до нових умов та генерувати додану вартість. Академічна класифікація структурних змін базується на виокремленні кількох ключових напрямів трансформації: за секторами, за факторами та за чинниками виникнення. Секторальні зміни відображають еволюцію внутрішнього та зовнішнього попиту, коли в міру зростання доходів відбувається закономірне зниження частки споживання базового продовольства і стрімке зростання попиту на промислові товари та послуги. Це стимулює індустріалізацію, яка виступає одночасно і рушієм, і наслідком економічного розвитку. Факторні зміни стосуються інтенсивності використання капіталу або праці у виробничому процесі, що безпосередньо залежить від технологічного прогресу та акумуляції людських навичок. Така класифікація дозволяє комплексно оцінювати, як економіка реагує на внутрішні стимули та макроекономічні шоки, трансформуючи свою структуру відповідно до нових обмежень.

Подальший аналіз структурних трансформацій вимагає зміщення фокусу на конкретні ринкові механізми перерозподілу ресурсів та їхній сукупний вплив на національну систему. Хоча класичні моделі розглядають міжсекторальні перетікання як безумовне благо, сучасні емпіричні дослідження демонструють складнішу залежність. Ефективність таких зрушень зумовлена характером інтеграції країни у глобальні ринки та її внутрішньою економічною політикою. Якщо робоча сила витісняється з модернізованих секторів у низькопродуктивну неформальну зайнятість або традиційне сільське господарство, структурні зміни

стають регресивними, уповільнюючи макроекономічний розвиток. У звіті для NBER Маргарет Макміллан та Дані Родрік підтверджують цей механізм, зазначаючи, що загальна продуктивність економіки залежить не стільки від локальних процесів усередині галузей, скільки від ефективного перетоку ресурсів між різними секторами [2, с. 27]. Тому оцінка технологічної модернізації окремих підприємств є неповною без урахування загальносистемного ефекту від зміни пропорцій зайнятості.

Центральним елементом успішного переходу до сучасного типу відтворення виступає розвиток обробної промисловості, яка має унікальні макроекономічні характеристики. На відміну від сфери послуг чи первинного сектору, цей сегмент демонструє стійку тенденцію до автоматичного підвищення власної ефективності до світових стандартів. Динаміка ж всієї економічної системи залежить від здатності індустріального ядра поглинати надлишкову робочу силу та масштабувати свої технологічні здобутки. Без активного розширення зайнятості в промисловості, скорочення розриву із найпродуктивнішим сектором залишається обмеженим, що посилює вразливість фінансової системи та генерує макроекономічні ризики. Аналізуючи світовий досвід наздоганяючого розвитку, Дані Родрік зазначає, що успішні держави завжди поєднують підтягування рівня ефективності в обробній промисловості і стрімке розширення промислового сектора [3, с. 203]. Отже, сутність якісних структурних змін полягає не в ізольованому зростанні ефективності всередині передових виробництв, а у масштабній індустріальній трансформації, яка синхронізує технологічний прогрес із прогресивними зрушеннями у структурі зайнятості.

1.1.2. Класифікація структурних змін в економіці

Щоб відокремити фундаментальні зрушення від тимчасових ринкових коливань, потрібно чітко класифікувати структурні зміни. Найбільш широко досліджуваним виміром є секторальний перерозподіл, що відображає міжгалузеві перетікання ресурсів. У процесі економічного розвитку головною закономірністю стає масштабний відтік робочої сили та фізичного капіталу з традиційного

сільського господарства до обробної промисловості, а на пізніших етапах – до високотехнологічної сфери послуг. Цей процес зумовлений значними розривами у продуктивності між секторами, які є типовими для країн, що розвиваються. Макроекономічна ефективність такого перерозподілу полягає не лише у технологічному вдосконаленні окремих підприємств, а передусім в оптимізації загальнонаціональної структури зайнятості. У своїй спільній роботі, Макміллан і Родрік пояснюють цей механізм так: коли працівники переходять із малоефективних сфер діяльності у більш ефективні, загальна продуктивність праці в країні зростає [2, с. 7]. Отже, секторальна класифікація фіксує сам факт міжгалузевого перетікання, де позитивний економічний ефект генерується зміною пропорцій національного виробництва на користь тих галузей, що формують вищу додану вартість.

Поряд із секторальним виміром, класифікація за факторами виробництва розкриває природу структурних зрушень через зміну інтенсивності використання праці та капіталу. Розвиток економіки неминуче супроводжується переходом від примітивного виробництва, що базується на еластичній пропозиції дешевої некваліфікованої робочої сили, до індустрій, які потребують серйозних технологічних компетенцій. Факторні структурні зміни проявляються у формі форсованого накопичення фізичного та людського капіталу, що стають головними причинами зростання та визначають здатність системи генерувати інновації. При цьому трансформація зайнятості часто не встигає за змінами в обсягах випуску продукції, оскільки модернізовані галузі вимагають надвисоких інвестицій і створюють нові робочі місця значно повільніше. Пояснюючи цей розрив, Голліс Ченері зазначає, що таке відставання насамперед пов'язане з тим, що значна частина грошових інвестицій та кваліфікованих кадрів зосереджується саме в промисловому виробництві та інфраструктурі [1, с. 18]. Звідси випливає, що якісна технологічна модернізація вимагає системного підвищення освітнього рівня працівників та інвестиційної насиченості самого виробничого процесу.

Третім визначальним критерієм систематизації є поділ структурних змін за джерелом їхнього походження на внутрішні та зовнішні. Внутрішні чинники

охоплюють сукупність демографічних процесів, інституційних реформ та еволюцію структури внутрішнього попиту. Вони створюють стабільні базові умови для поступового еволюційного перерозподілу ресурсів всередині держави. Натомість зовнішні фактори, серед яких домінуючу роль відіграють процеси глобалізації та рівень залученості в міжнародну торгівлю, виступають тими причинами, що змушують національну економіку швидко та часто болісно адаптуватися до мінливої світової кон'юнктури. Інтеграція у світові ринки відкриває доступ до інновацій та іноземних капіталів, що кардинально змінює макроекономічні пропорції. Однак вплив відкритості не є однозначно позитивним і критично залежить від початкових умов та внутрішньої політики держави. Аналізуючи вплив вільної торгівлі на країни, що розвиваються, Макміллан та Родрік наголошують, що глобалізація змушує держави фокусуватися на виробництві тих товарів, для створення яких вони мають найкращі стартові умови або ресурси [2, с. 24]. Це пояснює дуалізм зовнішніх макроекономічних стимулів: для систем з якісним людським капіталом вони прискорюють прогресивну індустріалізацію, тоді як у слабких ресурсно-орієнтованих економіках відкрита торгівля здатна на десятиліття законсервувати сировинну спрямованість. Саме баланс між внутрішніми адаптивними спроможностями та зовнішнім конкурентним тиском визначає фінальну траєкторію та стійкість структурної трансформації економічної системи.

1.1.3. Макроекономічні шоки як каталізатори структурних трансформацій

Раптові макроекономічні зрушення, або шоки, часто відіграють надважливу роль – вони здатні радикально прискорювати, уповільнювати або викривлювати природний хід структурних трансформацій. На відміну від еволюційних факторів, таких як поступова зміна споживчого попиту чи технологічний прогрес, шоки генерують миттєвий стрес для економічної системи. Це змушує економіку до екстреної адаптації через форсований перерозподіл факторів виробництва. Макроекономічні шоки можуть мати різну природу: від жорстких демографічних

криз до стрімких коливань кон'юнктури на глобальних сировинних ринках. У кожному з цих випадків стійкість національної системи та її подальша траєкторія розвитку критично залежать від існуючої структури виробництва та здатності ринків швидко перенаправляти ресурси у більш ефективні або життєво необхідні сектори. Вплив таких подій є настільки глибоким, що вони здатні формувати нові просторові та галузеві пропорції, які зберігатимуть свою актуальність протягом десятиліть після завершення самої кризової події.

Яскравим прикладом екзогенного макроекономічного шоку, що безпосередньо трансформує структуру економіки, є раптова зміна пропозиції праці. Коли економічна система стикається з масштабним скороченням робочої сили, відбувається автоматичне зростання співвідношення капіталу до праці. Це створює нові порівняльні переваги для капіталомістких галузей порівняно з трудомісткими. Аналізуючи довгострокові наслідки таких зрушень, Крістоф Едер демонструє цей механізм на прикладі масових демографічних втрат. Дефіцит працівників змушує економіку швидше переходити від трудомісткого сільського господарства до капіталомісткої промисловості, закріплюючи цей перехід на системному рівні. Оцінюючи масштаби та незворотність таких вимушених змін, Крістоф Едер підсумовує, що навіть короткочасне потрясіння, яке руйнує звичну структуру ринку праці, здатне надовго змінити те, де саме в країні зосереджуватиметься бізнес та виробництво [4, с. 26]. Отже, навіть короткостроковий, але глибокий стрес для факторів виробництва здатний запустити масштабні структурні зміни, які визначатимуть макроекономічний профіль держави у довгостроковій перспективі.

Іншим, не менш критичною причиною структурних змін виступають зовнішні цінові шоки, зокрема різкі коливання вартості сировинних товарів на світових ринках. Вплив таких шоків є фундаментально асиметричним і повністю визначається існуючою структурою національної економіки, а саме її торговельною орієнтацією. У свіжій роботі «Commodity Prices and Sovereign Risk» доводять, що структурна залежність від імпорту чи експорту формує полярно різні макроекономічні наслідки при зіткненні з одним і тим самим глобальним трендом [5]. Трансляція цінового шоку відбувається через два основні канали: канал індексу

цін, який відображає зміну вартості споживчого кошика, та канал умов торгівлі, що визначає зміну реальних доходів від зовнішньоекономічної діяльності. Описуючи цю двосторонню дію, науковці підсумовують, що одне й те саме коливання світових цін приносить вигоду експортеру сировини, але б'є по гаманцю країни-імпортера просто через їхній різний статус у міжнародній торгівлі, який і визначає, що переважить – зміна вартості життя чи зміна доходів [5, с. 37]. Таким чином, в імпортозалежних економіках вищі світові ціни діють як подвійний удар: вони одночасно погіршують торговельний баланс і підвищують внутрішні витрати, що звужує фінансові можливості системи та змушує її вдаватися до структурної адаптації через обмеження споживання.

Таким чином, макроекономічні шоки діють як жорсткі екзаменатори структурної міцності держави, безпосередньо пов'язуючи її галузевий профіль із ризиком суверенного дефолту. Якщо економіка має диверсифіковану або сприятливо орієнтовану експортну базу, вона здатна абсорбувати зовнішні удари, акумулюючи додаткові ресурси для розвитку навіть у періоди турбулентності. У протилежному випадку, структурні перекося, помножені на несприятливі зовнішні умови, призводять до критичного дефіциту ліквідності та стрімкого зростання вартості запозичень на міжнародних ринках. Стійкість держави до макроекономічних шоків є прямою похідною від ефективності її попередніх структурних трансформацій. Нездатність своєчасно адаптувати структуру виробництва до нових глобальних реалій перетворює зовнішні цінові коливання на тригери фінансової нестабільності, що невідворотно наближає економіку до межі боргової кризи та втрати суверенної платоспроможності.

1.2. Природа суверенного дефолту: причини виникнення, види та наслідки для держави.

1.2.1. Теоретична природа суверенного дефолту та моделювання поведінки держави-позичальника

Природа суверенного дефолту є складною економічною категорією, яка докорінно відрізняється від банкрутства приватних компаній чи фізичних осіб. У корпоративному секторі нездатність обслуговувати борги зазвичай пов'язана з від'ємним чистим капіталом і регулюється чіткими юридичними процедурами ліквідації активів. Натомість для суверенної держави ключовим є баланс між фізичною нездатністю платити, що виникає через кризу ліквідності або загальну неплатоспроможність, та свідомим небажанням виконувати свої зобов'язання. Оскільки не існує надійного міжнародного механізму примусового стягнення активів держави-боржника, суверенне кредитування тримається переважно на репутаційних ризиках та загрозі втрати доступу до ринків капіталу в майбутньому. У своїй праці Дж. Ітон та М. Герсовіц зазначають, що країни зазвичай використовують зовнішні запозичення для згладжування макроекономічних коливань, тому постійне відлучення від ринку є серйозним покаранням [5, с. 290]. Саме цей ендегенний штраф у вигляді майбутньої фінансової ізоляції стримує уряди від опортуністичної поведінки і визначає максимальну безпечну межу суверенного запозичення.

Окремим і доволі деструктивним наслідком накопичення критичної маси заборгованості, який часто передує фактичному дефолту, є феномен «нависання боргу» (debt overhang). П. Кругман пояснює цю концепцію як ситуацію, коли успадкований борг країни є настільки великим, що кредитори втрачають впевненість у його повному погашенні. [7] Це створює серйозні викривлення в мотивації уряду: оскільки більша частина потенційних вигод від майбутнього економічного зростання чи болісних структурних реформ піде на виплати іноземним кредиторам, а не на розвиток власної держави, уряд втрачає стимули до таких дій. Зіткнувшись із цим, кредитори постають перед вибором: продовжувати

кредитування зі збитками або списати частину боргу для відновлення стимулів. Аналізуючи цю проблему, Кругман робить висновок, що вибір між подальшим кредитуванням та списанням боргу не повинен залежати від поточної платоспроможності країни, а є компромісом між шансом повернути велику суму в майбутньому та ризиком повністю позбавити уряд мотивації щось робити для відновлення економіки [7, с. 267].

Більш свіжий погляд на емпіричний вимір концепції нависання боргу аналізується у праці Ж. Імбса та Р. Рансьєра, які на реальних даних демонструють, як саме надмірний борг гальмує розвиток держави. Вони доводять, що досягнення певного критичного порогу заборгованості призводить до колапсу інвестицій в економіку, незалежно від якості інституційного середовища [8, с. 17]. Отже, сама природа суверенного боргу в умовах кризи трансформується: він перестає бути інструментом фінансування розвитку і перетворюється на податок на майбутні інвестиції, що робить дефолт або серйозну реструктуризацію неминучим кроком для розірвання цього замкненого кола.

1.2.2. Причини виникнення, види дефолтів та сучасні тенденції

Одна з найпоширеніших причин виникнення суверенного дефолту криється у феномені надмірного запозичення. Історична ретроспектива свідчить, що періоди стрімкого економічного буму та ейфорії на фінансових ринках часто супроводжуються агресивним накопиченням боргів. Дослідники К. Рейнхарт та К. Рогофф описують цю поведінкову пастку як синдром «цього разу все інакше», коли уряди та інвестори ігнорують історичний досвід, помилково вважаючи, що старі правила фінансових ризиків більше не діють. Нераціональна оцінка власних можливостей призводить до того, що під час раптових макроекономічних шоків, таких як різке падіння світових цін на сировину чи глобальна рецесія, країна втрачає здатність обслуговувати свої зобов'язання. Описуючи цю закономірність, економісти зазначають, що держави, які часто переживають кризи (особливо хронічні неплатники), схильні набирати занадто багато боргів на піку економічного зростання, через що опиняються абсолютно беззахисними під час неминучих

спадів [2]. Таким чином, сліпа віра у безперервне зростання створює передумови для подальшого фінансового краху, коли зовнішнє фінансування раптово припиняється.

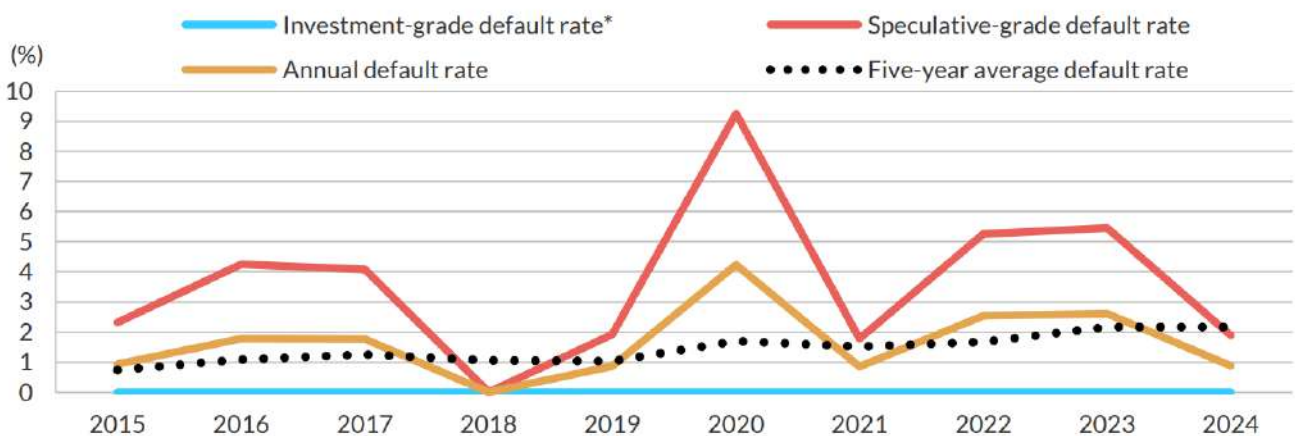
Існують і інші причини, цікаво що ними виступають ті самі екзогенні макроекономічні шоки – зокрема різкі коливання світових цін на сировину – які діють як жорсткі каталізатори структурних змін (про що йшлося у підрозділі 1.1), виступають і фундаментальними тригерами суверенного дефолту. Якщо економіка не здатна структурно абсорбувати такий зовнішній удар, зміна глобальної фінансової кон'юнктури миттєво руйнує платоспроможність уряду. У таких умовах часто виникає феномен «раптової зупинки» припливу іноземного капіталу, що різко позбавляє країну-боржника можливості рефінансувати свої короткострокові зобов'язання. Крім того, серйозним каталізатором фінансового краху нерідко стають внутрішні фактори, зокрема політична роз'єднаність або загроза зміни курсу на популістський. У ситуації, коли держава одночасно стикається зі скороченням доходів та зростанням вартості боргу, саме внутрішньополітичні міркування та небажання уряду застосовувати болісні заходи економії перетворюють тимчасову кризу ліквідності на стратегічне рішення про повноцінну відмову від виплат.

Залежно від цільової аудиторії кредиторів та інструментів залучення коштів, суверенні дефолти традиційно поділяються на зовнішні та внутрішні. Відповідно до концепції Рейнхарт та Рогоффа, зовнішній дефолт передбачає відмову або нездатність уряду виконувати зобов'язання перед іноземними кредиторами за боргами, що переважно номіновані в іноземній валюті та регулюються міжнародним правом. Натомість внутрішній дефолт стосується зобов'язань перед резидентами у національній валюті. [9] Хоча часто вважається, що уряди завжди можуть уникнути внутрішнього дефолту за рахунок емісії грошей, історія демонструє численні випадки примусової конверсії депозитів, відмови від індексації або знецінення боргу через гіперінфляцію. Ці два види дефолтів часто тісно переплітаються, створюючи подвійні кризи, коли втрата доступу до зовнішніх ринків змушує уряди виснажувати внутрішні ресурси.

Сучасний дискурс розширює класифікацію дефолтів, поділяючи їх на «жорсткі» та «м'які» залежно від стратегії поведінки уряду та масштабів фінансових втрат інвесторів. М'які дефолти характеризуються конструктивним діалогом з кредиторами, прагненням досягти компромісу та відносно невеликим рівнем списання боргу, що дозволяє країні швидше відновити репутацію. Жорсткі дефолти, навпаки, супроводжуються агресивною антикредиторською риторикою, односторонніми мораторіями на виплати та значним розмірам прямих втрат інвесторів. Пояснюючи цей екстремальний сценарій, К. Требеш та М. Забель наголошують, що такі конфліктні дефолти призводять до колосальних збитків для інвесторів, які через списання боргу можуть втрачати до 70 відсотків своїх вкладень [10]. Вибір між цими двома підходами впливає на подальшу траєкторію економічного відновлення держави, оскільки жорсткі дефолти зазвичай асоціюються зі значно глибшим падінням реального ВВП.

Сучасні тенденції на глобальному ринку суверенного боргу відображають певну стабілізацію ситуації після турбулентних років пандемії. За даними графіку (Рис. 1.1), взятого зі звіту міжнародного рейтингового агентства Fitch Ratings, у 2024 році загальний рівень суверенних дефолтів знизився до 0,9 відсотка порівняно з 2,6 відсотка у 2023 році.

Sovereigns Default Rates Breakdown



*There have been no investment-grade defaults in the Sovereigns portfolio historically.

Source: Fitch Ratings

Рис. 1.1 Графік рівня дефолтів суверенних емітентів, у % [11]

Статистика підтверджує історичну закономірність: усі випадки неплатоспроможності майже повністю концентруються у спекулятивному класі рейтингів, тобто з країнами рейтингу «BB+» і нижче. Такий рейтинг присвоюється країнам із вищим рівнем ризику, макроекономічною або політичною нестабільністю. З цього слідує, що країни із нижчим рівнем кредитоспроможності є очевидно більш вразливими.

Єдиним суверенним емітентом, який зазнав дефолту у 2024 році, стала Україна. Цей випадок є показовим, як форс-мажорні екзогенні шоки, у нашому випадку повномасштабна війна, можуть формувати особливий тип дефолтного статусу – «обмежений дефолт». Проведення реструктуризації шляхом обміну проблемного боргу з матеріальним скороченням умов не було наслідком неефективного макроекономічного управління в мирний час. Це був вимушений захід, спрямований на управління комерційним боргом задля збереження ліквідності та забезпечення критичного фінансування оборонних потреб держави в умовах екзистенційної загрози, детальніше питання розкриті в аналітичному блоці.

1.2.3. Багатовимірні наслідки дефолту для економіки та держави

Наслідки суверенного дефолту охоплюють усі сфери економіки, починаючи звичайно з миттєвої реакції фінансових ринків. Оголошення неплатоспроможності або навіть початок переговорів щодо реструктуризації боргу неминуче призводить до стрімкої втрати репутації держави як надійного позичальника. Це миттєво транслюється у суттєве зростання вартості нових запозичень, оскільки міжнародні інвестори вимагають значно вищу премію за ризик.

Окрім суто фінансових шоків, нездатність обслуговувати борги завдає нищівного удару по реальному сектору економіки, що виражається у макроекономічних втратах. Глибина та тривалість падіння валового внутрішнього продукту прямо залежить від обраної урядом стратегії взаємодії з кредиторами. Дослідники К. Требеш та М. Забель емпірично доводять, що втрати економічного зростання є набагато масштабнішими саме у випадках незговірливої поведінки боржника та значних списань коштів інвесторів. Описуючи розбіжності між

наслідками різних типів реструктуризації, автори зазначають, що під час м'якого дефолту економіка майже не помічає падіння в перший рік і швидко відновлюється після, тоді як за жорсткого сценарію виробництво одразу просідає приблизно на сім відсотків і продовжує знижуватись до наступного року [10, с. 17]. Ця статистика явно демонструє, що намагання держави жорстко відмовитися від зобов'язань часто обертається ще більшими збитками для національного багатства через глибоку та затяжну рецесію.

Важливим каналом, через який криза поглиблює падіння реальної економіки, є міжнародна торгівля. Держава-дефолтер стикається не лише з інвестиційною ізоляцією, але й із серйозними перешкодами для експортно-імпортних операцій. Економіст Е. Роуз у своєму дослідженні довів, що сам факт переговорів щодо реструктуризації неминуче призводить до значного двостороннього зниження обсягів торгівлі, яке становить приблизно вісім відсотків на рік і може тривати тривалий час [9]. Таке скорочення торговельних потоків можна пояснити насамперед втратою доступу до короткострокового торговельного фінансування, яке критично залежить від міжнародних кредитних ліній, а також побоюваннями партнерів щодо можливих арештів активів чи запровадження кредитором санкцій. У результаті, держава втрачає цінні валютні надходження, що ускладнює вихід із кризи.

Зрештою, найбільш руйнівні внутрішні наслідки дефолту спостерігаються у фінансовому секторі, оскільки суверенні та банківські кризи перебувають у тісному симбіозі, утворюючи механізм «подвійних криз». Національні банки традиційно є найбільшими утримувачами державних облігацій, тому знецінення цих активів внаслідок дефолту руйнує банківські баланси, призводячи до колапсу системи кредитування бізнесу. У свою чергу, глобальні шоки можуть спричинити локальні колапси. У своїй книзі К. Рейнхарт та К. Рогофф ілюструють цей небезпечний взаємозв'язок, пояснюючи, що банківські кризи у світових фінансових центрах перекривають потік грошей до менших країн, через що там замикається коло: бізнесу стає важче отримати кредити, економіка починає стискатися, а урядам стає дедалі важче платити за боргами через падіння доходів бюджету [9, с. 74]. Цей

ланцюговий ефект доводить, що суверенний дефолт ніколи не залишається ізольованою проблемою бюджету. Він паралізує банківську систему та знекровлює усю національну економіку. Щоб уникнути кризи, держава повинна спиратися на надійні структурні запобіжники. Основою таких запобіжників є здатність системи генерувати стабільний ресурс для виплат, що неможливо без ефективної конфігурації зовнішньої торгівлі та внутрішньої фіскальної бази.

1.3. Механізми впливу структурних характеристик економіки на боргову стійкість

1.3.1. Зовнішній вимір: Експортна база, диверсифікація та стійкість валютних надходжень

Галузева структура експорту виступає фактором, що формує приплив валютної виручки та визначає загальну здатність національної економіки справлятися з зовнішніми шоками. У цьому контексті особливої уваги заслуговує проблема «ресурсного прокляття», яке перетворює початкову природну перевагу на структурну вразливість макросистеми. Залежність від експорту сировини формує небезпечну боргову пастку, адже відтік внутрішніх ресурсів, який не супроводжується адекватною компенсацією у вигляді надходжень продуктивного капіталу, неминуче створює критичну залежність від нових запозичень та суттєво знижує загальний борговий потенціал економіки. Г. Григор'єв у своєму дослідженні динаміки боргової стійкості звертає увагу на те, що подібна структурна деформація катастрофічно послаблює захисні механізми системи. Розглядаючи її обмеження, він зазначає, що економіки, які опираються переважно на продаж сировини, просто не мають достатнього запасу міцності, щоб захиститися від ризиків, пов'язаних із накопиченням зовнішніх боргів [12, с. 36]. Відповідно, сировинний характер економіки стимулює постійний пошук зовнішнього фінансування для покриття внутрішніх дисбалансів, що лише посилює тиск на бюджет та обмежує реальні перспективи довгострокового розвитку.

На протипагу сировинній спеціалізації, найбільш ефективним буфером макроекономічної стійкості виступає глибока диверсифікація експортної бази. Широка номенклатура експорту та зниження торговельної концентрації мають пряму кореляцію зі стабільністю валютних надходжень. Ця ідея підкреслюється у спільній роботі Р. Ньюфармера та його колег, які пояснюють, що головна небезпека криється не в самому експорті сировини, а в зацикленості країни на вузькому переліку товарів, оскільки саме така обмеженість гальмує зростання продуктивності та шкодить загальному розвитку експортного потенціалу [14, с. 39]. Тому не може бути сумнівів в тому, що саме високодиверсифікована експортна база здатна забезпечити стабільний приплив ліквідності, яка є необхідною для безперебійного обслуговування суверенних зобов'язань.

Стійкість валютних надходжень безпосередньо визначає подальшу динаміку фінансової вразливості макросистеми. Здатність держави вчасно та в повному обсязі обслуговувати свій борг залежить від стабільності експортних доходів, які формують базу для накопичення міжнародних резервів. Проте ситуація різко погіршується, коли економіка втрачає інвестиційну привабливість і починає спиратися переважно на боргові інструменти. Ю. Сафонов та Г. Григор'єв у спільному дослідженні феномену протидії суверенному боргу доводять, що макроекономічна вразливість стрімко зростає у моменти, коли суверенний борг починає кількісно домінувати над продуктивними прямими іноземними інвестиціями [15]. На відміну від боргових зобов'язань, які вимагають жорсткого графіка погашення незалежно від фази макроекономічного циклу, прямі іноземні інвестиції інтегруються у виробничий процес та діють як амортизатор під час криз. Відтак, викривлення структури зовнішнього фінансування на користь кредитів при одночасному збереженні вузької сировинної бази експорту створює ідеальні передумови для неминучого виникнення боргової пастки та ризику суверенного дефолту.

1.3.2. Внутрішній вимір: Фіскальна місткість, податкова база та тіннізація економіки

Внутрішній вимір макроекономічної стійкості визначається здатністю держави мобілізувати ресурси для виконання своїх боргових зобов'язань, що прямо залежить від структурних характеристик національної економіки. Одним з основних показників у цьому контексті виступає фіскальна місткість, тобто здатність державного апарату ефективно збирати податки. Цей показник не є виключно адміністративним, він жорстко детермінований загальною структурою економіки та якістю її інституцій. Т. Беслі та Т. Перссон у своєму дослідженні природи оподаткування доводять, що країни зі значною часткою дрібних неформальних підприємств або великим сільськогосподарським сектором об'єктивно стикаються зі звуженням податкової бази [16]. За таких умов доходи неформальних суб'єктів господарювання вкрай важко виміряти, а оподаткування їхніх транзакцій стає практично неможливим через відсутність офіційного обліку та дієвої правової системи. Відповідно, структурна слабкість економіки встановлює жорстку природну межу для генерації бюджетних доходів, перетворюючи низьку фіскальну спроможність на першопричину хронічних дефіцитів, які згодом трансформуються у постійний борговий тягар.

Намагаючись розв'язати проблему дефіциту ресурсів для обслуговування накопичених боргів, уряди часто вдаються до найпростішого кроку – підвищення фіскального тиску. Проте такі дії неминуче стикаються з високою еластичністю податкової бази та ефектами, що описуються кривою Лаффера.

На прикладі оподаткування праці (Рис. 1.2) бачимо, що зростання ставок дає фіскальний ефект лише до певної межі (піку кривої), після якої пряме та непряме стиснення бази перебиває будь-який позитивний ефект від підвищення тарифів, і загальні податкові надходження починають падати. Подібна ситуація також спостерігається з податком на споживання та корпоративним податком (Додаток А). У контексті економік зі значним неформальним сектором ця крива зазнає суттєвої трансформації: висока взаємозамінність між офіційним та тіньовим секторами робить її більш похилою. Це структурне "сплющення" значить, що

держава досягає своєї фіскальної межі набагато раніше, а максимальний обсяг доходів, який вона здатна мобілізувати для обслуговування боргів, стає критично нижчим порівняно з інституційно розвиненими системами.

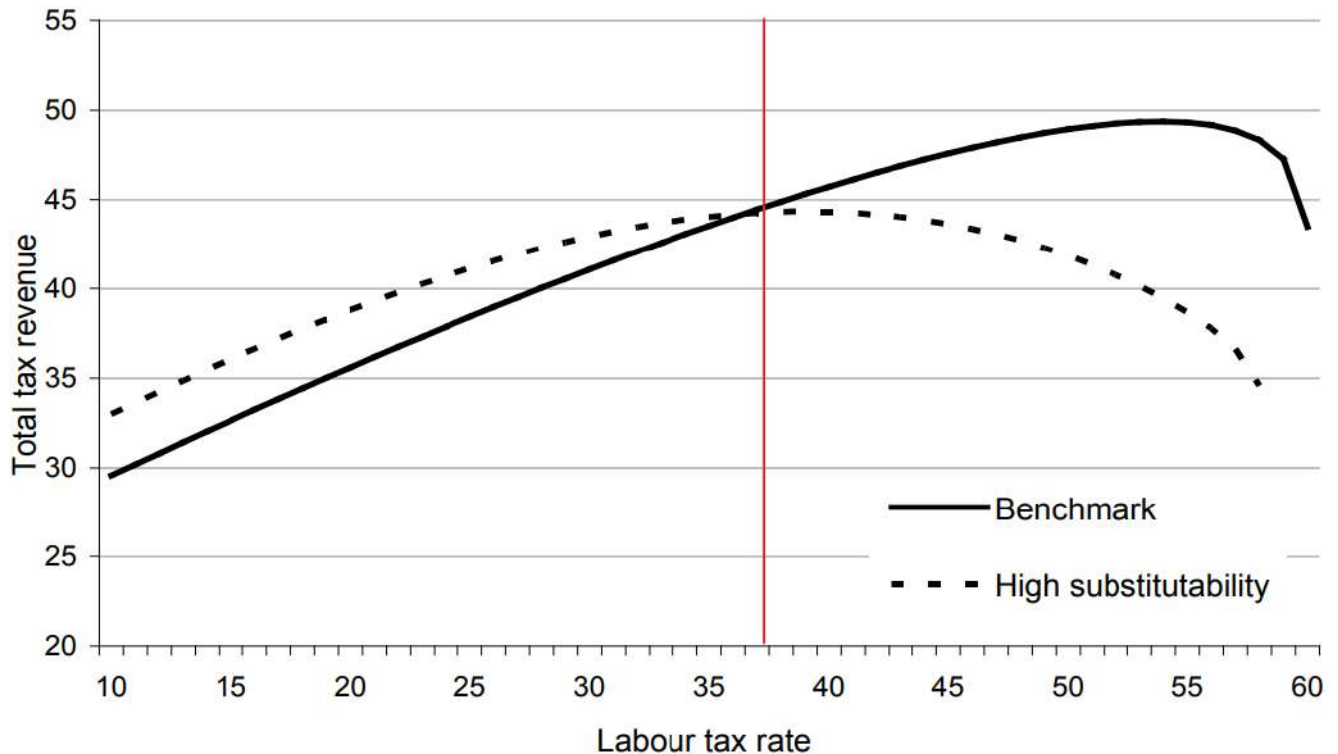


Рис. 1.2 Графік взаємозалежності рівня оподаткування праці і податкових надходжень від неї [17, с. 19]

Цей процес закономірно формує системний зв'язок між масштабами тіньової економіки, інституційною слабкістю та неконтрольованим зростанням державного боргу. Звуження офіційної економічної бази позбавляє державу легальних джерел внутрішнього фінансування, водночас залишаючи незмінними соціальні та боргові видатки. У таких умовах низька якість інституцій, зокрема неефективний контроль над корупцією та слабе верховенство права, лише консервує існуючий стан речей, не залишаючи бізнесу стимулів для легалізації. Дослідники Т. Нгуєн та К. Нгуєн розкривають фінальний етап цього механізму. Вони доводять, що зменшення податкових надходжень через тінізацію запускає ланцюгову реакцію, яка робить більш агресивні запозичення безальтернативними. Описуючи наслідки цього

циклу, Та Рі Нгуєн та Кхань Нгуєн зазначають, що коли легальні доходи бюджету падають, уряд змушений брати нові кредити, щоб фінансувати поточні витрати та інвестиції, а це згодом змушує ще сильніше підвищувати податки для повернення боргів [18, с. 211]. У результаті відбувається замикання хибного кола: тінізація породжує бюджетний розрив, цей розрив покривається новими кредитами, а для їх повернення держава знову намагається підвищити податки, що провокує ще більший відтік економічної активності в неформальний сектор. У підсумку макросистема виснажує свої внутрішні резерви міцності, стрімко наближаючись до стану суверенного дефолту.

1.3.3. Системно-поведінковий вимір: Заощадження, інституційні пастки.

В механізмах фінансування економічного розвитку існують явні диспропорції. Проблемою стає дефіцит внутрішніх інвестиційних ресурсів, який змушує економіку систематично заміщувати їх зовнішніми запозиченнями. Між нормою валових внутрішніх заощаджень та відношенням суверенного боргу до валового внутрішнього продукту формується чіткий зворотний зв'язок. Цей феномен досліджений у спільній роботі Ю. Сафонова та Г. Григор'єва, де зазначається, що нездатність макросистеми підвищити норму прибутку від національних заощаджень безальтернативно призводить до збільшення припливу зовнішніх запозичень [15]. Накопичення такого боргу детермінує колосальні альтернативні витрати для макросистеми. Замість того, щоб спрямовувати наявні ресурси у продуктивний капітал та стимулювати економічне зростання, держава змушена постійно жертвувати поточним споживанням та інвестуванням в інноваційні сектори на користь стабільного обслуговування зовнішніх зобов'язань. Загальна сума виплат за кредитами спонукає країни, що розвиваються, перерозподіляти експортні доходи від розбудови нових технологічних галузей до компенсації існуючої заборгованості, що фактично консервує їхню структурну відсталість та вразливість перед майбутніми кризами.

Тривале перебування у стані постійної заборгованості не лише виснажує економіку фінансово, але й запускає руйнівний механізм залежності від попереднього розвитку. Макросистема опиняється у класичній інституційній пастці «поганого боржника», вибратися з якої стає дедалі складніше через укорінення хибних колективних моделей мислення. У спільній праці щодо впливу інституційних факторів на подолання суверенного боргу автори доводять, що перший значний кредитний імпульс ззовні створює ефект снігової кулі з проблемних позик, який безповоротно відштовхує національну економіку від початкової точки безборгової рівноваги [15]. Повторення макроекономічних криз зумовлюється не лише сухими фінансовими показниками, а й жорсткістю поведінкових патернів. Інституційний опір структурним змінам призводить до того, що суспільство та політичні еліти послідовно адаптуються до ситуації, розглядаючи фінансування фіскальних розривів виключно за рахунок випуску нових боргових інструментів як норму. Таким чином, замість проведення болісних, але необхідних реформ та раціоналізації видатків, система кожен раз обирає знайомий шлях найменшого спротиву, який неухильно руйнує її здатність чинити опір шокам.

1.3.4. Підсумок теоретичних основ та формування бази для аналізу специфіки України

Розглянуті у першому розділі теоретико-методологічні засади дослідження структурних змін та природи суверенного боргу формують необхідне фундаментальне підґрунтя для подальшого аналізу макроекономічної специфіки України. Аналіз довів, що сутність структурних змін полягає у безперервній адаптації економічної системи через перерозподіл базових факторів виробництва, насамперед праці та капіталу, від низькопродуктивних до високопродуктивних секторів. Центральним рушієм стійкого економічного розвитку виступає здатність індустріального ядра поглинати надлишкову робочу силу та генерувати додану вартість, масштабуючи свої технологічні здобутки на всю систему. Особлива увага була приділена макроекономічним шокам, таким як демографічні втрати чи різкі

коливання світових цін на сировину, які діють як жорсткі каталізатори структурних трансформацій, примушуючи економіку до екстреної адаптації та кардинально змінюючи її галузеві пропорції. Стійкість держави до таких екзогенних ударів є прямою похідною від ефективності її попередньої структурної політики.

Дослідження теоретичної природи суверенного боргу виявило, що дефолт є складною економічною категорією, яка балансує між об'єктивною нездатністю платити через кризу ліквідності та свідомим небажанням уряду виконувати свої зобов'язання під загрозою майбутньої фінансової ізоляції. Накопичення критичного рівня заборгованості породжує деструктивний феномен «нависання боргу», коли існуючі зобов'язання перетворюються на податок на майбутні інвестиції, позбавляючи державу стимулів до розвитку та запровадження болісних структурних реформ. Наслідки дефолту мають комплексний і руйнівний характер, охоплюючи аномальне розширення спредів та втрату ліквідності на вторинних ринках капіталу, ізоляцію від міжнародної торгівлі, глибоке падіння реального валового внутрішнього продукту та виникнення небезпечного симбіозу суверенної і банківської криз. Масштаб економічних втрат значною мірою визначається обраною стратегією, де жорстка конфронтація з кредиторами призводить до найтяжчих макроекономічних колапсів. Водночас сучасна статистика підтверджує, що форс-мажорні шоки, зокрема повномасштабна війна, можуть генерувати вимушений статус «обмеженого дефолту», прикладом якого у 2024 році стала Україна.

Ключовим висновком першого розділу є встановлення тісного системного взаємозв'язку між структурними характеристиками економіки та її борговою стійкістю. У зовнішньому вимірі залежність від експорту сировини та структурне домінування суверенного боргу над прямими іноземними інвестиціями формують критичну вразливість перед глобальними ціновими шоками. Натомість глибока прихована диверсифікація експортної бази забезпечує стабільність валютних надходжень, діючи як ефективний амортизатор макроекономічної турбулентності. У внутрішньому вимірі боргова стійкість лімітується фіскальною місткістю держави, яка об'єктивно звужується через наявність великого неформального

сектора та інституційну слабкість. Спроби розв'язати проблему боргових виплат виключно через підвищення фіскального тиску в таких умовах призводять до ефекту кривої Лаффера, стискаючи податкову базу та прискорюючи тінізацію. Крім того, макросистема ризикує опинитися в інституційній пастці, коли хронічний дефіцит внутрішніх заощаджень закріплює хибну модель поведінки, спрямовану на безперервне рефінансування за рахунок нових зовнішніх кредитів.

Таким чином, теоретико-методологічний базис, сформований у Розділі 1, створює комплексну основу для подальшого аналізу специфіки України. Розуміння механізмів впливу структурних деформацій на фіскальну місткість, природи боргових криз та наслідків екзогенних шоків є критично важливим для переходу до емпіричного дослідження. Розділ 2 буде присвячений практичному застосуванню цих теоретичних положень до українського контексту. Зокрема, буде проведено аналіз глибинних структурних змін в економіці України під впливом макроекономічних шоків (що корелює з положеннями підрозділу 1.1), здійснено оцінку динаміки та структури державного боргу в екстремальних умовах війни (відповідно до підрозділу 1.2), а також проведено системний аналіз боргових метрик для об'єктивної оцінки ризиків суверенного дефолту (спираючись на механізми впливу, розкриті у підрозділі 1.3). Це дозволить чітко ідентифікувати специфічні структурні вразливості вітчизняної економіки, що стане необхідною фактологічною базою для розробки шляхів стабілізації боргової стійкості у Розділі 3.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ СТРУКТУРНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ НА БОРГОВУ СТІЙКІСТЬ УКРАЇНИ

2.1. Аналіз глибинних структурних змін в економіці України.

2.1.1. Трансформація зовнішньої торгівлі та експортного потенціалу

Економіка України на сучасному етапі перебуває у стані перманентної та надзвичайно глибокої трансформації, що відбувається під тиском безпрецедентних екзогенних шоків. Військова агресія, тимчасова окупація територій та демографічна криза призвели до фізичної втрати виробничих потужностей, руйнування логістичних ланцюгів та масштабного відтоку людського капіталу. Ці процеси не є звичайними циклічними коливаннями; вони являють собою фундаментальну зміну самої структури національного господарства. Відповідно, розуміння природи та масштабів ризику суверенного дефолту абсолютно неможливе без попереднього детального розбору цих внутрішніх економічних деформацій.

Для забезпечення об'єктивного математичного аналізу структурних зрушень це дослідження спирається на три ключові точки. Першою обрано 2015 рік, який фіксує сформовану макроекономічну структуру після першого потужного шоку та втрати індустріальної бази на сході країни. Другою точкою виступає 2021 рік, що репрезентує період максимальної макроекономічної стабілізації, адаптації та економічного відновлення перед початком повномасштабного вторгнення. Третьою реперною точкою є 2024 рік, який ілюструє поточний формат і структуру повністю адаптованої до умов виживання воєнної економіки.

Аналіз зовнішньої торгівлі України за останнє десятиліття чітко засвідчує перехід від індустріально-аграрної до сировинно-сервісної моделі експорту на тлі кардинальної зміни географії ринків збуту. Цей процес супроводжується хронічним дефіцитом торговельного балансу, який вказує на глибокі структурні дисбаланси національної економіки та високу залежність від імпорту. Розрив між

експортом та імпортом набув критичних масштабів у період повномасштабної війни, сягнувши 29,1 млрд доларів США у 2024 році (Рис. 2.1).

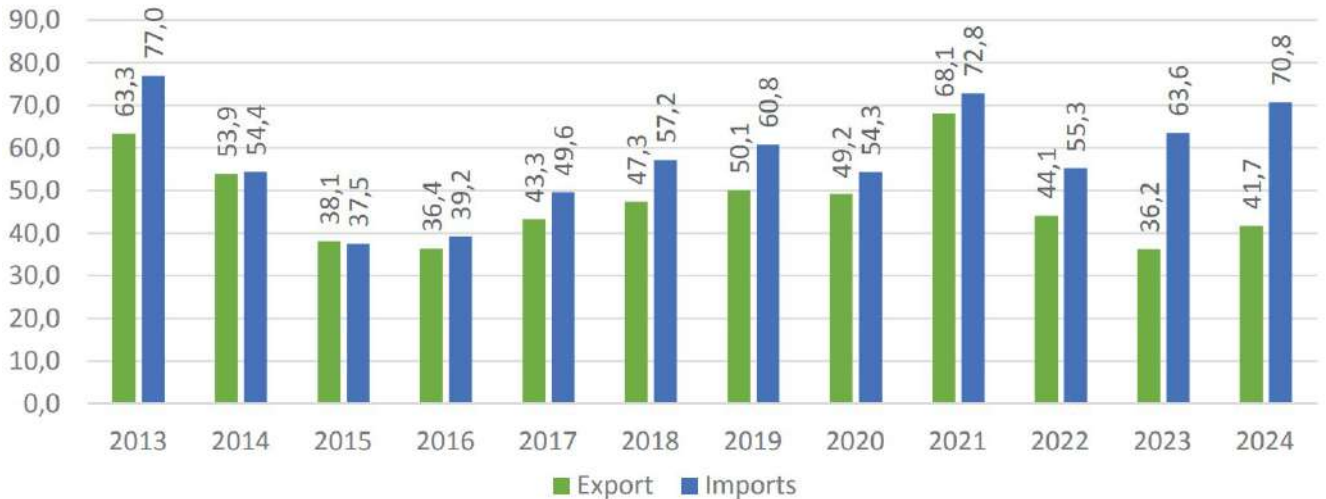


Рис. 2.1 Графік динаміки експорту та імпорту України з дослідження Т. Палієнко та В. Голопотелюка, що ілюструє розрив торговельного балансу [19]

Для математичного підтвердження динаміки цього розриву було розраховано середньорічний темп зростання, який обчислюється за формулою:

$$CAGR = \left(\frac{V_t}{V_0} \right)^{\frac{1}{t}} - 1 \quad (2.1)$$

де V_t – кінцеве значення, V_0 – початкове значення, а t – кількість років між періодами. Розрахунки показують, що на першому етапі трансформації у 2014-2016 роках відбулося синхронне падіння: експорт скорочувався із середньорічним темпом -17,83%, а імпорт падав на 15,12% щороку. На другому етапі макроекономічної стабілізації протягом 2017-2021 років спостерігалось відновлення, де експорт зростав на 11,98% в середньому за рік, а імпорт – на 10,06%. Проте третій етап воєнної економіки у 2022-2024 роках закріпив критичний дисбаланс: експорт продовжив скорочення із середньорічним темпом -2,76%, тоді як імпорт відновлювався випереджальними темпами у 13,14% щороку.

Така розбіжність у темпах пояснює різке розширення дефіциту та формування жорсткої боргової залежності країни.

Паралельно з кількісним падінням відбулася якісна деградація товарної структури експорту, яка суттєво втратила індустріальний компонент. Частка продукції металургії, яка у 2014 році становила 28,3%, обвалилася до 10,7% у 2024 році через фізичне руйнування ключових підприємств, втрату територій та логістичні блокади. Натомість частка продуктів рослинного походження зросла з 16,2% до майже 33%, що посилює сировинну спрямованість економіки та її вразливість до цінових коливань на світових ринках. Єдиним позитивним структурним зрушенням стало зростання частки послуг з високою доданою вартістю, зокрема ІТ-сектору, який збільшив свою присутність у загальній структурі експорту з 2,3% у 2014 році до 11,5% у 2024 році. [19]

Щоб довести цей «сировинний дрейф» та посилення концентрації українського експорту, розраховано Індекс Герфіндаля-Гіршмана, який обчислюється як сума квадратів відсоткових часток кожної товарної групи. Формула для розрахунку (за 10000-бальною шкалою, де використовуються відсотки):

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad (2.2)$$

де s_i – відсоткова частка i -ї товарної групи у загальному обсязі експорту.

Результати обчислень на *Таблиці 2.1* демонструють поступову втрату диверсифікації. У 2015 році індекс становив 1600,86 пунктів, у 2021 році він показав незначне зростання до 1624,36 пунктів, а у 2024 році здійснив різкий стрибок до 1823,68 пунктів. Таке відчутне зростання підтверджує небезпечну концентрацію економіки навколо вузького переліку аграрних сировинних товарів.

Таблиця 2.1: Динаміка розрахованого Індексу Герфіндаля-Гіршмана (ННІ) для товарної структури експорту за 2015, 2021 та 2024 роки

Товарна група	2015 (si, %)	2015 (si2)	2021 (si, %)	2021 (si2)	2024 (si, %)	2024 (si2)
Продукти рослинного походження	20.9	436.81	22.8	519.84	32.4	1049.76
Жири та олії	8.7	75.69	10.3	106.09	13.8	190.44
Недорогоцінні метали та вироби з них	24.8	615.04	23.5	552.25	10.7	114.49
Готові харчові продукти	6.5	42.25	5.6	31.36	9.0	81.00
Мінеральні продукти	8.1	65.61	12.4	153.76	8.2	67.24
Машини, обладнання та механізми	10.3	106.09	7.7	59.29	7.5	56.25
Продукція хімічної промисловості	5.6	31.36	4.1	16.81	2.3	5.29
Інші товари	15.1	228.01	13.6	184.96	16.1	259.21
Всього (ННІ)	100.0	1600.86	100.0	1624.36	100.0	1823.68

Описані товарні зміни відбувалися на тлі повної переорієнтації географії ринків збуту. Через геополітичну кризу та воєнну агресію відбулася кардинальна зміна торговельних партнерів: частка країн СНД в українському експорті скоротилася з 27,6% у 2014 році до маргінальних 4,3% у 2024 році. Одночасно європейський ринок став домінуючим, його частка зросла з 30,5% до 59,5%, перетворивши Європейський Союз на головного торговельного партнера, що в умовах заблокованих морських портів вимагає подальшої складної адаптації транспортних коридорів та логістичної інфраструктури. [19]

2.1.2. Виробництво та демографія: втрата капіталу і трудових ресурсів

Аналіз внутрішніх зрушень в економіці України виявляє масштабну деіндустріалізацію, спричинену фізичним знищенням виробничих активів, та критичне скорочення трудового потенціалу через безпрецедентну хвилю міграції. Секторальна структура доданої вартості наочно демонструє руйнацію індустріального ядра та агропромислового комплексу. Спираючись на консолідовані дані Державної служби статистики України [20], можна

констатувати, що частка промисловості у валовій доданій вартості (ВДВ) скоротилася з 24,1% у 2021 році до 20,0% у 2024 році (Рис. 2.3). Ще більш разючого удару зазнав аграрний сектор, питома вага якого впала з 12,4% до 8,2% за аналогічний період через втрату територій та логістичні блокади. Натомість питома вага сфери послуг штучно зросла до 69,9% у 2024 році. Ця зміна не є ознакою еволюційного переходу до постіндустріальної моделі, оскільки вона зумовлена експоненційним роздуванням підсектору державного управління та оборони, частка якого сягнула безпрецедентних 23,5% від загальної ВДВ. Такий структурний перекис свідчить про втрату економікою здатності генерувати реальну додану вартість ринковими секторами.

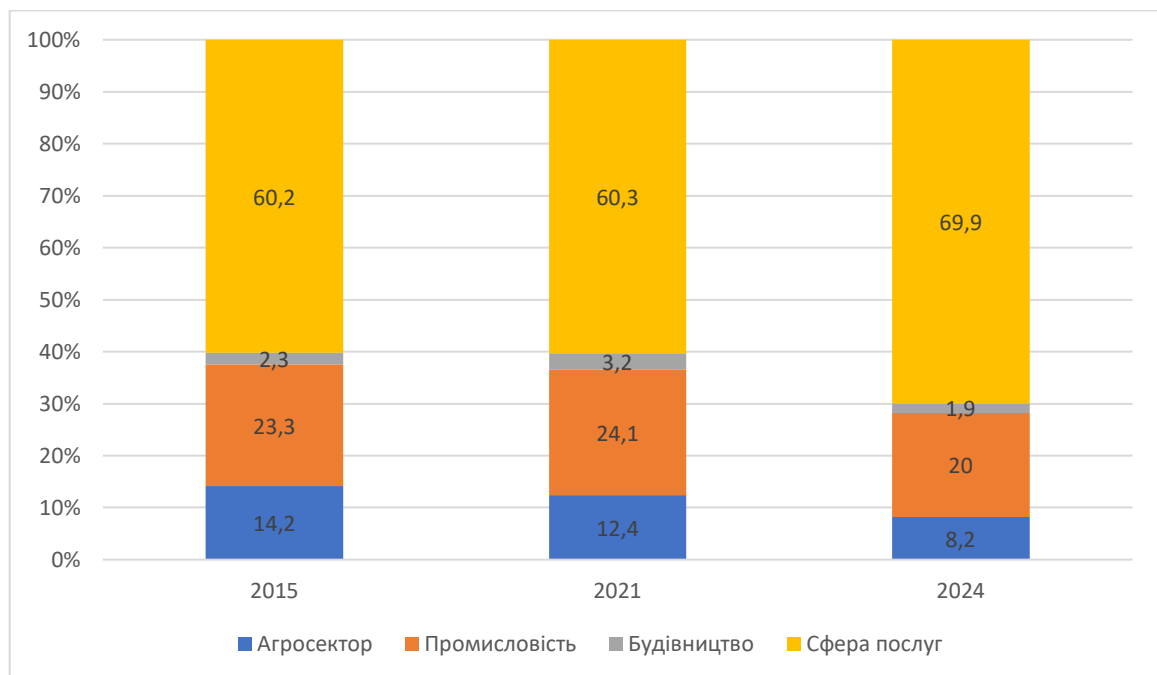


Рис. 2.3 Діаграма зміни часток основних секторів у ВВП за реперні роки (2015, 2021, 2024)

Для математичного доведення зміни макроекономічної моделі та відокремлення тимчасових коливань від незворотної структурної деградації було застосовано фільтрацію часових рядів на основі методу Ходріка-Прескотта (НР-фільтр). Цей інструментарій дозволяє декомпонувати динаміку реального ВВП (позначимо як y_t) на довгостроковий структурний тренд (τ_t) та короткострокову

циклічну компоненту (c_t). Математична оптимізація фільтра полягає в мінімізації функції згладжування, яка має наступний вигляд:

$$\min_{\tau} \left(\sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2 \right) \quad (2.3)$$

Застосування фільтра з параметром з консолідованими даними (Додаток Б) та згладжуванням $\lambda = 1600$ для поквартальних даних реального ВВП за 2012–2024 роки доводить, що екзогенні шоки 2014–2015 та 2022 років не є класичними рецесіями в рамках звичайного економічного циклу (Рис. 2.2).

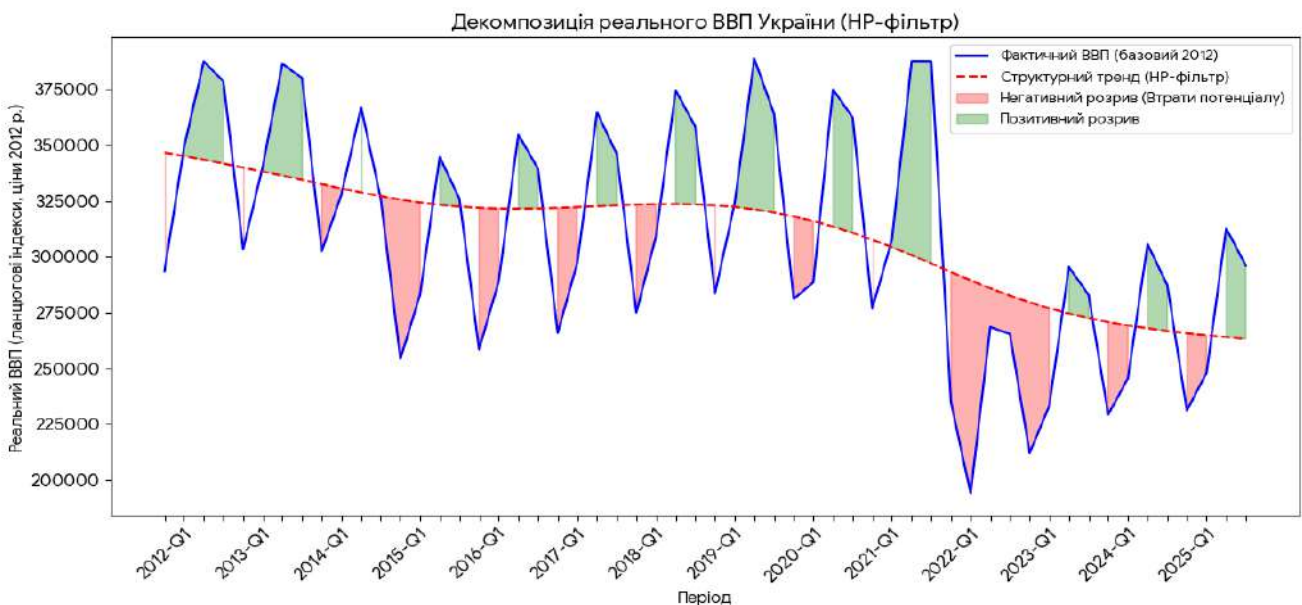


Рис. 2.2 Графік декомпозиції ВВП на основі НР-фільтра, дві криві: фактичний ВВП та згладжений структурний тренд; створений на основі (Додаток В)

Графік декомпозиції чітко фіксує злам самої функції тренду τ_t , який зазнав глибокого і незворотного падіння. Площа негативного розриву між фактичним ВВП та структурним трендом беззаперечно відображає математичний обсяг знищеного національного потенціалу та втраченого фізичного капіталу, швидке відновлення якого є неможливим.

Катастрофічні втрати фізичного капіталу супроводжуються не менш руйнівним демографічним шоком. Тривале перебування громадян за кордоном та складна безпекова ситуація поглиблюють структурні диспропорції на ринку праці та суттєво обмежують темпи економічного відновлення. Динаміка чистої міграції залишається стабільно від'ємною: чистий вплив населення у 2024 році становив 0,5 млн осіб, у 2025 році цей показник сягнув 0,3 млн осіб, а у 2026 році прогнозується подальший вплив на рівні 0,2 млн осіб [35]. Повільне повернення мігрантів та подальша адаптація українців до життя за кордоном формують жорсткий дефіцит робочої сили на внутрішньому ринку, який стає особливо відчутним серед робітничих спеціальностей. Це створює парадоксальну ситуацію для вітчизняних підприємств, коли пропозиція праці катастрофічно звужується.

Аналіз розриву між пропозицією праці та структурним безробіттям підтверджує докорінну зміну моделі зайнятості. Рівень безробіття за методологією Міжнародної організації праці демонструє поступове зниження: з 18,2% у 2023 році до 13,1% у 2024 році, 11,3% у 2025 році та прогнозованих 10,2% у 2026 році. Однак таке формальне зниження показника безробіття є індикатором не масового створення нових робочих місць, а суттєвого стиснення самої бази робочої сили через незворотну міграцію та активні мобілізаційні процеси. Відбувається вимивання економічно активного населення, що разом із фізичною втратою промислових потужностей формує довгострокову пастку звуженого відтворення, остаточно руйнуючи здатність економіки самостійно генерувати внутрішній ресурс для розвитку.

Розглядаючи статистику номінальної валової доданої вартості за секторами, загальну тенденцію можна охарактеризувати як цілком позитивну – бо на графіку показники з кожним роком здебільшого ростуть (Рис. 2.3). Однак для об'єктивної оцінки справжніх масштабів втрати капіталу та уникнення «грошової ілюзії», викликаної високими темпами інфляції в умовах перманентних шоків, аналіз номінальних показників ВДВ потрібно додатково скоригувати на макроекономічний дефлятор.

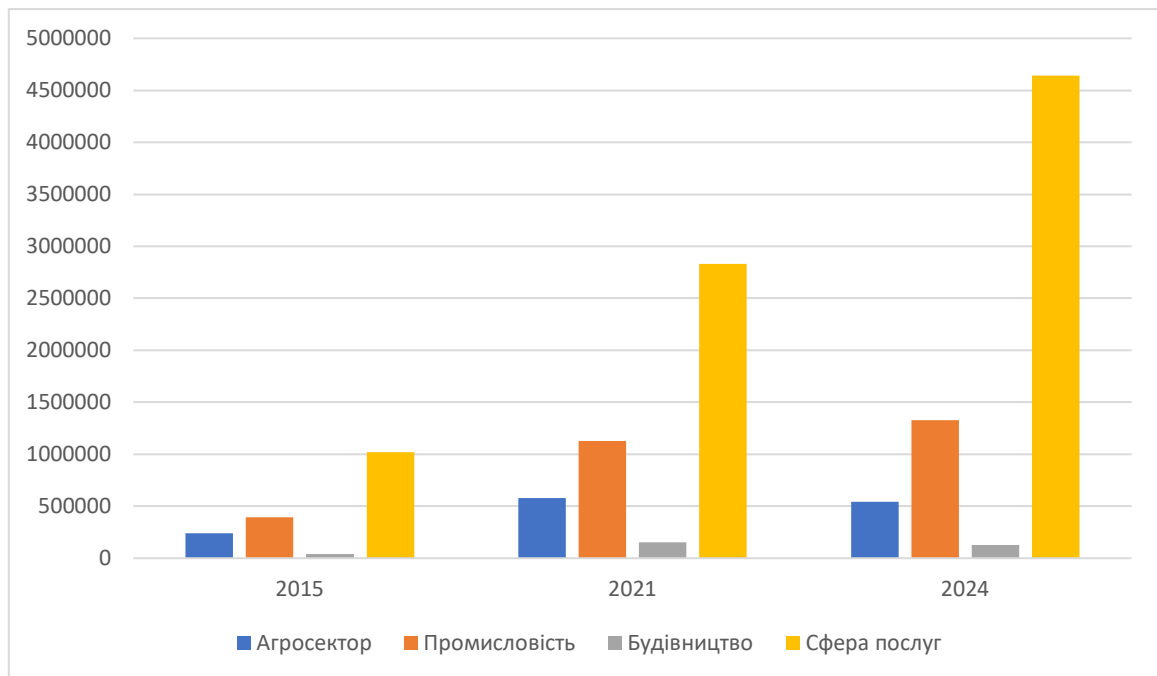


Рис. 2.3 Структура ВДВ за видами економічної діяльності (млн грн) [21]

Шляхом переведення фактичних обсягів у постійні ціни базового 2012 року за допомогою коефіцієнта співвідношення реального та номінального ВВП

$$k_t = \frac{Y_{real,t}}{Y_{nominal,t}} \quad (2.4)$$

вдалося математично очистити галузеві показники від цінового спотворення. Такий інструментальний підхід дозволяє розкрити справжню фізичну динаміку виробництва, яка зазвичай приховується за номінальним зростанням грошової маси, і чітко зафіксувати реальні масштаби руйнації економічного потенціалу.

Ділимо Реальний ВВП з даних НР-фільтра, у постійних цінах 2012 року на Номінальний ВВП за відповідний рік. Отримуємо коефіцієнти, які показують, скільки «реальної» вартості залишилося в одній номінальній гривні. Для 2015 року це 0.6076, для 2021 – 0.2491, а для 2024 всього лиш 0.1394.

Очищені від інфляційного впливу дані беззаперечно доводять факт глибокої та незворотної деіндустріалізації реального сектору економіки України. У постійних цінах промислове ядро не просто стагнувало, а зазнало катастрофічного

обвалу: реальна додана вартість промисловості скоротилася з 238,8 млрд грн у 2015 році до 185,2 млрд грн у 2024 році (Рис. 2.4). Аграрний сектор, який традиційно виступав драйвером експорту, продемонстрував ще стрімкіше падіння, стиснувшись майже вдвічі – зі 145,7 млрд грн до 75,9 млрд грн. Водночас відносна стабільність загальних показників сфери послуг підтримувалася виключно безпрецедентним і вимушеним роздуванням неринкового підсектору державного управління та оборони. Зазначена динаміка остаточно підтверджує тезу про те, що економіка зіткнулася з масштабним фізичним знищенням індустріальних та аграрних активів, втрату яких неможливо компенсувати фіскальними вливаннями.

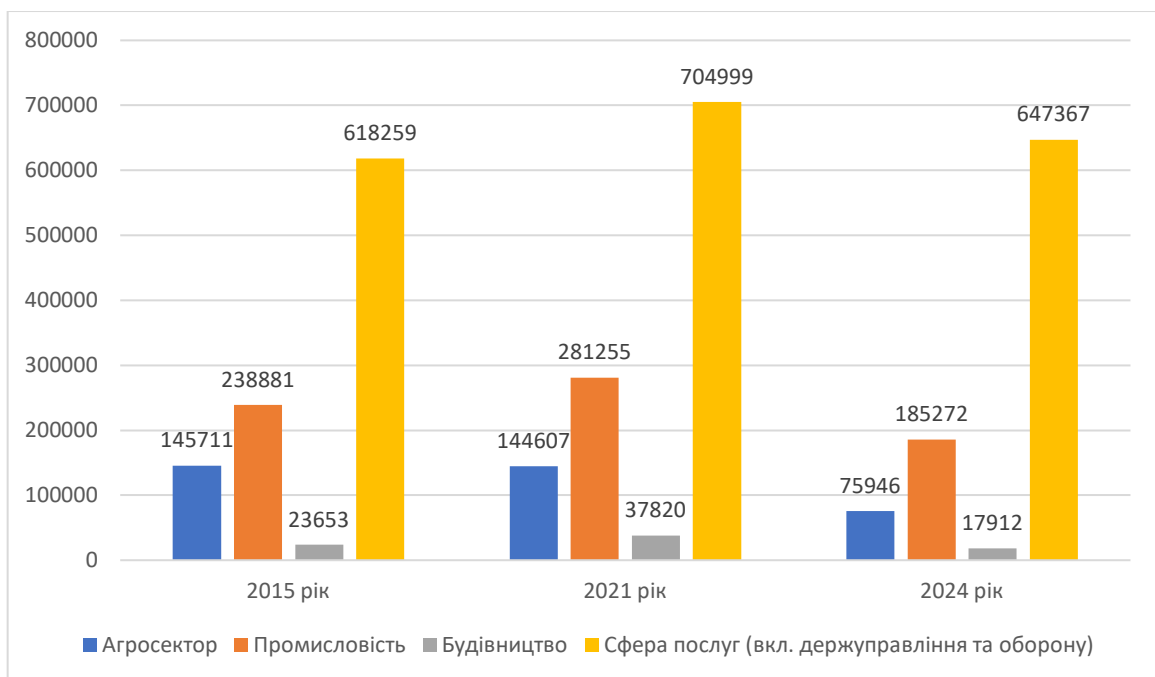


Рис. 2.4 Діаграма абсолютної динаміки макросекторів економіки, очищена від інфляційного впливу, ілюструє падіння реальних обсягів виробництва

Аналіз структурних змін доводить, що економіка України зазнала руйнування, індикатором якого є торговельний дефіцит у 29,1 млрд доларів США у 2024 році. Цей розрив означає фізичну втрату здатності самостійно заробляти валюту, що безальтернативно покривається зовнішніми кредитами і генерує жорстку боргову залежність. Одночасно відбулася небезпечна примітивізація експорту: стрибок Індексу Герфіндаля-Гіршмана до 1823 пунктів фіксує залежність

країни від вузького переліку аграрної сировини. За таких умов економіка позбавлена запасу міцності, а будь-яке коливання світових цін може паралізувати здатність держави накопичувати ресурс для обслуговування зобов'язань.

Такі макроекономічні дисбаланси є наслідком фізичного знищення активів та масштабного відтоку людського капіталу. Очищені від інфляції дані ВВП доводять обвал індустриального ядра та критичне звуження бази оподаткування. Відносна стабільність загальних показників підтримується виключно роздуванням оборонних видатків, які не створюють ринкової доданої вартості. У поєднанні з жорстким дефіцитом робочої сили, це формує пастку, яка позбавляє країну можливості самостійно згенерувати внутрішній ресурс для відновлення.

У підсумку, деіндустріалізація та демографічний шок сформували систему, яка наразі не здатна органічно фінансувати власне функціонування. Оскільки внутрішній генератор доходів суттєво пошкоджено, весь тягар перенесено на боргові інструменти. Тому подальша здатність України уникати дефолту тепер залежить не від власних економічних потужностей, а виключно від конфігурації, вартості та строків погашення накопиченого державного боргу.

2.2. Оцінка динаміки та структури державного боргу України в умовах війни.

2.2.1. Трансформація профілю боргу: внутрішній і зовнішній

Масштабний макроекономічний шок, спричинений повномасштабною війною, кардинально змінив конфігурацію державних запозичень України. В умовах деградації податкової та експортної бази уряд був змушений покривати суттєвий фіскальний розрив за рахунок боргових інструментів. Проте просте спостереження за номінальним зростанням боргу не дає розуміння його реального тиску на економіку. Для об'єктивної оцінки ризику суверенного дефолту важливо проаналізувати якісну трансформацію цього боргу: скільки реально коштує його обслуговування та як швидко країна повинна повертати запозичені кошти.

Для вимірювання ефективної вартості обслуговування державних зобов'язань використовується показник неявної відсоткової ставки (Implicit Interest

Rate, IIR). Ця метрика відображає реальний, середньозважений відсоток, який країна платить за всіма своїми боргами разом узятими у певному періоді. Розрахунок здійснюється шляхом віднесення фактичних видатків на обслуговування боргу в поточному році до загального обсягу боргу, накопиченого на кінець попереднього року:

$$IIR = \frac{\text{Обслуговування боргу}_t}{\text{Борг}_{t-1}} \quad (2.5)$$

Спираючись на дослідження Bloise & Vailakis (2024) [26], можна стверджувати, що в умовах війни боргова стійкість визначається не стільки обсягом боргу, скільки наявністю пільгового фінансування, здатного стримати лавиноподібне нарахування відсотків. Розрахунок неявної відсоткової ставки для України за період інтенсивної фази війни математично підтверджує цю тезу.

Наведені розрахунки демонструють парадокс української воєнної економіки. Незважаючи на те, що базова сума боргу з кінця 2021 до кінця 2023 року зросла більш ніж удвічі, показник неявної відсоткової ставки не злетів угору (Таблиця 2.2). Навпаки, у 2024 році він продемонстрував зниження до 5,47%. Це прямий вплив трансформації бази кредиторів. Дорогі комерційні запозичення були заміщені масштабними вливаннями від офіційних партнерів (МВФ, ЄС, уряди іноземних держав) за пільговими ставками, які часто не перевищують 2%. Вплив цього фактора на боргову стійкість є вирішальним: низька вартість обслуговування математично унеможливорює розгортання класичної боргової спіралі, коли країні доводиться брати нові кредити лише для того, щоб покрити відсотки за старими.

Таблиця 2.2 Динаміка неявної відсоткової ставки (IRR) державного боргу України (2021–2024 рр.). Розраховано автором на основі [23], [24]

<i>Рік аналізу</i>	<i>Залишок боргу на кінець попереднього року, млн грн</i>	<i>Видатки на обслуговування боргу, млн грн</i>	<i>Неявна відсоткова ставка (IRR)</i>
2021	2 551 935,6	152 003,1	5,96%
2022	2 671 827,6	158 907,4	5,95%
2023	4 071 683,1	249 371,1	6,12%
2024	5 519 483,9	301 664,9	5,47%

Однак сама лише низька відсоткова ставка не гарантує захисту від дефолту, якщо кредити є короткостроковими. Для оцінки ризику рефінансування (Rollover Risk) застосовується показник середнього строку до погашення (Average Time to Maturity, ATM). Цей показник розкриває структурну дихотомію між внутрішніми та зовнішніми зобов'язаннями України. До 2022 року строки погашення внутрішнього та зовнішнього боргу були майже ідентичними і становили близько 6,3 року. В умовах війни ці траєкторії кардинально розійшлися.

Зовнішній середній строк до погашення стрімко зріс, досягнувши 14,3 року станом на 2025 рік. (Рис. 2.5) Це штучне, але рятівне подовження горизонту є результатом двох процесів: успішної реструктуризації суверенних єврооблігацій (що механічно відсунуло дати виплат) та залучення ультрадовгострокової макрофінансової допомоги, зокрема від ЄС, зі строками погашення до 35 років. Кредитори, усвідомлюючи неможливість миттєвого повернення коштів, пішли на певні поступки.

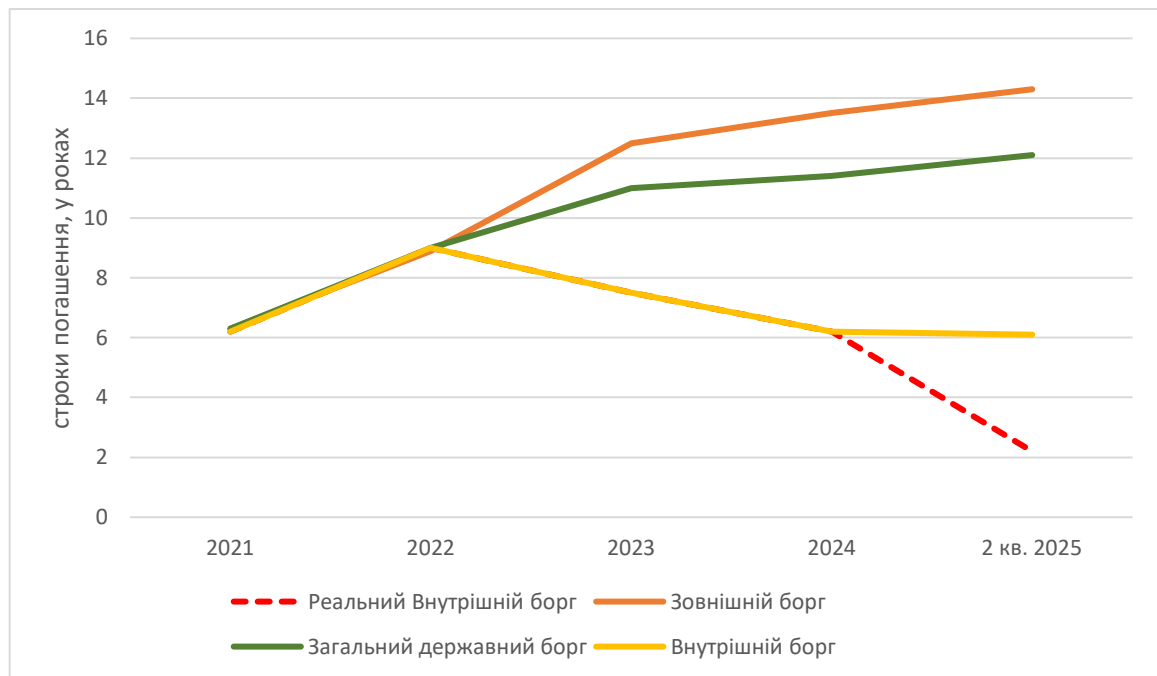


Рис. 2.5 Динаміка середньозваженого строку до погашення державного боргу (2021–2025 рр.), у роках [25]

Натомість на внутрішньому ринку спостерігається прихований, але гострий ризик рефінансування. Хоча офіційна статистика фіксує середній строк погашення внутрішнього боргу на рівні понад 6 років, ця цифра є ілюзією. Все через наявність урядових облігацій у портфелі Національного банку України (строк яких штучно розтягнуто до 17 років). Якщо виключити неринковий портфель НБУ, реальний середній строк до погашення ринкових ОВДП становить критичні 2,2 року.

Це означає, що війна змусила уряд спиратися на надзвичайно короткі внутрішні запозичення. Українська банківська система готова кредитувати державу, але вимагає швидкого повернення коштів, що змушує Міністерство фінансів функціонувати в режимі постійного перезапозичення.

Водночас заміщення внутрішнього комерційного боргу зовнішнім пільговим фінансуванням сформувало нову фундаментальну вразливість – валютний ризик. Статистика Міністерства фінансів фіксує кардинальну зміну валютної структури державних зобов'язань (Рис. 2.6). Якщо у 2021 році частка боргу, номінованого в національній валюті, становила 40%, то до середини 2025 року вона скоротилася майже вдвічі – до 23%. Натомість відбулося стрімке зростання єврової складової з

14% до 40%, що є прямим наслідком надходження макрофінансової допомоги в рамках інструменту Ukraine Facility. Станом на 2025 рік понад 77% державного боргу номіновано в іноземній валюті, переважно в євро та доларах США.

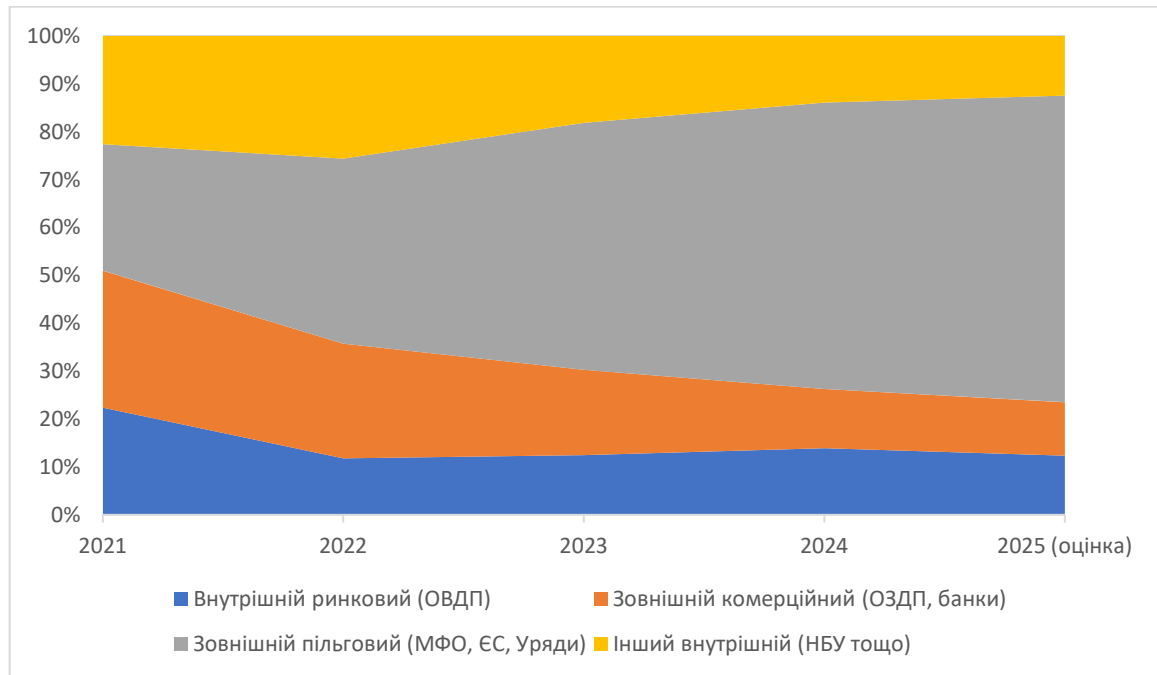


Рис. 2.6 Трансформація структури державного боргу України за кластерами кредиторів (2021–2025 рр.), на основі [25]

Вплив цього фактора на боргову стійкість є критичним і має ефект прихованого важеля. Навіть за умови наднизьких відсоткових ставок математика обслуговування боргу стає абсолютно залежною від курсової стабільності. Будь-яка девальвація гривні автоматично та пропорційно збільшує тягар зовнішнього боргу у національній валюті. Отже, структурний перехід до зовнішнього фінансування перетворив обмінний курс на тригер потенційної боргової кризи, змушуючи Національний банк витратити значні резерви на підтримку курсу заради збереження фіскальної платоспроможності бюджету.

Резюмуючи вплив цих структурних змін на загальну боргову стійкість України, можна вивести чітку залежність. Навіть якщо номінальна сума державного боргу виглядає космічною і наближається до 100% ВВП, країна зберігає здатність уникати дефолту. Це стає можливим виключно завдяки тому, що

зовнішні офіційні кредитори дозволяють сплачувати мінімальні відсотки (низький ІР) і розтягують тіло виплат на десятиліття (високий зовнішній АТМ), не вимагаючи від бюджету миттєвого відтоку готівки. І навпаки, головна вразливість зосереджена всередині країни: оскільки внутрішні ринкові борги є дуже короткими, будь-який шок ліквідності в банківському секторі здатний миттєво паралізувати здатність уряду рефінансувати ці виплати, що зробить технічний дефолт або руйнівну емісію гривні неминучими.

2.2.2. Трансформація профілю боргу: внутрішній і зовнішній

Геополітична ескалація сильно змінює парадигму ринкового ціноутворення та структуру власників суверенного боргу. Щоб об'єктивно оцінити причини рухів на українському борговому ринку, варто звернутися до поведінкової економіки, зокрема до дослідження Afonso, Alves & Monteiro щодо зміни поведінки інвесторів в умовах конфліктів. Згідно з їхніми висновками, зростання геополітичної напруженості призводить до діаметрально протилежної реакції внутрішніх та іноземних суб'єктів капіталу [27]. Внутрішні гравці, насамперед вітчизняні фінансові установи, демонструють чітку схильність до уникнення ризику, оскільки їхня власна операційна діяльність опиняється під загрозою. Вони інстинктивно знижують попит на традиційні довгострокові облігації, намагаючись перейти у найбільш ліквідні активи. Натомість зовнішні економічні агенти, як не парадоксально, збільшують частку свого володіння боргом. Класичні консервативні фонди залишають ринок, але їхнє місце займають спеціалізовані фонди стресових активів, які скуповують знецінені зобов'язання з надією на надприбутки після майбутньої реструктуризації. В Україні цей сценарій реалізувався повною мірою: поки внутрішні банки уникали довгострокових гривневих паперів, пули ризик-орієнтованих іноземних інвесторів концентрували у своїх руках єврооблігації за безцінь, формуючи позиції для жорстких переговорів з урядом.

Втеча локальних інвесторів від довгострокового гривневого боргу позбавляє уряд стабільного та безпечного джерела фінансування, перетворюючи управління

ліквідністю на безперервний пошук короткострокових позик. Одночасно приход спекулятивних іноземних фондів переводить управління зовнішнім боргом у площину складного протистояння, де стійкість держави цілком залежить від результатів перемовин щодо розміру списання тіла боргу.

Для кількісного вимірювання премії за ризик – тобто тієї додаткової дохідності, яку інвестори вимагають за інвестування в активи країни, фінансова система використовує спреди кредитно-дефолтних свопів (CDS) та індекс облігацій країн, що розвиваються (EMBI). По суті, CDS виступає страховкою від дефолту, ціна якої визначає ступінь паніки на ринку, а спред EMBI показує, наскільки відсотки за українськими боргами перевищують дохідність еталонних, безризикових казначейських зобов'язань США. До повномасштабної війни, у 2019 році, вартість п'ятирічних CDS коливалася на цілком прийнятному рівні близько 741 базисного пункту, що дозволяло уряду безперешкодно залучати міжнародний капітал.

Проте геополітичний шок 2022 року спровокував ринковий колапс: вартість п'ятирічних CDS злетіла майже до 11 000 базисних пунктів, а однорічних – перетнула позначку у 22 000 (Рис. 2.7). Фізично такі екстремальні показники свідчили про те, що ринок перестав функціонувати як джерело фінансування, оцінюючи суверенний дефолт як неминучий факт. Ситуація стабілізувалася лише після історичної угоди у серпні 2024 року, яка передбачала списання 37% номіналу старих єврооблігацій. Зняття невизначеності миттєво обвалило спред індексу EMBI до 762 базисних пунктів на кінець 2024 року. Протягом 2025–2026 років ринок адаптувався до нової реальності, і спреди закріпилися в діапазоні 900–939 базисних пунктів.

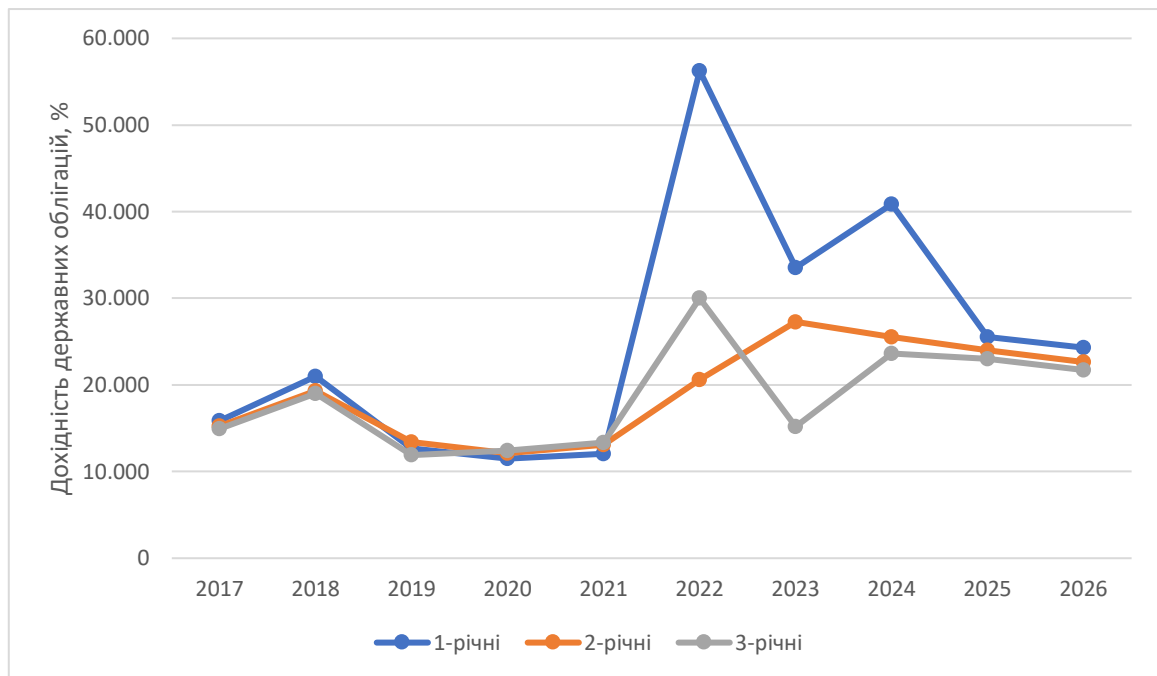


Рис. 2.7 Дохідність державних облігацій у %, 2017-2026 р., сформовано автором на основі [28]

Високі показники ризик-премій, які зберігаються навіть після вдалих реструктуризацій, свідчать про ефект "раптової зупинки" притоку приватного капіталу. Величезні спреди унеможливають випуск нових єврооблігацій для перекриття старих боргів на ринкових умовах, що робить боргову стійкість України цілком залежною від безальтернативних вливань офіційного пільгового фінансування. У даній ситуації для оцінки реальних ризиків втрати платоспроможності виникає об'єктивна необхідність системно дослідити природу накопиченого боргового тягаря, розклавши його приріст на ключові макроекономічні фактори.

2.3. Оцінка ризиків суверенного дефолту: системний аналіз боргових метрик.

2.3.1. Декомпозиція динаміки державного боргу

Для об'єктивної оцінки ризиків суверенного дефолту просто фіксувати номінальне зростання заборгованості – недостатньо. Необхідно розуміти як цей процес працює всередині, тобто математично розкласти приріст боргу на складові.

Це дозволяє визначити, яка саме частина боргового тягаря генерується внутрішніми економічними проблемами, яка – зовнішніми шоками, а яка – просто вартістю старих кредитів. У сучасній макроекономічній практиці для цього використовується методологія Аналізу боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis – DSA) від Міжнародного валютного фонду, зокрема її оновлена версія для країн із ринковим доступом від 2022 року.

Основою цього аналітичного інструментарію є базове рівняння динаміки державного боргу. Воно дозволяє розкласти зміну відношення боргу до ВВП на чотири ключові компоненти: вплив вартості обслуговування, темпів економічного зростання, фіскальної політики уряду та курсових коливань. Математично ця залежність виражається наступним чином:

$$\Delta d_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p_t + s_t \quad (2.6)$$

У цій формулі показник Δd_t відображає зміну відношення боргу до ВВП у поточному році порівняно з попереднім. Змінна r_t позначає ефективну відсоткову ставку за боргом, а g_t – темп зростання номінального ВВП. Показник d_{t-1} – це обсяг боргу відносно ВВП на кінець минулого періоду. Змінна p_t відображає первинне сальдо державного бюджету відносно ВВП, тобто різницю між доходами та видатками без урахування виплат за відсотками. Нарешті, компонент s_t акумулює коригування «потік-запас», головним чином відображаючи вплив девальвації національної валюти на переоцінку валютної частини боргу.

Застосування цього математичного апарату переводить дискусію про державний борг у площину об'єктивних фізичних величин, дозволяючи урядам та кредиторам точно ідентифікувати найслабшу ланку в борговій конструкції держави.

Перший дріб у рівнянні розкриває так званий «ефект снігової кулі», який виникає через взаємодію відсоткових ставок та економічного зростання. Механізм цього ефекту працює досить прямолінійно. Якщо економіка країни зростає

швидше, ніж держава сплачує відсотки за кредитами, то відношення боргу до ВВП буде автоматично зменшуватися, навіть якщо уряд нічого не виплачує з основного тіла боргу. Економіка просто «переростає» свій борг. І навпаки, якщо відсотки вищі за темпи зростання, борг починає накручуватися сам по собі, як снігова куля, вимагаючи від уряду постійного урізання видатків лише для того, щоб утримувати ситуацію на місці. В умовах України протягом 2022–2024 років цей показник продемонстрував нетипову динаміку. Незважаючи на катастрофічне падіння реальної економіки у 2022 році, подальша висока інфляція призвела до стрімкого розширення номінального ВВП. Оскільки номінальне зростання економіки виявилось вищим за середню ефективну відсоткову ставку (яка утримувалася на низькому рівні завдяки пільговим умовам зовнішніх кредиторів), ефект снігової кулі спрацював на користь України. За період повномасштабної війни цей фактор не збільшив, а математично зменшив боргове навантаження на 15,18 відсоткових пунктів ВВП.

Наразі вартість обслуговування боргу (відсотки) не є критичною загрозою для суверенної платоспроможності, оскільки високі темпи номінального зростання ВВП, стимульовані інфляцією, повністю нівелюють процентне навантаження і математично «розмивають» частину боргу.

Другий компонент рівняння стосується первинного сальдо бюджету. Це показник того, наскільки держава здатна жити за власними коштами. Якщо країна збирає податків менше, ніж витрачає на пенсії, зарплати та оборону (до того, як починає платити за боргами), утворюється первинний дефіцит. Кожна гривня такого дефіциту автоматично перетворюється на новий борг. В умовах воєнного стану саме цей фактор став абсолютною домінантою боргової динаміки України. Величезні потреби на фінансування Сил оборони, які уряд змушений покривати переважно за рахунок емісії або нових запозичень (оскільки грантова допомога не покриває всіх потреб), створили колосальну «дірку» в бюджеті. Декомпозиція підтверджує, що за період 2022–2024 років накопичений первинний дефіцит додав до боргового тягаря 45,21 відсоткових пунктів ВВП. Це означає, що держава

генерує нові борги не через погане фінансове управління в минулому, а через фізичну неможливість оплатити поточне виживання країни з наявних податків.

Фундаментальним ризиком суверенного дефолту є величезний структурний дефіцит державного бюджету, спричинений війною, що робить макрофінансову стабільність України повністю залежною від безперервного надходження зовнішнього пільгового фінансування.

Третій ключовий чинник – це курсові різниці. Оскільки більшість державного боргу України (близько 70-75% у різні періоди) номінована в іноземних валютах – доларах США, євро, СПЗ, – стабільність боргових метрик надзвичайно чутлива до обмінного курсу. Механізм впливу є суто математичним: якщо гривня знецінюється, валютний борг у гривневому еквіваленті миттєво розбухає. При цьому розмір ВВП та податкові надходження, які формуються переважно в гривні, не встигають зрости так само швидко. Як наслідок, відношення боргу до ВВП різко йде вгору навіть без залучення жодного нового кредиту. Розрахунки свідчать, що офіційна девальвація гривні протягом 2022–2024 років штучно збільшила український державний борг на 19,12 відсоткових пунктів ВВП.

Висока частка валютних зобов'язань перетворює курсову політику на питання національної боргової безпеки, адже будь-який різкий шок на валютному ринку автоматично і невідворотно мультиплікує борговий тягар, наближаючи технічну межу дефолту.

Синтезуючи всі вищезазначені фактори, ми можемо звести повну картину структурних змін державного боргу України за період повномасштабної війни в єдину аналітичну матрицю. Дані розраховані як зміна у відсотках до ВВП відносно базового довоєнного рівня кінця 2021 року до прогнозованого фінального рівня на кінець 2024 року. Залишкова статистична розбіжність виникає через різницю в часі фіксації макроекономічних показників та інших чинників, які не пояснюються курсовим ефектом.

Результати системної декомпозиції доводять, що поточна боргова криза України має виключно шокову природу (Рис. 2.8). Зростання боргу з безпечних 48,9% до критичних 91,1% ВВП (на травень 2026 року борг вже навіть більший за

ВВП) спричинене не агресивною політикою кредиторів, а колосальними військовими видатками та вимушеною девальвацією. Це означає, що класичні інструменти уникнення дефолту (такі як м'яка реструктуризація відсотків) будуть недостатніми; країна потребує масштабного списання тіла боргу та збереження грантових вливань до завершення активних бойових дій.

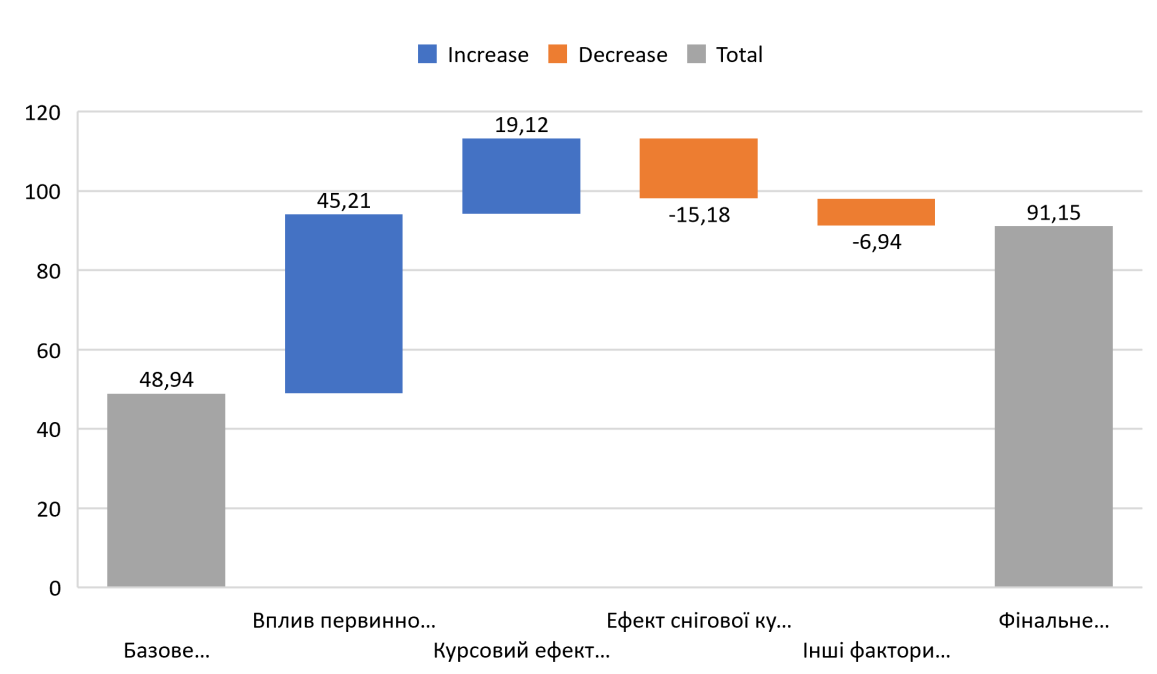


Рис. 2.8 Внесок кожного фактора у приріст співвідношення Борг/ВВП України за 2022–2024 роки. Створено автором на основі розрахунків (Додаток Г)

2.3.2. Сценарне моделювання та макроекономічні стрес-тести

В умовах надвисокої невизначеності, яку створила тривала війна, важливим інструментом аналізу стає моделювання майбутніх траєкторій боргу. В основу цього підходу покладено методологію аналізу боргової стійкості Міжнародного валютного фонду. Суть методу полягає у побудові базового макроекономічного прогнозу, на який згодом накладаються різні стресові сценарії, або так звані «шоки». Це дозволяє перевірити запас міцності економіки та визначити, за яких саме умов здатність держави обслуговувати свої зобов'язання остаточно руйнується.

Для проведення сценарного моделювання на період до 2028 року було сформовано зведену матрицю вхідних даних (Таблиця 2.3). Вона базується на останніх оцінках МВФ та розрахункових екстраполяціях, які дозволяють змоделювати як базовий розвиток подій, так і кризові відхилення.

Таблиця 2.3 Зведена матриця макроекономічних показників для сценарного моделювання боргової стійкості (2025–2028 рр.) на основі [31], [32]

Показник	2025 (Оцінка)	2026 (Прогноз)	2027 (Прогноз)	2028 (Прогноз)
Реальний ВВП (базовий сценарій), %	2	2,1	3,5	4,2
Реальний ВВП (негативний шок), %	2	1,5	1	0,5
Споживча інфляція (база), %	8	7,5	7	5,4
Обмінний курс (базовий сценарій), грн/дол	41,7	46,8	48,6	50,2
Обмінний курс (шок девальвації +20%), грн/дол	41,7	52,8	58,3	60,2

Базовий сценарій відображає консенсусний прогноз міжнародних партнерів щодо поступової стабілізації української економіки. За цього сценарію передбачається помірне, але стабільне зростання реального ВВП, поступове затухання інфляційних процесів та контрольована, плавна девальвація національної валюти. Згідно з розрахунками, за таких умов відношення державного боргу до ВВП продовжить зростати, досягнувши свого піку на рівні 137,1% у 2027 році. Після цього очікується переломний момент, і у 2028 році показник має мінімально знизитися до 135,5% [32]. Вважається, що темпи відновлення економіки почнуть трохи випереджати темпи накопичення нових боргів, а податкові надходження поступово скоротять потребу в нових запозиченнях.

Базовий сценарій демонструє, що боргова ситуація є вкрай напруженою, але теоретично керованою. Піковий показник у понад 137% ВВП означає, що держава не має жодного запасу міцності. Стійкість у цьому випадку зберігається виключно за умови, що всі позитивні очікування здійсняться без жодних відхилень.

Оптимістичний же сценарій базується на припущенні про стрімке післявоєнне відновлення, за якого темпи зростання реального ВВП прискорюються до 4,8% на рік. Додатковою умовою є стабілізація обмінного курсу завдяки суттєвому припливу прямих іноземних інвестицій та відновленню експортного потенціалу. У рівнянні динаміки боргу різко зростає показник економічного зростання (g), тоді як курсові втрати (s_t) зводяться до нуля. Це призводить до того, що знаменник у співвідношенні «Борг/ВВП» швидко збільшується. Відповідно, борговий тягар починає танути швидше, не досягаючи критичних піків, навіть якщо номінальна сума боргу залишається незмінною.

Оптимістичні розрахунки доводять, що єдиним надійним інструментом виходу з боргової пастки є агресивне економічне зростання. Без розширення самої економіки та зміцнення валюти досягнути довгострокової платоспроможності неможливо.

Стрес-тест шоку реального ВВП моделює ситуацію тривалої війни на виснаження, коли економіка втрачає імпульс до відновлення. У цьому сценарії зростання ВВП стрімко гальмує до 1,5% у 2026 році та падає до 0,5% у 2028 році. За таких умов співвідношення боргу до ВВП невпинно зростає, пробиваючи позначку у 152% до кінця аналізованого періоду. Механізм впливу тут максимально прямолінійний: якщо економіка стискається або стагнує, відносний розмір боргу автоматично збільшується. Крім того, падіння економічної активності означає зменшення податків, що формує нову «дірку» в бюджеті. Щоб її закрити, уряд змушений брати нові кредити, що запускає замкнене коло боргової спіралі.

Економічна стагнація гарантовано призводить до неплатоспроможності. Цей шок показує, що Україна не зможе вирішити боргову проблему лише шляхом жорсткої економії видатків; падіння ВВП робить борг нестійким автоматично, незалежно від дій уряду.

Стрес-тест шоку обмінного курсу є найгострішим сценарієм у методології оцінки ризиків. Він передбачає раптову девальвацію гривні на 20% відносно базового прогнозу, що виводить курс за межі 60 гривень за долар. Оскільки понад

70% державного боргу України номіновано в іноземній валюті, курсовий фактор має руйнівний вплив на боргові метрики. Будь-яке знецінення гривні миттєво збільшує гривневий еквівалент валютного боргу. Державі потрібно вилучити з економіки значно більше знецінених гривень, щоб купити ту саму кількість доларів для виплати кредиторам. За цього сценарію крива боргу миттєво летить вгору, наближаючись до катастрофічних 160% ВВП.

Аналіз доводить гіперчутливість української економіки до валютних коливань. Девальвація є найшвидшим тригером суверенного дефолту. Навіть без залучення нових кредитів, слабка гривня здатна за лічені місяці зробити обслуговування боргу практично неможливим.

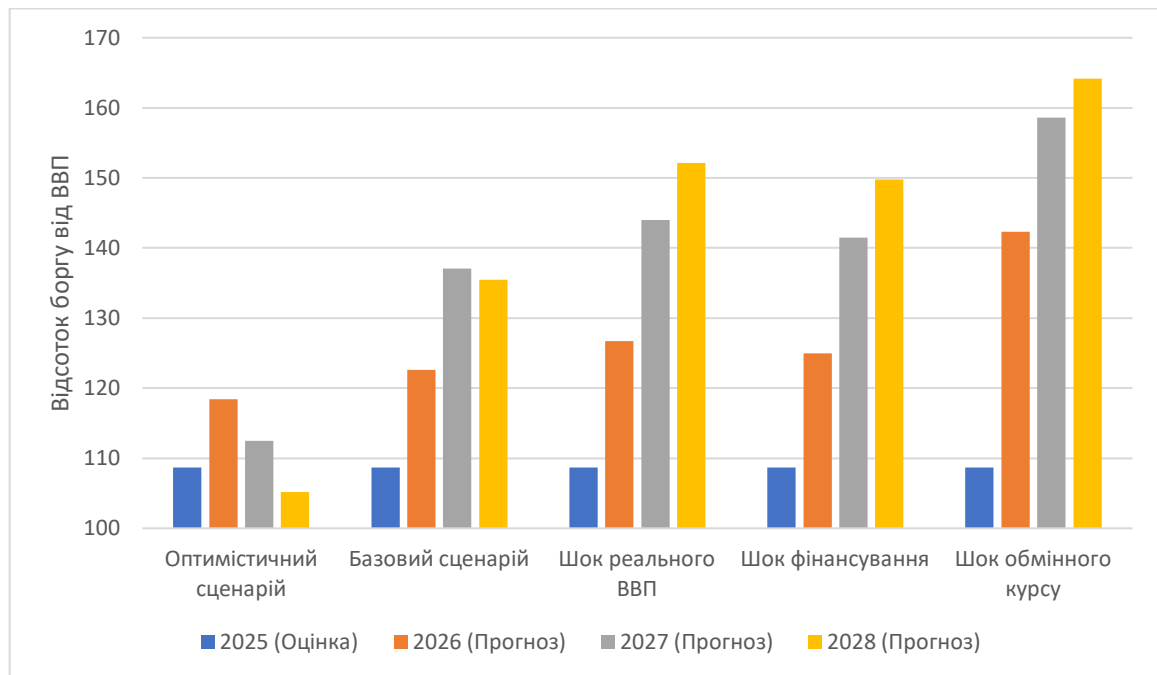


Рис. 2.9 Прогнозні траєкторії відношення державного боргу до ВВП за результатами сценарного моделювання (2025–2028 рр.), %

Стрес-тест шоку фінансування фокусується на зміні структури зовнішньої допомоги. Історичні дані демонструють надзвичайну волатильність: якщо у 2022–2024 роках частка безповоротних грантів складала від 27% до 45% всього фінансування, то у 2025 році вона впала до критичних 1,3%, перш ніж знову зрости на початку 2026 року [33]. Цей шок моделює ситуацію, за якої партнери повністю

відмовляються від надання грантів у 2026-2028 роках, конвертуючи всі обіцяні кошти у кредити на комерційних ринкових умовах. Відсутність «безкоштовних» грошей означає різке зростання реальної відсоткової ставки (змінна r у формулі динаміки боргу). Замість нульової вартості обслуговування, бюджет отримує мільярдні зобов'язання зі ставками, наприклад, у 6-8% річних. У дію вступає ефект складного відсотка, коли нові борги беруться виключно для того, щоб погасити відсотки за старими.

Поточна боргова стабільність є багато в чому штучною і тримається на безкоштовних вливаннях. Заміна грантів на комерційні кредити позбавляє бюджет будь-якого простору для маневру і робить дефолт або глибоку реструктуризацію неминучими через стрімке зростання вартості обслуговування боргу.

2.3.3. Висновки до аналітичного розділу

Системний аналіз боргових метрик, який об'єднав декомпозицію чинників зростання боргу та прогностичне сценарне моделювання, дозволяє сформулювати чітке бачення стану боргової стійкості України. Економіка опинилася в стані глибокої структурної вразливості. Головний результат дослідження полягає в тому, що ризик суверенного дефолту більше не є гіпотетичною ймовірністю – за поточних умов він є даністю, яка стримується виключно зовнішніми, часто неринковими факторами. Боргова конструкція держави втратила природний запас міцності, а її здатність обслуговувати зобов'язання тримається на міжнародній підтримці, яка не може бути вічною.

Розглядаючи вплив кожного фактора, можемо бачити чіткий механізм руйнування платоспроможності. Первинний дефіцит бюджету діє як постійний генератор нових зобов'язань. Оскільки держава фізично не здатна профінансувати власне виживання за рахунок податків, кожна не покрита доходами гривня воєнних видатків автоматично трансформується у борг. Це означає, що класична політика жорсткої економії через скорочення видатків в умовах війни є неможливою, а отже, борг буде накопичуватися незалежно від бажання уряду. Своєю чергою, валютна

структура боргу виступає як мультиплікатор ризиків. Через те, що левова частка зобов'язань номінована в іноземній валюті, будь-яке знецінення гривні автоматично збільшує борговий тягар без залучення нових кредитів. Тому курсова стабільність є вкрай важливою: навіть за умови збалансованого бюджету, різка девальвація може значно похитнути боргову стійкість країни, оскільки економіка просто не згенерує достатньої кількості гривневої маси для купівлі дорогої валюти під виплати кредиторам.

У свою чергу, фактор вартості обслуговування боргу наразі створює ілюзію стабільності. Як показала декомпозиція, висока інфляція та зростання номінального ВВП тимчасово дозволили країні «переростати» вартість кредитів, а грантове фінансування нівелювало частину процентних витрат. Однак результати стрес-тестування доводять, що ця ситуація є аномалією. Як тільки структура допомоги зміниться і гранти трансформуються у ринкові кредити, увімкнеться руйнівний ефект складного відсотка. Держава буде змушена позичати нові кошти виключно для того, щоб сплачувати відсотки за старими боргами. Це потенційно може призвести до запуску незворотної боргової спіралі і призведе до лавиноподібного колапсу бюджету.

Зрештою, фактор економічного зростання визначає довгостроковий вирок для боргової стійкості. Сценарне моделювання підтвердило, що без агресивного відновлення реального ВВП (знаменника у формулі розрахунку боргового навантаження), вийти з кризи неможливо. Якщо економіка стагнуватиме, навіть повне заморожування нових запозичень не врятує ситуацію – відносний розмір боргу все одно пробиватиме критичні межі. Економічне стискання означатиме неплатоспроможність, позбавляючи державу єдиного природного джерела погашення боргів – податкових надходжень від працюючого бізнесу.

Підсумовуючи усі висновки, стандартні інструменти управління боргом, такі як відстрочки платежів чи випуск нових облігацій для рефінансування старих, в українських реаліях – може бути лише тимчасовими рішеннями. Проблема не в тому, що державі бракує ліквідності в конкретний момент часу, а в тому, що сама структура економіки зараз не здатна генерувати ресурс для обслуговування

накопиченого обсягу зобов'язань. Це вимагає зміни парадигми: від пасивного спостереження за борговою статистикою до проактивного антикризового втручання.

Усвідомлення неминучості боргової кризи за інерційного сценарію формує об'єктивну потребу в розробці комплексного механізму порятунку національної економіки. Оскільки косметичні заходи вичерпали свій потенціал, держава потребує архітектури рішень, яка поєднає глибоку реструктуризацію та часткове списання зовнішнього боргу із фундаментальними внутрішніми реформами. Саме пошук цих інструментів, визначення оптимальних стратегій переговорів із кредиторами та розробка нової моделі економічного відновлення, здатної повернути країну до зони боргової безпеки, стануть предметом детального розгляду у наступному, рекомендаційному розділі дослідження.

РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ МІНІМІЗАЦІЇ РИЗИКІВ ДЕФОЛТУ ТА НАПРЯМИ СТРУКТУРНОГО ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ

3.1. Короткострокова стабілізація боргової стійкості.

3.1.1. Міжнародний досвід та переговорні стратегії реструктуризації

Як було встановлено під час декомпозиції динаміки державного боргу, поточна боргова криза України має виключно шокову природу. Стрімке зростання боргу з безпечних до критичних відсотків ВВП було спричинене не агресивною політикою кредиторів у минулому, а колосальними військовими видатками та вимушеною девальвацією національної валюти. За таких умов, коли держава генерує величезний первинний дефіцит, фізично не маючи змоги профінансувати власне виживання за рахунок податків, класичне обслуговування зобов'язань стає неможливим. Це створює дефіцит ліквідності, який вимагає негайного втручання. Саме тому базовим інструментом короткострокової стабілізації стала глибока реструктуризація комерційного боргу. Проте вибір правильної стратегії переговорів з кредиторами є не менш важливим, ніж сам факт відтермінування платежів, оскільки від цього залежить, чи зможе держава зберегти довіру ринків і уникнути тотальної фінансової ізоляції.

Для обґрунтування ефективності обраної Україною стратегії необхідно розглянути її через призму міжнародного досвіду. У 2024 році Україна свідомо пішла на так званий превентивний «м'який» дефолт. Цей крок став вимушеною реакцією на розуміння незворотних наслідків неконтрольованого фінансового краху. Дослідження доводять, що жорсткі дефолти залишають глибокі, перманентні шрами на економічному тілі держави, після яких виробничий потенціал практично ніколи не повертається до початкової траєкторії. Механізм «м'якої» реструктуризації полягає у веденні відкритого, конструктивного діалогу з кредиторами, пошуку компромісів та юридично узгоджених списаннях частини боргу. Такий підхід дозволив Україні вивільнити критично необхідний фіскальний простір у найважчі роки, а також уникнути макроекономічного колапсу. Завдяки

цій стратегії обсяг виробництва падає лише незначно, а економіка зберігає здатність до швидшого відновлення після завершення кризової фази.

Щоб повною мірою досягнути переваги такого підходу, варто звернутися до кейсу Аргентини 2001 року, який є класичним прикладом «жорсткого» дефолту. Зіткнувшись із неможливістю обслуговувати свої зовнішні зобов'язання, аргентинський уряд обрав агресивну риторику та в односторонньому порядку оголосив мораторій на виплату боргів. Механізм конфронтації з міжнародними інвесторами призвів до жахливих для економіки наслідків: країна на понад десятиліття втратила доступ до глобальних ринків капіталу. Жорсткий дефолт спровокував масову втечу капіталу, параліч банківської системи та глибоку рецесію. Досвід Аргентини наочно демонструє, що агресивна відмова від зобов'язань не вирішує проблему ліквідності, а лише мультиплікує економічні втрати, перетворюючи тимчасові труднощі на структурну деградацію. Уникнувши аргентинського сценарію, Україна зберегла статус договороздатного партнера, що є вкрай необхідним для залучення інвестицій на етапі повоєнної відбудови.

З іншого боку, українська стратегія має багато спільних рис із досвідом подолання боргової кризи в Греції протягом 2010–2012 років. Грецький кейс ілюструє механізм реструктуризації під егідою інституційних донорів. Коли країна опинилася на межі хаотичного дефолту, європейські інституції та Міжнародний валютний фонд сформували масштабну програму порятунку. Ключовим елементом стало те, що списання боргів перед приватними комерційними кредиторами супроводжувалося наданням гігантських обсягів офіційного пільгового фінансування та впровадженням програм структурних реформ. Це дозволило Греції зберегти керованість фінансової системи та запобігти ланцюговому ефекту зараження, який міг би зруйнувати національний банківський сектор. Незважаючи на болісні заходи економії, країна змогла вистояти без неконтрольованої девальвації та гіперінфляції.

Маємо два полярні міжнародні досвіди, то чи можна констатувати, що Україна обрала найбільш оптимальну та безпечну гібридну стратегію реструктуризації? Уряд відхилив шлях аргентинської ізоляції та агресії, обравши

замість цього кооперативну модель. Водночас, подібно до Греції, наша держава сперлася на потужну підтримку інституційних партнерів (зокрема, через програми МВФ та макрофінансову допомогу ЄС), що дозволило легітимізувати переговори з приватними інвесторами. Унікальність української ситуації полягає лише в тому, що першопричиною кризи стала не провальна фіскальна політика чи популізм, як у вищенаведених країнах, а зовнішня військова агресія. Саме це підґрунтя дало Україні моральне та економічне право наполягати на масштабних, але цивілізованих списаннях боргу, гарантуючи тим самим короткострокову стабілізацію без фатального руйнування своєї макроекономічної перспективи. Знявши загрозу жорсткого дефолту, уряд підготувався для наступного етапу – впровадження оперативних інструментів управління фінансовими розривами без використання грошової емісії.

3.1.2. Оперативні інструменти управління ліквідністю та зовнішнім фінансуванням

Успішне проведення переговорів щодо реструктуризації боргу знімає загрозу негайного дефолту, проте не вирішує основної проблеми – критичного дефіциту ліквідності для обслуговування тих зобов'язань, які залишаються активними. Як було доведено в аналітичному розділі, величезний первинний дефіцит бюджету унеможливорює виплату зовнішніх боргів за рахунок внутрішніх податкових надходжень, а залучення емісійного фінансування від Національного банку неминуче спровокувало б руйнівну девальваційно-інфляційну спіраль. Тому безальтернативним інструментом стабілізації стає механізм прискорення надзвичайних доходів (Extraordinary Revenue Acceleration, ERA). Цей механізм передбачає використання прибутків, згенерованих іммобілізованими суверенними активами Російської Федерації, як стабільного джерела фінансування українських фінансових розривів.

Практична реалізація вимагає створення спеціального рахунку в структурі Державного казначейства України. Головний механізм дії полягає у тому, що залучені кошти не повинні розчинятися в загальному фонді державного бюджету

та витрачатися на поточні неперіоритетні потреби. Вони мають бути жорстко ізольовані та автоматично спрямовуватися виключно на обслуговування наявних зовнішніх позик. Паралельно з цим уряд має забезпечити філігранну синхронізацію надходження траншів у рамках європейської програми Ukraine Facility з графіком пікових боргових виплат. Таке цільове направлення коштів знімає потребу в емісійному покритті дефіциту та захищає золотовалютні резерви. Рекомендується провести впровадження як можна скоріше, у другій половині 2026 – першій половині 2027, з розрахунком на його безперебійну операційну дію щонайменше до 2030 року.

Другим оперативним напрямом стабілізації є впровадження інноваційних інструментів розподілу ризиків із кредиторами, зокрема випуск орієнтованих на ВВП облігацій для нової частини реструктуризованого боргу. Цей крок є прямою відповіддю на виявлену під час декомпозиції математичну залежність боргової стійкості від темпів макроекономічного відновлення. Механізм дії таких цінних паперів юридично прив'язує обсяг майбутніх виплат до реальної здатності економіки генерувати додану вартість: платежі збільшуються лише тоді, коли країна досягає високих показників зростання ВВП, і автоматично мінімізуються у періоди стагнації. Це захищає державний бюджет від ризику неплатоспроможності у випадку реалізації негативних макроекономічних сценаріїв, описаних під час стрес-тестування.

Для забезпечення додаткового рівня безпеки випуск цих боргових інструментів має обов'язково супроводжуватися формуванням пулу умовних зобов'язань із включенням до контрактів спеціального «воєнного застереження». Цей юридичний механізм дозволить автоматично призупиняти або змінювати умови виплат у разі раптової ескалації бойових дій чи настання нових екзогенних безпекових шоків, запобігаючи технічному дефолту через форс-мажорні обставини. Оптимальною часовою перспективою для розгортання таких умовних зобов'язань та ВВП-орієнтованих облігацій є 2026–2027 роки. Цей період повністю збігається з горизонтом дії поточної програми розширеного фінансування (EFF) від МВФ та дозволяє уряду безпечно пройти етап найвищої турбулентності,

створюючи міцний фундамент ліквідності для подальшого переходу до середньострокової політики управління суверенним боргом.

3.2. Середньострокова політика управління боргом.

3.2.1. Оптимізація профілю боргу та управління валютними ризиками

Перехід від оперативних заходів підтримання ліквідності до середньострокових вимагає трансформації структури державного боргу, яка за роки війни набула суттєвих диспропорцій. Як вже зазначалося, понад 77% усього суверенного боргу наразі номіновано в іноземній валюті, що перетворює обмінний курс на можливу причину потенційної боргової кризи та створює ефект прихованого фінансового важеля. Крім того, реальний середній строк до погашення ринкових внутрішніх облігацій без урахування портфеля Національного банку становить лише 2,2 року, змушуючи Міністерство фінансів функціонувати в режимі постійного ризику рефінансування. За таких умов оптимізація профілю боргових зобов'язань та нівелювання валютних ризиків стають головними передумовами відновлення стійкості, що вимагає залучення спеціалізованих інструментів внутрішнього та зовнішнього ринків.

Для радикального розширення внутрішнього ринку запозичень та подовження строків обігу державних цінних паперів пропонується впровадження емісії інфляційно-індексованих облігацій внутрішньої державної позики, відомих як лінкери, а також цільових відбудовних роздрібних облігацій для населення. Реальний механізм дії інфляційно-індексованих паперів у тому, що їхня номінальна вартість або купонний дохід автоматично коригуються на рівень фактичного зростання споживчих цін, забезпечуючи інвесторам надійний захист від інфляційного знецінення. Такий захист гривневих заощаджень створює економічний стимул для перетікання капіталу з тіньового валютного ринку та готівкових заощаджень безпосередньо у державні цінні папери. Своєю чергою, цільові відбудовні облігації дозволяють акумулювати вільний ресурс приватного сектору на довший період завдяки високій мотивації громадян та чіткій фіксації

використання цих коштів на фінансування конкретних проектів відбудови, що дозволяє безпечно замінити короткі ринкові позики стабільними довгостроковими ресурсами.

Паралельно із залученням внутрішнього капіталу, потрібно нівелювати тиск з боку зовнішніх комерційних ринків та усунути перешкоди для іноземних інвесторів. Для цього пропонується запровадження інструментів хеджування валютних ризиків, насамперед механізму довгострокових валютних свопів для інвесторів-нерезидентів, які реалізуються у тісній координації між Міністерством фінансів та Національним банком. Механізм дії цього інструменту дозволяє іноземним фінансовим інституціям купувати гривневі державні облігації з гарантією зворотного обміну валюти за заздалегідь зафіксованим курсом на момент погашення паперів. Це частково усуває страх приватного капіталу перед раптовими девальваційними шоками, які раніше провокували паніку на ринку та піднімали спреди кредитно-дефолтних свопів до екстремальних позначок. По суті, це дозволяє державі залучати іноземні ресурси безпосередньо в національній валюті.

Сукупний ефект від реалізації зазначених інструментів забезпечує поступове і плавне зниження частки валютних зобов'язань у загальному портфелі Міністерства фінансів на користь довгострокового гривневого боргу. Зменшення питомої ваги іноземної валюти у структурі запозичень дозволяє обійти ефект курсового мультиплікатора, коли будь-яка вимушена девальвація автоматично роздмухувала гривневий еквівалент боргового тягаря і погіршувала метрику відношення боргу до валового внутрішнього продукту. Оптимальним часовим горизонтом для повноцінного розгортання цих інструментів визначено 2027–2028 роки. Саме у цей період, після прогнозованого завершення поточної програми міжнародної стабілізації ліквідності та очікуваного зниження і закріплення облікової ставки Національного банку на стійкому рівні, внутрішній ринок капіталу отримає необхідну передбачуваність для формування справедливої вартості довгострокових гривневих інструментів.

3.2.2. Інституційна детінізація як інструмент розширення фіскального простору

Успішна оптимізація профілю боргу дозволить пом'якшити поточний тиск виплат, проте довгострокова стійкість держави неможлива без генерування достатнього обсягу внутрішніх доходів. В аналітичному розділі було доведено – Україна зіткнулася з проблемою звуження фіскальної місткості, де наявність значного неформального сектору робить криву Лаффера значно більш похилою. Будь-які спроби уряду розв'язати проблему бюджетного дефіциту через прямолінійне підвищення номінальних податкових ставок призведуть до зворотного ефекту – подальшого відтоку бізнесу в тінь та падіння реальних надходжень. За таких умов дієвим стає розширення самої бази оподаткування шляхом глибоких інституційних реформ та детінізації.

Фундаментальним інструментом у реформуванні податкової політики має стати впровадження системи електронного аудиту (e-audit) за міжнародним стандартом SAF-T UA [34]. Цей механізм передбачає автоматизований збір, стандартизацію та швидкий аналіз фінансової звітності підприємств. Головна дія цієї системи полягає у повній ліквідації суб'єктивного фактора під час проведення перевірок, оскільки програмні алгоритми самостійно виявляють аномалії, ризики та розбіжності у транзакціях без фізичного втручання посадовця. Відсторонення податкового інспектора від ручного управління процесом мінімізує корупційні ризики, створює рівні правила гри для всіх учасників ринку і, як наслідок, механічно розширює базу обкладення податком на додану вартість та корпоративним податком на прибуток без підвищення ставок.

Паралельно з модернізацією податкового контролю, важливою є реформа митниці для ліквідації схем, які генерують тіньовий грошовий обіг. Ключовим інструментом у цій площині виступає впровадження митної системи спільного транзиту (NCTS) та повна цифрова інтеграція з європейськими митними базами даних. Механізм цієї інтеграції унеможливорює маніпуляції з митною вартістю товарів, що є основою «сірого» імпорту. Коли українська митниця починає автоматично отримувати доступ до електронних декларацій, оформлених на

стороні Європейського Союзу, недобросовісний імпортер фізично втрачає можливість змінити документи та занизити вартість вантажу під час перетину українського кордону. Це перекриває потужний канал втрати фіскальних доходів і повертає значні фінансові потоки у легальну площину.

Успішна реалізація інституційної детінізації також вимагає докорінного переформатування регуляторного середовища та правоохоронних механізмів, центральне місце серед яких посідає Бюро економічної безпеки. Замість традиційної каральної моделі з постійними силовими перевірками, цей орган має бути трансформований у високотехнологічний аналітичний центр. Механізм дії оновленого бюро повинен базуватися виключно на ризик-орієнтованому аналізі великих масивів даних. Зниження адміністративного та силового тиску на прозорий бізнес формує принципово новий рівень довіри до державних інституцій, роблячи добровільну сплату податків більш безпечною і вигідною економічною стратегією, ніж підтримка тіньових корупційних схем.

Усі запропоновані інструменти розширення фіскального простору вимагають чітко визначеної часової перспективи, оскільки технологічні та інституційні зміни потребують періоду адаптації. Поетапне розгортання системи електронного аудиту, поглиблення митної інтеграції та фактичне, а не номінальне, перезавантаження Бюро економічної безпеки має бути реалізовано протягом 2026–2028 років. Завершення архітектурної розбудови цих механізмів дозволить економіці вийти на траєкторію максимального фіскального ефекту у 2029 році. Завдяки розширенню бази оподаткування держава зможе згенерувати первинний профіцит бюджету, достатній для обслуговування боргів без пригнічення економічного зростання, тим самим розірвавши замкнене коло боргової залежності.

3.2.3. Відновлення трудового потенціалу країни

Однак усі попередні рішення будуть мати слабкий ефект, якщо не розібратись з занепадом головного рушія економіки, описаного в підрозділі 2.1 – трудового потенціалу України. Нинішня складна ситуація на ринку праці була

спричинена трьома основними факторами – структурним демографічним колапсом, масштабною воєнною мобілізацією та тривалою еміграцією. Фактична кількість населення на підконтрольних територіях скоротилася до 29 – 33 мільйонів осіб.

Усвідомлюючи масштаб проблеми, уряд розпочав впровадження Стратегії зайнятості до 2030 року з чітким операційним планом на 2026–2028 роки [36]. Головною метою документа є залучення щонайменше двох мільйонів осіб на ринок праці, впровадження системи цифрового десятирічного прогнозування потреб економіки «Обрій» та розробка механізмів підготовки кадрів для оборонно-промислового комплексу і пріоритетних галузей. Принциповою позицією держави стала відмова від масового залучення іноземних трудових мігрантів на користь програм повернення власних громадян, для чого у європейських країнах розгортається мережа «українських хабів» як точок контакту для потенційних репатріантів. Разом із цим, європейські партнери розробляють власні ініціативи добровільного повернення та створюють центри підтримки Unity Hubs. Всі ці програми, як державні, так і від країн-партнерів – є правильними і необхідними. Однак чи будуть вони достатньо дієвими та ефективними у нинішньому положенні, покаже тільки час.

Для виправлення ситуації необхідне впровадження по-справжньому дієвих економічних стимулів, одним з яких є запровадження податкових канікул, терміном від трьох до п'яти років для репатріантів. Цей інструмент має застосовуватися до громадян, які відкривають власний бізнес або працевлаштовуються на визначені пріоритетні виробництва. Водночас механізм надання таких пільг вимагає вкрай обережного адміністрування, щоб унеможливити зловживання програмою – наприклад, фіктивний виїзд та повернення виключно заради уникнення оподаткування – і не допустити втрати нинішніх податкових надходжень держави.

Також важливим є стимулювання автоматизації та впровадження капіталоемних технологій. Оскільки реіндустріалізація в умовах дефіциту кадрів об'єктивно потребує підвищення співвідношення капіталу до праці, держава

повинна стимулювати автоматизацію у трудомістких галузях, а не лише намагатися фізично заповнити існуючі вакансії людьми. Особливої актуальності цей підхід набуває зараз, коли навіть раніше складну для автоматизації роботу можна ефективно виконувати завдяки інтеграції систем штучного інтелекту прямо у виробництво.

Ситуація ускладнюється серйозним структурним дисбалансом: найбільший кадровий дефіцит фіксується у будівництві, енергетиці, медицині, інженерії та ІТ-секторі, тоді як велика частина безробітних має застарілі або нерелевантні навички. Згідно з дослідженням ReliefWeb за березень 2026 року, глибокий розрив між освітніми програмами та реальними потребами ринку праці призводить до того, що молодь часто працює поза здобутою спеціальністю [37]. Тому наступним рішенням має стати скорочення термінів підготовки та розширення дуальної освіти, хоча б для критичних галузей на час війни. В нинішніх умовах немає часу на повноцінне довготривале навчання, тому вимоги для здобуття кваліфікацій потрібно максимально спростувати, а сам процес – прискорювати. Дієвим рішенням, яке вже частково закладено у Стратегію зайнятості, є перехід до дуальних програм, що поєднують прискорене навчання з оплачуваною практикою безпосередньо у роботодавця.

Відповідно, реіндустріалізація без вирішення демографічного питання є нереалістичною – нові підприємства просто не буде кому укомплектувати. Найбільш критичним горизонтом стають 2027–2030 роки, коли очікується масштабний відбудовчий попит на кваліфіковану робочу силу. Тому відповідні рішення потрібно запускати вже зараз.

3.2.4. Відкриття експорту ВПК для українських компаній

Результати системної декомпозиції, проведеної у підрозділі 2.3, доводять, що основною причиною зростання боргу є колосальні військові видатки. Тому пропонується щоб ця, наразі виключно збиткова, стаття бюджету нарешті приносила прибуток, розширюючи вітчизняну експортну базу та залучаючи

валютну виручку. Це саме той розвиток галузей з високою доданою вартістю, якого потребує українська економіка.

Формально експорт оборонної продукції в Україні юридично не заборонений, проте фактично він повністю заблокований. Вітчизняні компанії подають заявки до Державної служби експортного контролю, але у відповідь отримують або безпідставні відмови, або тривалу бюрократичну тишу.

Такий де-факто мораторій зумовлений кількома об'єктивними пересторогами з боку держави. Насамперед це пріоритет забезпечення потреб фронту. Влада обґрунтовано побоюється, що підприємства переключаться на вигідніший зовнішній ринок і знизять постачання національним збройним силам, де навіть зараз покривається лише від сорока до шістдесяти відсотків реальних потреб. Іншою вагомою причиною є ризик реекспорту технологій до держави-агресора, адже під час повномасштабної війни вже фіксувалися випадки, коли ворожі агенти маскувалися під легальні французькі чи німецькі компанії. Додатково ситуація ускладнюється відсутністю узгодженого механізму на рівні державних інституцій, де Офіс Президента, Міністерство оборони, Державна служба експортного контролю, профільні міністерства та парламент досі не дійшли спільного знаменника щодо правил гри на цьому ринку.

Однак збереження повної заборони генерує колосальні макроекономічні втрати, консервуючи нездатність економіки обслуговувати свої борги. Виробничі потужності українського військово-промислового комплексу оцінюються на рівні від 25 до 35 мільярдів доларів на рік, тоді як держава через фіскальні обмеження спроможна законтрактувати продукції лише на 6 мільярдів [38]. Через це понад 60% вітчизняного виробничого потенціалу просто простоює. Більше того, приватні виробники вже активно готуються до релокації або переносять потужності за кордон, як це зробив виробник безпілотників компанія DeViro, що створила дочірнє підприємство в Чехії для виконання експортних контрактів з Індією, США та країнами Європейського Союзу [39]. Це призводить до вимивання капіталу, втрати робочих місць та податків усередині країни, а також відлякує стратегічних міжнародних інвесторів. Статистичні зрізи показують: з п'ятдесяти опитаних

стратегічних міжнародних інвесторів двадцять вісім виявляють пряму зацікавленість в українському оборонно-промисловому комплексі, проте вони категорично утримуються від реальних фінансових вливань саме через відсутність передбачуваного, прозорого та стабільного ринку збуту [40]. Утримуючи заборону, Україна добровільно відмовляється від мільярдів доларів надходжень лише від продажу дронів та систем радіоелектронної боротьби, залишаючи цей ринок Росії, яка, попри санкції, продовжує отримувати до 15 мільярдів доларів на рік від експорту зброї. У цьому контексті оборонний експорт має розглядатися не лише як фінансовий стимул, а й як ефективний геополітичний інструмент зовнішньої політики. Надання передових вітчизняних технологій державам-партнерам, які послідовно підтримують Україну, дозволило б суттєво зміцнювати міжнародні альянси та отримувати натомість довгострокові стратегічні й безпекові зобов'язання від цих країн.

Для розв'язання цієї проблеми та покращення боргової стійкості у середньостроковій перспективі необхідно запровадити прозорий та жорстко контрольований механізм експорту. З обговорюваних нині підходів, одноосібне погодження кожної окремої заявки є абсолютно неприйнятним через формування корупційних ризиків. Найбільш ефективним інструментом є запровадження гібридної моделі пропорційного експорту, поєднаної з цільовим митом. Такий механізм означає, що підприємство отримує автоматичне право експортувати визначену частку своєї продукції виключно після повного виконання державного контракту. Кошти, стягнуті у вигляді експортного мита, мають ізольовано спрямовуватися до спеціального фонду на закупівлю озброєння для української армії, формуючи замкнений цикл фінансування оборони. Запуск цієї моделі необхідно нормативно закріпити протягом 2026 року, що дозволить оперативно залучити в економіку додаткову валюту та знизити потребу у зовнішніх запозиченнях.

Практична реалізація запропонованого механізму вимагає глибокої інституційної перебудови системи контролю. Для нівелювання ризиків потрапляння технологій до ворога процедура перевірки покупців має базуватися на

інструментах глибокої розвідки кінцевого споживача із залученням вітчизняних спецслужб. Водночас Державна служба експортного контролю зобов'язана ліквідувати абсурдні бюрократичні бар'єри, провівши перекласифікацію товарів, аби звичайні комерційні електронні компоненти не блокувалися нарівні з летальним озброєнням. Також фіскальний механізм має передбачати диференційований підхід, оскільки єдина висока ставка мита стане нездоланною перешкодою для малих підприємств, витіснивши їх з ринку. Комплексне розгортання цих інструментів дозволить захистити права інтелектуальної власності кожного виробництва, перетворить оборонний експорт на потужний геополітичний важіль для закріплення стратегічних партнерств та створить надійне джерело внутрішніх доходів для зміцнення суверенної платоспроможності.

3.3. Структурне відновлення економіки як основа довгострокової стійкості, сценарний аналіз.

3.3.1. Механізми реіндустріалізації та подолання сировинної залежності

Короткострокова та середньострокова оптимізація боргу створюють лише початковий фінансовий буфер, а основою справжньої довгострокової боргової стабілізації є структурна трансформація реального сектору економіки. Як вже було доведено, економіка України зазнала масштабної деіндустріалізації, яка супроводжувалася критичною концентрацією експорту навколо вузького переліку аграрної сировини. Щоб позбавитись боргової залежності, держава повинна реалізувати стратегію реіндустріалізації, спрямовану на розвиток галузей глибокої переробки та подолання сировинної моделі економічного відтворення.

Головною перепоною для відновлення індустріального ядра є надвисокі безпекові ризики, які повністю блокують приплив продуктивного приватного капіталу. Механізми страхування воєнних ризиків за участю MIGA, DFC та Державного експортно-кредитного агентства формально запуснені й вже надають перші фінансові гарантії [42]. Проте наразі цей інструмент працює у вкрай обмеженому режимі, обслуговуючи переважно сектор комерційної нерухомості,

торговельне фінансування та аграрні проєкти. Головна рекомендація полягає у необхідності переходу до повноцінного розгортання цих інститутів для широкого виробничого сектору, не чекаючи остаточної стабілізації безпекової ситуації. Найвні програми здебільшого покривають політичні та конфіскаційні ризики, тоді як критичною вимогою інвесторів є страхування від безпосереднього фізичного знищення активів унаслідок бойових дій. Державі необхідно працювати з міжнародними партнерами над розширенням покриття саме фізичних воєнних збитків для нових промислових об'єктів. Тільки такі жорсткі гарантії здатні розблокувати приплив капіталу в глибоку переробку та забезпечити експорт готової продукції з високою маржинальністю.

Не варто забувати про ще одну вагому перешкоду реіндустріалізації – дефіцит електроенергії. Проблема особливо відчутна в останні роки, бо енергетична інфраструктура цілеспрямовано вибивається ворогом. Як результат, бізнес масово запровадив автономне живлення через генератори, а держава максимально розширила пропускну здатність для імпорту електроенергії з ЄС. Це правильні короткострокові рішення, проте такі дії є економічно виснажливими. Для підприємств живлення від генератору означає витрати на купівлю самого генератора, витрати на його обслуговування, витрати на паливо, а усе разом – може збільшувати операційні витрати на десятки відсотків. Наслідком цього є неминуче перекидання витрат на кінцевого споживача та втрата конкурентоздатності промисловості, де обсяги виробництва подекуди падали наполовину через неможливість жити енергоємні лінії від генераторів [41].

Для забезпечення довгострокової стійкості вже розпочато розгортання децентралізованої генерації. Уряд спростив регуляторні процедури, і система почала поповнюватися газотурбінними та когенераційними установками. Однак подібні системи все ще вразливі для атак ворога, а рішенням може стати розбудова атомної енергетики, яка, принаймні поки що, не може бути атакована і виведена з ладу. Добудова нових блоків АЕС забезпечить надійну базову генерацію, незалежну від погодних умов чи постачання викопного палива. На добудову та повноцінне введення в експлуатацію нових атомних блоків знадобиться орієнтовно

від трьох до п'яти років. Реалізація цих кроків означатиме гнучку та захищену енергосистему, яка дозволить бізнесу стабільно функціонувати, а також створить надійний фундамент для повноцінного перезапуску енергоємної важкої промисловості.

Окремим шляхом подолання сировинної залежності має стати адаптація технологій військово-промислового комплексу. Міжнародний досвід демонструє, що ефективна інтеграція оборонних технологій у цивільну економіку потребує не лише наявності інновацій, а й цілеспрямованої державної політики. У США оборонні дослідження, зокрема в межах програм DARPA, стали джерелом технологій, які згодом сформували цілі цивільні ринки, включаючи цифрові комунікації та навігацію [43]. Водночас після завершення холодної війни держава активно підтримувала конверсію оборонних підприємств через фінансування та спеціальні програми, що дозволило уникнути різкого спаду виробництва і зберегти технологічний потенціал. Це той досвід, який ми маємо переймати і завчасно впроваджувати в сценарії післявоєнного відновлення. Тож коли війна в Україні закінчиться, чітка координація з боку держави зможе призвести до позитивних довгострокових результатів, інакше значна частина можливостей буде втрачена.

На рівні практичної реалізації показовою є ізраїльська модель, де військові розробки швидко переходять у цивільний сектор через створення стартапів і мобільність кадрів. Інженери та підприємці переносять знання і технології з оборонної сфери у комерційні продукти, що дозволяє масштабувати інновації і виходити на глобальні ринки. Водночас у Європейському Союзі розвиток технологій подвійного призначення вже закріплений на інституційному рівні через спеціальні програми фінансування, які з самого початку орієнтують розробки на подвійне використання. Для України це означає, що політика конверсії має поєднувати державну підтримку трансформації підприємств із створенням умов для комерціалізації технологій і інтеграції у європейські інноваційні програми, що дозволить перетворити оборонні розробки на джерело довгострокового економічного зростання.

Успішна реалізація цих механізмів – розширення страхування воєнних ризиків, розбудова стійкої енергосистеми та комерціалізація оборонних інновацій – гарантує створення товарів із високою доданою вартістю. Коли економіка переходить від експорту дешевої сировини до реалізації високотехнологічної продукції та товарів глибокої переробки, темпи економічного зростання починають випереджати вартість обслуговування суверенного боргу. Як наслідок, відносне боргове навантаження на державу зменшуватиметься природним шляхом.

З огляду на складність технологічних та інфраструктурних процесів, ця стратегія вимагає чіткого часового розмежування. Протягом 2026–2027 років має відбутися закладка фундаментальних умов: розгортання механізмів страхування фізичних активів від воєнних збитків, запуск інституційних програм для трансферу технологій подвійного призначення та старт проєктів із посилення базової генерації. Враховуючи, що лише добудова нових атомних потужностей об'єктивно потребує від трьох до п'яти років, етап активної індустріальної трансформації та відчутної зміни структури експорту повноцінно розгорнеться у період з 2028 по 2035 роки.

3.3.2. Сценарне моделювання макроекономічної динаміки

Зважаючи на високу ймовірність нових зовнішніх шоків, державна фіскальна політика має відійти від практики пасивного реагування на кризи та переорієнтуватися на систему випереджального управління ризиками. Пропонується законодавча інтеграція трьох макроекономічних сценаріїв, безпосередньо у трирічну Бюджетну декларацію. При досягненні конкретних показників економічного зростання та боргового навантаження, послідовність дій буде розроблена, а запобіжні заходи – дотримані.

Перший, оптимістичний сценарій базується на припущенні про стрімке макроекономічне відновлення, зумовлене успішним розгортанням програм страхування воєнних ризиків, припливом іноземного капіталу та суттєвим розширенням фіскального простору завдяки детінізації бізнесу. Ключовими параметрами цього сценарію є досягнення темпів зростання реального ВВП на

рівні понад 5% щорічно при одночасному зниженні відношення державного боргу до ВВП до позначки менше 70%. Запускається програма прискореного погашення або дострокового викупу найдорожчих комерційних боргів держави. А фінансування програми здійснюється виключно за рахунок додаткових податкових надходжень, згенерованих легалізованим реальним сектором, що дозволяє швидко знизити сукупні витрати на обслуговування позик, покращити кредитні рейтинги країни та відновити повноцінний доступ до глобальних фінансових ринків.

Другий, базовий сценарій відображає помірну траєкторію розвитку, яка передбачає збереження поточного статусу-кво без різких технологічних проривів, але й без виникнення нових масштабних шоків. Головними змінними цього сценарію є стабілізація темпів зростання реального ВВП у межах 2-3% на рік, тоді як показник відношення боргу до ВВП закріплюється у коридорі від 90 до 100%. Обсяги офіційної зовнішньої допомоги у цьому випадку залишаються передбачуваними, проте обмеженими. Базовий сценарій спрямовує політику уряду на утримання досягнутої стабільності, фокусуючись на подовженні існуючих донорських програм та плановому рефінансуванні зобов'язань, що дозволяє забезпечити збалансованість бюджету без залучення додаткових ризикованих інструментів.

Третій, ризиковий сценарій моделює поведінку фінансової системи у разі настання несприятливих зовнішніх обставин, таких як посилення безпекових загроз, тривала стагнація світових товарних ринків або раптове скорочення обсягів міжнародного грантового фінансування. Головними параметрами цього сценарію є падіння реального ВВП та стрімке зростання відношення державного боргу до критичного рівня, що перевищує 130%. Механізм захисту у цьому разі є найбільш жорстким – на рівні закону скорочуються менш важливі статі бюджету, без жодних додаткових рішень чи узгоджень. Цей крок юридично зобов'язує Міністерство фінансів миттєво обмежити капітальні та адміністративні витрати, які не пов'язані з обороною та базовими соціальними зобов'язаннями. Таке оперативне скорочення видатків дозволяє акумулювати ліквідність для гарантованого виконання

державних зобов'язань, допомагає уникнути технічного дефолту та блокує необхідність використання руйнівної грошової емісії з боку Національного банку.

Запропонований сценарний підхід має застосовуватись щорічно під час розробки трирічної Бюджетної декларації, поки загальноекономічні та боргові показники країни не стабілізуються на прийнятному рівні. Така система є гнучкою, але водночас суворо регламентованою фіскальною архітектурою, яка миттєво адаптується до мінливих економічних умов. Таким чином, держава надсилає сигнал приватним інвесторам та міжнародним партнерам про абсолютну передбачуваність своєї фінансової політики за будь-яких обставин, що закладає міцну основу для довгострокової боргової стійкості країни.

3.3.3. Загальні висновки до рекомендаційної частини

Запропоновані рішення послідовно переходять від невідкладних заходів порятунку фінансової системи до побудови стійкої індустріальної економіки. Успішне вирішення проблеми державного боргу розкривається через три часові горизонти: короткострокову стабілізацію ліквідності, середньострокове розширення фіскального простору та довгострокове структурне відновлення.

На етапі короткостроковому етапі головним завданням є уникнення неконтрольованого дефолту та руйнівної емісії гривні. Обраний шлях превентивної м'якої реструктуризації дозволив зберегти довіру міжнародних партнерів і вивільнити необхідні ресурси для виживання держави. Подальше управління дефіцитом ліквідності має спиратися на цільове використання прибутків від заморожених російських активів та випуск ВВП-орієнтованих облігацій із воєнними застереженнями. Ці інструменти гарантують, що боргове навантаження зростатиме лише пропорційно до реальних можливостей економіки, захищаючи бюджет від раптових шоків.

Середньострокова політика фокусується на усуненні внутрішніх дисбалансів та збільшенні власних доходів держави. Важливою є поступова відмова від валютних запозичень шляхом випуску інфляційно-індексованих ОВДП, цільових відбудовних облігацій та впровадження довгострокових валютних свопів для

іноземних інвесторів, що нівелює ризики девальвації. Водночас розширення бази оподаткування має відбуватися не через підвищення податків, а шляхом цифровізації аудиту, митної інтеграції з європейськими системами та перетворення каральних органів на аналітичні. Додатковим джерелом валютних надходжень і стимулом для розвитку має стати розблокування експорту продукції військово-промислового комплексу, а також активне повернення та перенавчання робочої сили за рахунок економічних стимулів і дуальної освіти.

Довгострокова боргова стійкість неможлива без подолання сировинної залежності та повноцінної реіндустріалізації. Держава має створити умови для виробництва товарів із високою доданою вартістю, що забезпечить темпи економічного зростання, вищі за вартість обслуговування боргів. Для цього необхідно розширити програми страхування фізичних об'єктів від воєнних ризиків, розбудувати стійку енергосистему з опорою на базову атомну генерацію, а також забезпечити можливість використання оборонних технологій у цивільному секторі за прикладом провідних країн світу. Використання сценарного моделювання дозволяє адаптувати свої видатки та стратегію управління боргом до будь-яких зовнішніх умов, забезпечуючи довіру інвесторів та платоспроможність країни навіть у періоди економічної нестабільності.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження природи структурних змін в економіці України та їхнього впливу на формування ризиків суверенного дефолту дозволяє сформулювати низку наукових та практичних висновків щодо причин та джерел виникнення боргової кризи. Це також дозволяє оцінити реальний масштаб руйнування макроекономічного потенціалу внаслідок жорстких екзогенних шоків та визначити шляхи забезпечення довгострокової платоспроможності держави.

Теоретико-методологічний аналіз, здійснений у першому розділі роботи довів, що сутність якісного та сталого економічного розвитку полягає у безперервній, еволюційній структурній трансформації – постійному перерозподілі капіталу та людської праці від низькопродуктивних до високопродуктивних секторів, насамперед у сферу сучасної обробної промисловості. Саме внутрішня здатність макросистеми до швидкої адаптації визначає її стійкість перед зовнішніми макроекономічними шоками. Суверенний борг за своєю економічною природою є інструментом з високим рівнем ризиків і вигод: помірне, цільове залучення капіталу ефективно стимулює економічне зростання, проте неконтрольоване накопичення зобов'язань понад критичну межу неминуче формує деструктивний феномен «нависання боргу». Перебуваючи у цьому стані, існуючі борги починають діяти як надзвичайно жорсткий, депресивний податок на майбутні інвестиції, повністю позбавляючи уряд держави-боржника будь-яких стимулів до впровадження необхідних структурних реформ. Нездатність обслуговувати надмірний борговий тягар гарантовано призводить до суверенного дефолту, макроекономічні наслідки якого завжди мають складний і нищівний характер: від миттєвого аномального розширення спредів на вторинних ринках капіталу та зупинки інвестицій до глибокої рецесії, втрати доступу до міжнародного торговельного фінансування та ефекту зараження, що викликає колапс усієї національної банківської системи. Особливо важливо підкреслити, що імовірність та ризик дефолту безпосередньо зумовлені саме внутрішніми структурними деформаціями: домінування сировинного експорту створює

вразливість до глобальних цінових шоків, а значний неформальний (тіньовий) сектор експоненційно стискає фіскальну місткість держави, штучно обмежуючи її здатність генерувати внутрішній податковий ресурс, необхідний для виплати боргів.

Емпіричний та економетричний аналіз структурних змін економіки України, представлений у другому розділі, зафіксував безпрецедентні масштаби деградації виробничого та демографічного капіталу внаслідок повномасштабної війни. Декомпозиція макроекономічних часових рядів із застосуванням фільтрації Ходріка-Прескотта підтвердила незворотний характер руйнування вітчизняного індустріального ядра та частковий перехід до залежної сировинно-сервісної моделі, що супроводжується суттєвим розширенням дефіциту торговельного балансу. Очищені від впливу інфляції дані виявили глибоке фізичне падіння реальної доданої вартості у продуктивних ринкових секторах – промисловості та агросекторі, яке на рівні номінального ВВП губиться через роздування неринкового сектору державного управління та оборони. На тлі цих масивних структурних руйнувань відбулася радикальна трансформація профілю державного боргу. Гігантські військові видатки, що об'єктивно не могли підкріплюватися адекватними податковими надходженнями зі звуженої бази, призвели до небезпечного зростання співвідношення боргу до ВВП. Системний аналіз ключових боргових метрик та застосування рівняння динаміки боргу довели, що макросистема вже перетнула межу стійкості, і її поточна платоспроможність підтримується штучно, виключно завдяки неринковому, зовнішньому донорському фінансуванню на пільгових умовах.

Третій, аналітико-прогностичний розділ окреслив шляхи мінімізації ризиків дефолту, чітко розмежувавши їх на оперативні короткострокові стабілізаційні заходи, середньострокові інституційні трансформації та довгострокові структурні рішення. На першому етапі головним завданням було уникнути неконтрольованого дефолту та руйнівного для економіки друку грошей. Цього вдалося досягти завдяки превентивній м'якій реструктуризації боргів зі значними списаннями, що дозволило зберегти довіру міжнародних партнерів і ресурси для виживання

держави. Важливу роль відіграє зовнішня підтримка, зокрема програми МВФ та залучення позик під гарантії прибутків від заморожених російських активів. Надалі управління нестачею коштів має спиратися на випуск спеціальних облігацій, виплати за якими прив'язані до зростання ВВП. Це гарантуватиме, що боргове навантаження зростатиме виключно пропорційно до реальних можливостей економіки, захищаючи бюджет від раптових шоків.

У середньостроковій перспективі політика управління боргом має перейти від пасивного реперозичання до стимулювання розвитку за рахунок внутрішніх ресурсів. Величезний борг створює пастку, для виходу з якої державі потрібно збільшувати власні доходи. Цього слід досягати не підвищенням податків, а глибокою детінізацією: цифровізацією перевірок, інтеграцією митниці з європейськими системами та перетворенням каральних органів на аналітичні. Важливим кроком є поступова відмова від валютних кредитів на користь запозичень у гривні, щоб усунути ризики знецінення національної валюти. Додатковим джерелом прибутку та поштовхом для розвитку має стати розблокування експорту продукції військово-промислового комплексу. Водночас для відновлення виробництва потрібно повертати та перенавчати робочу силу, використовуючи економічні стимули та систему дуальної освіти.

Довгострокова боргова стійкість держави неможлива без подолання сировинної залежності та повноцінної реіндустріалізації. Для створення економіки, що виробляє товари з високою доданою вартістю, темпи зростання якої випереджатимуть вартість обслуговування боргів, державі необхідно повноцінно розгорнути механізми страхування фізичних виробничих активів від воєнних збитків за участю міжнародних інституцій (MIGA, DFC, ECA). Крім того, важливою є розбудова стійкої енергосистеми з опорою на базову атомну генерацію шляхом добудови нових блоків АЕС, а також системна комерціалізація інновацій через інтеграцію оборонних технологій ВПК у цивільний сектор. Водночас структурне відновлення вимагає переходу до випереджального управління ризиками. Для цього пропонується законодавча інтеграція трьох макроекономічних сценаріїв у трирічну Бюджетну декларацію, що передбачатиме

як достроковий викуп боргів за сприятливих умов, так і автоматичне урізання неперіоритетних видатків за ризикового сценарію. Такий підхід дозволить державі гнучко адаптувати фіскальну політику до зовнішніх шоків, уникати технічного дефолту, зберігати довіру інвесторів та забезпечувати платоспроможність навіть у несприятливі періоди.

Загальним підсумком дослідження є фундаментальний висновок про те, що ризик суверенного дефолту України на сучасному етапі є не просто наслідком якогось тимчасового фінансового чи касового розриву, а глибоким, системним симптомом колосальної структурної руйнації всієї економічної макросистеми під впливом війни. Для мінімізації цього ризику в довгостроковій перспективі суто монетарних чи фіскальних маніпуляцій з бюджетом недостатньо. Лише масштабна, інноваційно орієнтована відбудова фізичного та людського капіталу, яка буде інтегрована у єдиний європейський економічний простір та надійно підкріплена новою архітектурою міжнародних фінансових гарантій, здатна забезпечити успішний перехід вітчизняної економіки від хронічної боргової залежності до стійкого, суверенного та високопродуктивного економічного відтворення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Chenery H. Structural change and development policy. Oxford University Press, 1979.
2. McMillan M., Rodrik D. Globalization, structural change and productivity growth. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2011.
URL: <https://doi.org/10.3386/w17143> (дата звернення: 21.05.2026).
3. Rodrik D. Unconditional convergence in manufacturing. *The quarterly journal of economics*. 2012. Vol. 128, no. 1. P. 165–204.
URL: <https://doi.org/10.1093/qje/qjs047> (дата звернення: 21.05.2026).
4. Eder C. Missing men: second world war casualties and structural change. *Economica*. 2022. Vol. 89, no. 354. P. 437–460.
URL: <https://doi.org/10.1111/ecca.12408> (дата звернення: 21.05.2026).
5. Eaton J., Gersovitz M. Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis. *The review of economic studies*. 1981. Vol. 48, no. 2. P. 289.
URL: <https://doi.org/10.2307/2296886> (дата звернення: 21.05.2026).
6. Chaumont G. Sovereign debt, default risk, and the liquidity of government bonds.
URL: <https://www.imf.org/-/media/files/conferences/2024/fiscal-policy-tokyo/gaston-chaumont-sovereign-debt-default-risk-and-the-liquidity-of-government-bond.pdf> (дата звернення: 21.05.2026).
7. Krugman P. Financing vs. forgiving a debt overhang. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 1988. URL: <https://doi.org/10.3386/w2486> (дата звернення: 21.05.2026).
8. Imbs J., Ranciere R. The overhang hangover. The World Bank, 2005.
URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3673> (дата звернення: 21.05.2026).
9. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This time is different: eight centuries of financial folly. Princeton University Press, 2009. 512 p.
10. Trebesch C., Zabel M. The output costs of hard and soft sovereign default. *SSRN electronic journal*. 2016. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2877096> (дата звернення: 21.05.2026).

11. *Fitch Ratings: Credit Ratings & Analysis For Financial Markets*.
URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereigns-2024-transition-default-study-27-03-2025> (дата звернення: 21.05.2026).
12. Hryhoriev H. Debt resilience dynamics: exploring vulnerability of macrosystem. *Scientific papers naukma. economics*. 2020. Vol. 5, no. 1. P. 35–40. URL: <https://doi.org/10.18523/2519-4739.20205.1.35-40> (дата звернення: 21.05.2026).
13. Lederman D., Pienknagura S., Rojas D. Latent trade diversification and its relevance for macroeconomic stability. *The world bank economic review*. 2019. URL: <https://doi.org/10.1093/wber/lhz019> (дата звернення: 21.05.2026).
14. Breaking into new markets: emerging lessons for export diversification / ed. by N. R. S, S. W. 1953-, W. Peter. Washington DC : World Bank, 2009.
15. Safonov Y., Hryhoriev H. Is sovereign debt resistance overcoming a premise of sovereign default path dependence occurrence?. *Efektivna ekonomika*. 2020. No. 8. URL: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.8.1> (дата звернення: 21.05.2026).
16. Besley T., Persson T. Why do developing countries tax so little?. *Journal of economic perspectives*. 2014. Vol. 28, no. 4. P. 99–120. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.28.4.99> (дата звернення: 21.05.2026).
17. Vogel L. Tax avoidance and fiscal limits: Laffer curves in an economy with informal sector. *European Economy. Economic Papers*. 2012. No. 448. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp_448_en.pdf (дата звернення: 21.05.2026).
18. Nguyen T., Nguyen K. The shadow economy, institutional quality and public debt: evidence from emerging and developing asian economies. *Montenegrin journal of economics*. 2022. Vol. 18, no. 1. P. 205–214. URL: <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2022.18-1.17> (дата звернення: 21.05.2026).
19. Paliienko T., Holopoteliuk V. Transformation of Ukraine's foreign trade under geopolitical challenges. *Scientific papers naukma. economics*. 2025. Т. 10, № 1.

- С. 160–168. URL: <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2025.10.1.160-168> (дата звернення: 21.05.2026).
20. Інфляційний звіт | Квітень 2026 року. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2026-Q2.pdf?v=17 (дата звернення: 21.05.2026).
21. Економічна статистика за видами економічної діяльності. *Держстат*. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/size_20.htm (дата звернення: 21.05.2026).
22. Валовий внутрішній продукт (2012-2025). *Агрегатор даних Мінфін*. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/2025/> (дата звернення: 21.05.2026).
23. Статистичний збірник "Бюджет України - 2024". *Міністерство фінансів України*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/statistichnij-zbirnik> (дата звернення: 21.05.2026).
24. Державний борг України (2026). *Агрегатор даних Мінфін*. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/2026/> (дата звернення: 21.05.2026).
25. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2026–2028 роки. *Міністерство фінансів України*. Київ, 2025. URL: https://oblikbudget.com.ua/files/2025/12_2025/Serednostrokovaya_stratehiia_upravlinnia_derzhavnym_borhom_na_2026_2028_roky.pdf (дата звернення: 21.05.2026).
26. Bloise G., Vailakis Y. Sovereign debt crises and low interest rates. *Journal of international economics*. 2024. P. 103893. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2024.103893> (дата звернення: 21.05.2026).
27. Afonso A., Alves J., Monteiro S. Echoes of instability: how geopolitical risks shape government debt holdings. *Economic change and restructuring*. 2025. Vol. 58, no. 3. URL: <https://doi.org/10.1007/s10644-025-09879-y> (дата звернення: 21.05.2026).

28. Ukraine government bonds - yields curve. *World Government Bonds*.
URL: <https://www.worldgovernmentbonds.com/country/ukraine/> (дата звернення: 21.05.2026).
29. Державний борг та гарантований державою борг. *Міністерство Фінансів України*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> (дата звернення: 21.05.2026).
30. Архів валютних курсів. *Агрегатор даних Мінфін*.
URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/exchange/archive/> (дата звернення: 21.05.2026).
31. Ukraine: third review of the extended arrangement under the extended fund facility, requests for a waiver of nonobservance of performance criterion, and modifications of performance criteria-press release; staff report; and statement by the executive director for ukraine. *International Monetary Fund*.
URL: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2024/03/22/ukraine-third-review-under-the-extended-arrangement-under-the-extended-fund-facility-546741> (дата звернення: 21.05.2026).
32. Ukraine: request for an extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of the current arrangement-press release; staff report; supplementary information; and statement by the alternate executive director for ukraine. *International Monetary Fund*.
URL: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2026/02/27/ukraine-request-for-an-extended-arrangement-under-the-extended-fund-facility-and-574341> (дата звернення: 21.05.2026).
33. Ukraine's state budget financing since the beginning of the full-scale war. *Міністерство фінансів України*. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/Financing_en_v18032026.pdf (дата звернення: 21.05.2026).
34. Міжнародний стандарт електронного аудиту SAF-T UA. *Державна податкова служба України*. URL: <https://tax.gov.ua/baneryi/saf-t-ua> (дата звернення: 21.05.2026).

35. Сальдо міграції України за період 2022-2026 р. *Агрегатор даних OpenDataBot*. URL: <https://opendatabot.ua/analytics/ukrainians-emigration-trend-2025-12> (дата звернення: 21.05.2026).
36. Про схвалення Стратегії зайнятості населення України на період до 2030 року та затвердження операційного плану заходів з її реалізації у 2026–2028 роках: *розпорядження Кабінету Міністрів України від 24.01.2026 р. № 92* URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/92-2026-%D1%80#Text> (дата звернення: 21.05.2026).
37. International Organization for Migration. Ukraine – resilience at work: displacement and integration in Ukraine’s labour market – (October 2025) - Ukraine. *ReliefWeb*. URL: <https://reliefweb.int/report/ukraine/ukraine-resilience-work-displacement-and-integration-ukraines-labour-market-october-2025> (дата звернення: 21.05.2026).
38. Презентація «Лічильника зброї, якого немає» 2025 року. *Аналітичний портал від Технологічних Сил України*. URL: <https://zbroya.online/counter> (дата звернення: 21.05.2026).
39. Український виробник дронів DeViro створює промислові потужності в Чехії. *Militarnyi*. URL: <https://militarnyi.com/uk/news/ucuas-prodavatyeme-drony-indiyi/> (дата звернення: 21.05.2026).
40. Амеліна К. Продаж української зброї за кордон. Які ризики обговорюють що кажуть у владі та яка ситуація з технікою на фронті. *LB.ua*. URL: https://lb.ua/society/2025/06/05/680052_prodazh_ukrainskoi_zbroi_kordon.html (дата звернення: 21.05.2026).
41. Power drought tips Ukraine's economy into worst crisis since war's first year. *Reuters*. URL: <https://www.reuters.com/world/europe/power-drought-tips-ukraines-economy-into-worst-crisis-since-wars-first-year-2026-02-23/> (дата звернення: 21.05.2026).
42. MIGA insures first investment projects in Ukraine against war risks | Ministry of Economy of Ukraine. *Ministry of Economy*. URL: <https://me.gov.ua/News/Detail/6495ac4b-dc87-481c-9134->

[1b0a92b791e5?lang=en-GB&title=MigaInsuresFirstInvestmentProjectsInUkraineAgainstWarRisks&showMenuTree=true](#) (дата звернення: 21.05.2026).

43. Bonvillian W., Van Atta R., Windham P. The DARPA model for transformative technologies: perspectives on the U.S. defense advanced research projects agency. Cambridge, UK : Open Book Publishers, 2019. 475 p.

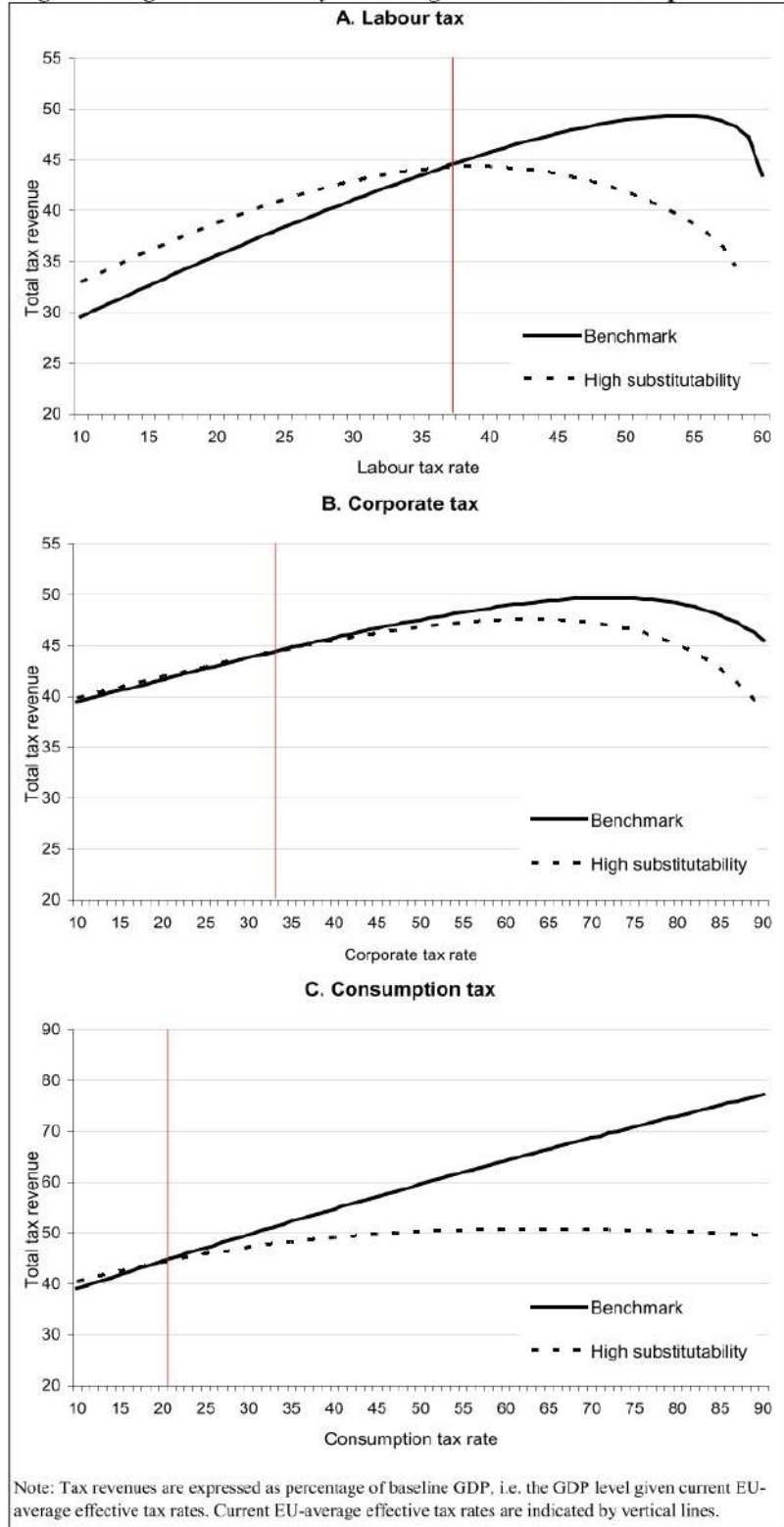
URL: <https://books.openbookpublishers.com/10.11647/obp.0184/ch12.xhtml> (дата звернення: 21.05.2026).

ДОДАТКИ

Додаток А

Візуалізація кривої Лаффера для податку на працю, корпоративного податку та податку на споживання [17, с. 19]

Figure 3: High substitutability between goods and linear home production



Додаток Б

**Реальний щоквартальний ВВП України, розрахований в цінах 2012 року, на
основі даних [22]**

	Year	Quarter	Nominal	Real_prev_year	Chained_Real_GDP_2012
1	2012	Q1	293493	283330	293493.0
2	2012	Q2	349212	319251	349212.0
3	2012	Q3	387620	361837	387620.0
4	2012	Q4	378564	339646	378564.0
5	2013	Q1	302864	303396	303396.0
6	2013	Q2	353025	340628	340628.0
7	2013	Q3	394731	386537	386537.0
8	2013	Q4	404311	380048	380048.0
9	2014	Q1	313568	312094	302586.6
10	2014	Q2	375903	338163	327861.4
11	2014	Q3	434166	378633	367098.6
12	2014	Q4	443091	336233	325990.2
13	2015	Q1	375525	301046	254316.9
14	2015	Q2	455245	335202	283171.2
15	2015	Q3	563907	408111	344763.1
16	2015	Q4	584781	385931	326025.9
17	2016	Q1	455637	423463	258485.2
18	2016	Q2	535324	473630	289107.6
19	2016	Q3	669170	581356	354864.4
20	2016	Q4	723051	555981	339375.3
21	2017	Q1	591008	510447	265984.6
22	2017	Q2	664760	570690	297376.1
23	2017	Q3	833130	700131	364825.4
24	2017	Q4	894022	664319	346164.4
25	2018	Q1	705013	643943	275102.6
26	2018	Q2	810820	723961	309287.6
27	2018	Q3	994850	876757	374564.4
28	2018	Q4	1048023	838748	358326.4
29	2019	Q1	815123	766150	283596.0
30	2019	Q2	932677	875733	324159.0
31	2019	Q3	1111862	1050095	388700.3
32	2019	Q4	1114902	983750	364142.2
33	2020	Q1	854051	821210	281121.7
34	2020	Q2	875340	842935	288558.8
35	2020	Q3	1163172	1095567	375041.3
36	2020	Q4	1301539	1058744	362435.9
37	2021	Q1	1021504	887884	276723.0
38	2021	Q2	1187718	987871	307885.5
39	2021	Q3	1520248	1243962	387700.3
40	2021	Q4	1730104	1243865	387670.0
41	2022	Q1	1089691	943168	234943.0
42	2022	Q2	1026916	779070	194066.2
43	2022	Q3	1449196	1077821	268485.0
44	2022	Q4	1625225	1065721	265470.9
45	2023	Q1	1362537	1143216	212073.0
46	2023	Q2	1463941	1257152	233208.8
47	2023	Q3	1778356	1592609	295438.0
48	2023	Q4	1932991	1525085	282911.9
49	2024	Q1	1629400	1464759	229338.3
50	2024	Q2	1742535	1568112	245520.4
51	2024	Q3	2092353	1952685	305733.2
52	2024	Q4	2194371	1835532	287390.5
53	2025	Q1	1925991	1657131	231083.1
54	2025	Q2	2042757	1778958	248071.6
55	2025	Q3	2444768	2243119	312797.8
56	2025	Q4	2517678	2122740	296011.2

**Числові дані, використані для візуалізації графіка. Автором застосовано
python функцію фільтрації часових рядів на основі
методу Ходріка-Прескотта (НР-фільтр)**

	Year	Quarter	Nominal	Real_prev_year	Chained_Real_GDP_2012	Period	Cycle	Trend
1	2012	Q1	293493	283330	293493.0	2012-Q1	-53204.93782932218	346697.9378293222
2	2012	Q2	349212	319251	349212.0	2012-Q2	4104.609940538881	345107.3900594611
3	2012	Q3	387620	361837	387620.0	2012-Q3	44136.41079654335	343483.58920345665
4	2012	Q4	378564	339646	378564.0	2012-Q4	36768.15244362166	341795.84755637834
5	2013	Q1	302864	303396	303396.0	2013-Q1	-36645.062670043495	340041.0626700435
6	2013	Q2	353025	340628	340628.0	2013-Q2	2388.887808453408	338239.1121915466
7	2013	Q3	394731	386537	386537.0	2013-Q3	50150.02939618693	336386.97060381307
8	2013	Q4	404311	380048	380048.0	2013-Q4	45564.89455535135	334483.10544464865
9	2014	Q1	313568	312094	302586.6	2014-Q1	-29970.728020231705	332557.3280202317
10	2014	Q2	375903	338163	327861.4	2014-Q2	-2806.5276958376053	330667.9276958376
11	2014	Q3	434166	378633	367098.6	2014-Q3	38244.137868270394	328854.4621317296
12	2014	Q4	443091	336233	325990.2	2014-Q4	-1164.5349083605106	327154.7349083605
13	2015	Q1	375525	301046	254316.9	2015-Q1	-71313.55219235123	325630.4521923512
14	2015	Q2	455245	335202	283171.2	2015-Q2	-41171.3923160049	324342.5923160049
15	2015	Q3	563907	408111	344763.1	2015-Q3	21455.53735849558	323307.5626415044
16	2015	Q4	584781	385931	326025.9	2015-Q4	3509.8615891648806	322516.03841083514
17	2016	Q1	455637	423463	258485.2	2016-Q1	-63486.90457683173	321972.10457683174
18	2016	Q2	535324	473630	289107.6	2016-Q2	-32574.43975582195	321682.0397558219
19	2016	Q3	669170	581356	354864.4	2016-Q3	33251.95675122697	321612.44324877305
20	2016	Q4	723051	555981	339375.3	2016-Q4	17665.744668195082	321709.5553318049
21	2017	Q1	591008	510447	265984.6	2017-Q1	-55955.7987540068	321940.3987540068
22	2017	Q2	664760	570690	297376.1	2017-Q2	-24906.937354885333	322283.0373548853
23	2017	Q3	833130	700131	364825.4	2017-Q3	42144.837400274	322680.562599726
24	2017	Q4	894022	664319	346164.4	2017-Q4	23103.900882032583	323060.49911796744
25	2018	Q1	705013	643943	275102.6	2018-Q1	-48274.11206242337	323376.71206242335
26	2018	Q2	810820	723961	309287.6	2018-Q2	-14309.906523958838	323597.5065239588
27	2018	Q3	994850	876757	374564.4	2018-Q3	50903.38372660009	323661.01627339993
28	2018	Q4	1048023	838748	358326.4	2018-Q4	34829.96861000487	323496.43138999515
29	2019	Q1	815123	766150	283596.0	2019-Q1	-39468.75656782213	323064.7565678221
30	2019	Q2	932677	875733	324159.0	2019-Q2	1810.2347686602734	322348.7652313397
31	2019	Q3	1111862	1050095	388700.3	2019-Q3	67393.73716784833	321306.56283215166
32	2019	Q4	1114902	983750	364142.2	2019-Q4	44244.81378140807	319897.38621859194
33	2020	Q1	854051	821210	281121.7	2020-Q1	-37000.893324724864	318122.5933247249
34	2020	Q2	875340	842935	288558.8	2020-Q2	-27452.39509322797	316011.19509322796
35	2020	Q3	1163172	1095567	375041.3	2020-Q3	61472.223091549065	313569.0769084509
36	2020	Q4	1301539	1058744	362435.9	2020-Q4	51650.93359218957	310784.96640781045
37	2021	Q1	1021504	887884	276723.0	2021-Q1	-30963.01136815548	307686.0113681555
38	2021	Q2	1187718	987871	307885.5	2021-Q2	3553.858600169944	304331.64139983006
39	2021	Q3	1520248	1243962	387700.3	2021-Q3	86938.36576892674	300761.93423107325
40	2021	Q4	1730104	1243865	387670.0	2021-Q4	90650.81124825065	297019.18875174935
41	2022	Q1	1089691	943168	234943.0	2022-Q1	-58257.040330328164	293200.04033032816
42	2022	Q2	1026916	779070	194066.2	2022-Q2	-95391.58109230973	289457.78109230974
43	2022	Q3	1449196	1077821	268485.0	2022-Q3	-17424.29251298774	285909.29251298774
44	2022	Q4	1625225	1065721	265470.9	2022-Q4	-17140.936329473043	282611.83632947307
45	2023	Q1	1362537	1143216	212073.0	2023-Q1	-67538.7840960559	279611.7840960559
46	2023	Q2	1463941	1257152	233208.8	2023-Q2	-43735.994281820545	276944.79428182053
47	2023	Q3	1778356	1592609	295438.0	2023-Q3	20833.686384208675	274604.3136157913
48	2023	Q4	1932991	1525085	282911.9	2023-Q4	10355.44616943365	272556.4538305664
49	2024	Q1	1629400	1464759	229338.3	2024-Q1	-41442.04771273397	270780.34771273396
50	2024	Q2	1742535	1568112	245520.4	2024-Q2	-23741.200202738313	269261.6002027383
51	2024	Q3	2092353	1952685	305733.2	2024-Q3	37773.28503879701	267959.914961203
52	2024	Q4	2194371	1835532	287390.5	2024-Q4	20570.342601374898	266820.1573986251
53	2025	Q1	1925991	1657131	231083.1	2025-Q1	-34727.701228650956	265810.80122865096
54	2025	Q2	2042757	1778958	248071.6	2025-Q2	-16841.576629052666	264913.1766290527
55	2025	Q3	2444768	2243119	312797.8	2025-Q3	48710.891035665234	264086.90896433475

Додаток Г

**Розрахунок автором внеску кожного фактора у приріст співвідношення
Борг/ВВП України за 2022–2024 роки. На основі статистичних даних з [22],
[23], [28], [29]**

Рік	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Номинальний ВВП (млрд. грн)	1454,93	1566,73	1979,46	2383,18	2982,92	3558,71	3974,56	4194,1	5459,57	5191,03	6537,83	7658,66	8931,19	
Відношення державного боргу до ВВП (%)	0,40193	0,70263	0,79425	0,80976	0,71803	0,60934	0,50277	0,60845	0,48943	0,78512	0,84426	0,91152	1,01248	
Загальний борг (млрд. грн)	584,786	1100,83	1572,18	1929,81	2141,82	2168,45	1998,3	2551,88	2672,06	4075,57	5519,64	6980,99	9042,68	9233,03
Державний борг (млрд. грн)	480,219	947,03	1334,27	1650,83	1833,71	1860,29	1761,37	2259,23	2362,72	3715,13	5188,09	6692,47	8765,99	8973,07
Гарантований державою борг (млрд. грн)	104,568	153,802	237,909	278,976	308,114	308,157	236,927	292,65	309,34	360,434	331,545	288,511	276,683	259,962
Загальний борг (млрд. дол. США)	73,1623	69,8119	65,5057	70,9727	76,3105	78,3165	84,3654	90,2535	97,9559	111,45	145,321	166,06	213,332	210,821
Державний борг (млрд. дол. США)	60,0799	60,0582	55,5931	60,7128	65,3328	67,187	74,3627	79,9032	86,6157	101,594	136,592	159,197	206,805	204,886
Гарантований державою борг (млрд. дол. США)	13,0824	9,75373	9,91258	10,2599	10,9777	11,1295	10,0027	10,3503	11,3402	9,85639	8,7289	6,86294	6,52742	5,9358
Частка боргу в іноземній валюті (%)	0,7113	0,70186	0,70753	0,69734	0,69948	0,70869	0,63356	0,64956	0,63222	0,67186	0,7279	0,7467	0,79142	0,7906
частка боргу в гривні (%)	0,2887	0,29814	0,29247	0,30266	0,30052	0,29132	0,36644	0,35044	0,36778	0,32814	0,2721	0,2533	0,20858	0,2094
Темп приросту реального ВВП (%)	0,12	-6,17	-8,71	2,78	2,62	3,37	3,29	-3,93	4,04	-29,19	6,3	4,33	1,87	
Дефлятор ВВП (%)	103,14	114,77	138,4	117,14	121,97	115,41	108,13	109,84	125,12	134,28	118,48	112,28	114,47	
Обслуговування боргу (млрд. грн)	33,1721	49,4346	86,1727	96,1052	110,578	116,088	120,096	121,239	152,003	158,907	249,371	301,665		
Доходи бюджету (млрд. грн)	339,18	357,084	534,695	616,275	793,265	928,108	998,279	1076,02	1296,85	1787,4	2672	3122,71	3834,21	
Видатки бюджету (млрд. грн)	403,403	430,218	576,911	684,743	839,244	985,842	1072,89	1288,02	1490,26	2705,42	4014,42	4486,68	5473,58	
Сальдо бюджету (млрд. грн)	-64,223	-73,134	-42,217	-68,469	-45,979	-57,734	-74,613	-212	-193,41	-918,03	-1342,4	-1364	-1639,4	
Первинне сальдо державного бюджету (млрд. грн)	-31,051	-23,699	43,9561	27,6366	64,5995	58,3543	45,4835	-90,761	-41,403	-759,12	-1093	-1062,3		
Первинне сальдо державного бюджету (% від ВВП)	-0,0213	-0,0151	0,02221	0,0116	0,02166	0,0164	0,01144	-0,0216	-0,0076	-0,1462	-0,1672	-0,1387		
Середньорічний курс (грн/USD)	7,99	11,89	21,84	25,55	26,6	27,2	25,85	26,96	27,7	32,34	36,57	41,15		
Курс на 31 грудня (грн/USD)	7,993	15,769	24,001	27,191	28,067	27,688	23,686	28,275	27,278	36,569	38,043	42,039	42,3878	
Ефективна номінальна відсоткова ставка (i)	0,06435	0,08453	0,07828	0,06113	0,0573	0,0542	0,05538	0,06067	0,05957	0,05947	0,06119	0,05465		
Темп приросту номінального ВВП (g)	0,03267	0,07684	0,26343	0,20396	0,25165	0,19303	0,11686	0,05524	0,30173	-0,0492	0,25945	0,17144	0,16616	
Темп девальвації (e)	0	0,97285	0,52204	0,13291	0,03222	-0,0135	-0,1445	0,19374	-0,0353	0,3406	0,04031	0,10504	0,0083	
Курсовий ефект (s_t)	0,27813	0,25744	0,07469	0,01819	-0,0068	-0,0624	0,06171	-0,0139	0,10539	0,02126	0,06455	0,00565		
Ефект снігової кулі, ВВП та відсотки (% ВВП)										0,05593	-0,1236	-0,0842		Загалом -0,1518
Вплив первинного дефіциту (% ВВП)										0,14624	0,16719	0,13871		0,45213
Розрахункова зміна боргу (% ВВП)										0,30756	0,06486	0,11909		0,49151
Наскільки фактично зріс борг, офіційні дані (% ВВП)										0,29569	0,05914	0,06725		0,42209
Статистична розбіжність, Залишок (% ВВП)										-0,0119	-0,0057	-0,0518		-0,0694