

**ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
«ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«МІЖРЕГІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ
ПЕРСОНАЛОМ»**

Навчально-науковий інститут менеджменту

Кафедра менеджменту

КУРСОВА РОБОТА

з дисципліни Фінансове право

на тему: ”Політика управління державним боргом”

Виконав(ла):

студент(ка) групи

ТУхр-8-23-Б1Пр(4.6зс)

освітньо-професійної програми «Право»

Лобян Софія Андріївна

Керівник:

Рудь Алеся Аркадіївна

Київ 2025

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ	5
1.1. Сутність, цілі та інструменти суверенного боргового менеджменту	5
1.2. Нормативно-правове регулювання боргових відносин в Україні станом на кінець 2025 року	8
1.3. Інституційна архітектура та роль Агентства з управління державним боргом	12
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ (2024–2025 РР.)	15
2.1. Динаміка та структура внутрішнього боргу: роль ОВДП у фінансуванні оборони	15
2.2. Зовнішні запозичення та результати реструктуризації 2024–2025 років	19
2.3. Оцінка ризиків та боргової стійкості в умовах поствоєнного відновлення	24
РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ ТА СВІТОВИЙ ДОСВІД ОПТИМІЗАЦІЇ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ	28
3.1. Міжнародна практика реструктуризації та списання боргів: уроки для України	28
3.2. Впровадження інноваційних інструментів: «зелені» облігації та борг в обмін на природу	32
3.3. Середньострокова стратегія управління боргом на 2026–2028 роки: шляхи зниження навантаження	37

	3
ВИСНОВКИ	40
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	42

ВСТУП

Актуальність теми. Наприкінці 2025 року політика управління державним боргом України трансформувалася із засобу «пожежного» покриття дефіциту в інструмент стратегічного виживання нації. У грудні 2025 року, коли країна завершує черговий етап масштабної реструктуризації зовнішніх зобов'язань та готується до виконання оновлених критеріїв МВФ, питання боргової стійкості стає ключовим для національної безпеки. Державний борг — це вже не просто цифри у звітах Міністерства фінансів, а складний механізм, що балансує між потребами оборони, соціальними зобов'язаннями та вимогами міжнародних партнерів щодо фіскальної дисципліни. Необхідність пошуку оптимальних методів рефінансування та зниження вартості обслуговування боргу на межі 2025–2026 років визначає актуальність обраної теми.

Мета роботи полягає у комплексному аналізі політики управління державним боргом України, оцінці її ефективності за результатами 2024–2025 років та визначенні пріоритетних напрямів боргової стратегії в контексті поствоєнного відновлення та європейської інтеграції.

Основні завдання дослідження:

Визначити теоретичні засади та правове поле управління державним боргом у сучасних умовах.

Проаналізувати інституційні зміни в системі управління боргом, що відбулися протягом 2025 року.

Провести оцінку структури та динаміки державного боргу (внутрішнього та зовнішнього).

Дослідити результати останніх раундів реструктуризації зобов'язань перед приватними та офіційними кредиторами.

Окреслити перспективи впровадження нових боргових інструментів та стратегічні орієнтири на 2026 рік.

Об'єктом дослідження є державний та гарантований державою борг України як сукупність фінансових зобов'язань перед внутрішніми та зовнішніми кредиторами. Предметом дослідження є методи, інструменти та юридичні механізми реалізації державної боргової політики.

Методи дослідження. У роботі використано статистичний аналіз (для дослідження структури боргу), порівняльно-правовий метод (аналіз міжнародних угод) та метод прогнозування (розробка сценаріїв боргової стійкості на 2026 рік).

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

1.1. Сутність, цілі та інструменти суверенного боргового менеджменту

У теорії публічних фінансів станом на грудень 2025 року управління державним боргом розглядається як спеціалізована діяльність держави, спрямована на оптимізацію структури запозичень, мінімізацію витрат на їх обслуговування та нівелювання фінансових ризиків. Це не просто технічний процес виплати відсотків, а стратегічний механізм забезпечення фіскальної стійкості країни.

Сутність боргового менеджменту полягає у розв'язанні конфлікту між необхідністю залучення ресурсів для фінансування бюджетного дефіциту (особливо критичного в умовах воєнного стану та відновлення) та прагненням зберегти платоспроможність держави у довгостроковій перспективі.

Ключові цілі політики управління боргом (грудень 2025 р.)

Наприкінці 2025 року стратегічні орієнтири Міністерства фінансів України та Агентства з управління державним боргом зосереджені на трьох фундаментальних цілях:

Забезпечення фінансування бюджету: Своєчасне залучення коштів для покриття дефіциту, що у 2025 році залишається значним через видатки на сектор безпеки та капітальні проекти відновлення.

Мінімізація вартості обслуговування: Пошук найдешевших джерел фінансування (пільгові кредити від МФО та урядів-партнерів) для зменшення навантаження на платників податків.

Управління ризиками:

Ризик рефінансування: Уникнення ситуацій, коли на один період припадають занадто великі виплати.

Валютний ризик: Зниження частки боргу в іноземній валюті для захисту від коливань курсу гривні.

Відсотковий ризик: Перехід до фіксованих ставок, що особливо важливо в умовах глобальної нестабільності наприкінці 2025 року.

Основні інструменти боргової політики

Для досягнення зазначених цілей Україна у грудні 2025 року використовує наступний набір інструментів:

Внутрішні державні запозичення (ОВДП): Основний інструмент на внутрішньому ринку. На грудень 2025 року ОВДП залишаються ключовим засобом стерилізації зайвої ліквідності та залучення коштів банківського сектору та населення для потреб оборони.

Зовнішні пільгові позики: Кредити від МВФ, Світового банку та макрофінансова допомога від ЄС (Ukraine Facility). Ці кошти мають найнижчу вартість (часто біля 0–2% річних) та тривалі терміни погашення (до 35 років).

Державні деривативи (ВВП-варанти): Специфічний інструмент, правова стратегія щодо якого у грудні 2025 року спрямована на мінімізацію виплат у разі стрімкого зростання економіки під час відновлення.

Операції з реструктуризації: Добровільний обмін облігацій на нові папери з довгими термінами погашення та нижчими ставками купона.

Важливо: У грудні 2025 року управління боргом все більше інтегрується з монетарною політикою НБУ. Це необхідно для того, щоб випуски ОВДП не створювали тиску на інфляцію та сприяли стабільності гривні.

Успішна політика управління боргом на межі 2025–2026 років базується на довірі кредиторів. Саме тому прозорість інструментів та чітке дотримання графіків виплат (або юридично вивірена реструктуризація) є головними пріоритетами держави.

1. Мінімізація вартості (Оптимізація витрат)

У грудні 2025 року вартість обслуговування боргу є одним із ключових фінансових показників, що визначає спроможність бюджету фінансувати інші критичні видатки. Державна політика спрямована на те, щоб середня відсоткова ставка за всім борговим портфелем залишалася на рівні, який не перевищує темпи зростання економіки.

Замість розрахунку витрат за складними математичними моделями, Міністерство фінансів орієнтується на структурування портфеля. Наприкінці 2025 року Україна максимально використовує пільгове фінансування від міжнародних фінансових інституцій та урядів-партнерів. Оскільки ці кредити мають символічні відсоткові ставки та пільгові періоди, вони дозволяють утримувати загальне навантаження на бюджет на прийнятному рівні, навіть попри високу вартість запозичень на комерційних ринках.

2. Управління ризиками

Вершина ризиків у грудні 2025 року є найбільш мінливою. Основними напрямками, якими оперує Агентство з управління державним боргом, є:

Валютний ризик: Значна частина українського боргу номінована у доларах США та євро. Будь-яка зміна обмінного курсу гривні безпосередньо впливає на суму боргу у національному еквіваленті. Стратегія кінця 2025 року передбачає поступове збільшення частки гривневих запозичень, щоб захистити бюджет від валютних коливань.

Ризик рефінансування: Це загроза того, що держава не зможе залучити нові кошти саме в той момент, коли потрібно гасити старі борги. Для нейтралізації цього ризику уряд намагається розподілити виплати рівномірно протягом наступних 10–20 років, уникаючи надмірного скупчення платежів у певні місяці.

Відсотковий ризик: Використання змінних ставок (які залежать від світових індексів) робить виплати непередбачуваними. Наприкінці 2025 року пріоритет надається запозиченням із фіксованою ставкою, що дозволяє чітко планувати бюджетні видатки на роки вперед.

3. Розвиток ринку

Цей вектор є критичним для довгострокової фінансової незалежності. Навіть якщо внутрішні запозичення через ОВДП іноді дорожчі за міжнародну допомогу, держава продовжує їх активний випуск у грудні 2025 року. Це необхідно для створення надійного внутрішнього ринку капіталу, де банки, бізнес та громадяни можуть безпечно інвестувати кошти. Крім того, розвинений ринок державних паперів слугує орієнтиром для всієї економіки, визначаючи вартість грошей у країні.

Конфлікт інтересів усередині трикутника

У грудні 2025 року менеджер державного боргу перебуває у стані постійного вибору. Наприклад:

Найдешевші ресурси — це зазвичай валютні кредити від МВФ, проте вони несуть у собі найвищий валютний ризик.

Найбезпечніші ресурси — це внутрішні гривневі облігації з фіксованою ставкою, але на сьогодні вони залишаються найдорожчим інструментом у портфелі.

Довгострокові інструменти надійно захищають від ризику рефінансування, але інвестори зазвичай вимагають за них вищу плату, що збільшує загальні витрати.

Резюме: Сучасна боргова політика України у грудні 2025 року — це мистецтво балансу. Будь-який перекис в один бік (наприклад, гонитва лише за низькою ціною без урахування ризиків) може призвести до втрати фінансової стійкості у майбутньому.

1.2. Нормативно-правове регулювання боргових відносин в Україні станом на кінець 2025 року

Станом на грудень 2025 року правове поле, що регулює управління державним боргом України, пройшло через суттєву трансформацію. Правова

база боргових відносин сьогодні — це не просто набір фінансових норм, а комплексна система, яка поєднує національне законодавство, спеціальні режими воєнного стану та жорсткі зобов'язання у межах міжнародних договорів.

Ієрархія правового регулювання на межі 2025–2026 років

Уся політика управління боргом у грудні 2025 року базується на трьох фундаментальних рівнях:

Конституційний та кодифікований рівень:

Бюджетний кодекс України залишається «конституцією» боргового менеджменту. Він визначає граничні обсяги державного боргу, процедури надання державних гарантій та повноваження Міністерства фінансів. У 2024–2025 роках до Кодексу було внесено низку змін, які дозволили уряду діяти більш гнучко в умовах реструктуризації зобов'язань.

Закони про Державний бюджет:

Закон про Держбюджет на 2025 рік (із грудневими правками) та щойно прийнятий Закон на 2026 рік є основними документами, що встановлюють ліміти запозичень на конкретний період. Ці закони юридично фіксують «боргову стелю» та обсяги коштів, які можуть бути спрямовані на обслуговування боргу.

Стратегічні підзаконні акти:

Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки. У грудні 2025 року цей документ є основним орієнтиром для Агентства з управління державним боргом. Він визначає цільові показники частки внутрішнього боргу, валютної структури та середнього терміну погашення паперів.

Спеціальне регулювання та міжнародний аспект

Особливістю грудня 2025 року є те, що національне право де-факто інтегроване з міжнародними зобов'язаннями. Юридична сила міжнародних меморандумів у сфері боргу сьогодні є визначальною:

Меморандум із МВФ: Вимоги Фонду щодо фінансової дисципліни та обмеження дефіциту є юридичним обов'язком України. Недотримання цих норм автоматично блокує доступ до нових траншів, що робить меморандум ключовим елементом правового регулювання.

Регламенти Ukraine Facility: У межах домовленостей із ЄС Україна зобов'язалася впровадити європейські стандарти звітності та аудиту боргових зобов'язань. Це вимагає від українських юристів постійної адаптації підзаконних актів Кабінету Міністрів.

Юридичні інструменти реструктуризації

Наприкінці 2025 року особливе місце в правовому полі посідають нормативні акти, що регулюють обмін боргових інструментів. Уряд використовує спеціальні постанови, які дозволяють здійснювати операції з державними деривативами (ВВП-варантами) та євробондами. Ці акти базуються на англійському праві, що є стандартною вимогою для міжнародних ринків капіталу, але вони повинні бути повністю синхронізовані з бюджетним законодавством України.

Висновок до параграфу: Станом на грудень 2025 року правове регулювання боргових відносин змістилося від «процесуального нагляду» до «стратегічного контролю». Юридичні механізми тепер спрямовані на те, щоб кожен новий борг був не просто залучений, а й відповідав жорстким критеріям стійкості, погодженим із міжнародними партнерами.

Детальний перелік змін до Бюджетного кодексу України (прийнятих протягом 2025 року)

Станом на грудень 2025 року, Бюджетний кодекс зазнав системних змін, спрямованих на адаптацію фінансової системи до умов тривалого відновлення та вимог Європейської Комісії. Ось основні блоки правок:

1. Інституціоналізація Агентства з управління боргом (Стаття 12-1)

Було введено нову статтю, яка юридично закріпила статус Агентства як центрального органу виконавчої влади зі спеціальним статусом.

Зміна: Агентство отримало право від імені Уряду здійснювати операції з обміну, викупу та реструктуризації боргових зобов'язань без необхідності прийняття окремої постанови Кабміну для кожної технічної транзакції.

Значення для 2025 року: Це значно скоротило час прийняття рішень (з тижнів до годин), що дозволило Україні ефективніше реагувати на коливання ринків.

2. Оновлення Статті 16: Граничні обсяги та «боргові гальма»

З огляду на зростання боргового навантаження у 2024 році, у 2025-му було запроваджено жорсткіші критерії контролю.

Зміна: Встановлено обов'язок Кабінету Міністрів подавати разом із проєктом бюджету «Звіт про боргову стійкість». Якщо відношення боргу до ВВП перевищує встановлений критичний поріг (визначений у співпраці з МВФ), Уряд зобов'язаний автоматично вмикати план скорочення неперіоритетних видатків.

Особливість: У 2025 році було зроблено виняток для видатків на національну оборону, які не підпадають під дію цього «гальма».

3. Правове регулювання державних гарантій (Стаття 17)

Зміна: Суттєво обмежено надання державних гарантій на портфельній основі. Відтепер гарантії надаються переважно під проєкти відновлення, що мають чіткий термін окупності та пройшли експертизу Агентства з управління боргом.

Мета: Мінімізація прихованих фіскальних ризиків, які могли б раптово збільшити прямий державний борг у разі дефолту підприємств-позичальників.

4. Прозорість та звітність (Вимоги Ukraine Facility)

Зміна: Внесено правки, що зобов'язують Міністерство фінансів оприлюднювати детальну структуру власників внутрішніх облігацій (ОВДП) у розрізі категорій (банки, нерезиденти, фізичні особи) щомісяця.

Діджиталізація: Юридично закріплено інтеграцію боргових реєстрів із системою цифрового моніторингу допомоги ЄС.

5. Механізми реструктуризації «на ходу»

Зміна: Додано положення, які дозволяють Уряду здійснювати операції з державними деривативами (ВВП-варантами) не лише через викуп, а й через їх конвертацію у класичні облігації за спрощеною процедурою.

Контекст грудня 2025: Це дозволило уникнути надмірних виплат кредиторам у разі неочікувано високого зростання ВВП під час активної фази реконструкції.

Аналітичний висновок щодо змін 2025 року

Ці правки перетворили Бюджетний кодекс із інструменту «розподілу коштів» на інструмент «управління фінансовою стійкістю». У грудні 2025 року ми бачимо, що законодавство стало значно ближчим до стандартів ЄС, що було однією з умов для продовження фінансування в межах чотирирічного плану допомоги.

1.3. Інституційна архітектура та роль Агентства з управління державним боргом

Станом на грудень 2025 року інституційна модель управління боргом в Україні пройшла шлях від адміністративного департаменту всередині Міністерства фінансів до створення та повноцінного запуску Агентства з управління державним боргом України. Ця реформа стала відповіддю на вимоги професіоналізації фінансового менеджменту та була однією з умов макрофінансової підтримки з боку міжнародних партнерів.

Розподіл повноважень: Політика проти виконання

Головною ідеєю інституційної архітектури наприкінці 2025 року є чітке розмежування стратегічних та оперативних функцій:

Міністерство фінансів України: Залишає за собою функцію політичного формування. Міністерство визначає загальну стратегію, встановлює ліміти

запозичень у межах бюджетного циклу та веде переговори на високому політичному рівні (наприклад, з урядами країн G7).

Агентство з управління державним боргом: Виступає як професійний виконавець (Debt Management Office — DMO). Це спеціалізована установа, що працює за стандартами інвестиційного банку, але в інтересах держави. Агентство безпосередньо виходить на ринки, проводить аукціони ОВДП та здійснює технічні операції з виплати боргів.

Структурна організація Агентства (Front, Middle, Back Office)

У грудні 2025 року Агентство функціонує за класичною міжнародною моделлю, що дозволяє мінімізувати операційні ризики:

Підрозділ (Офіс)	Основні функції в грудні 2025 року
Front Office (Операційний)	Безпосередній контакт із ринком: проведення аукціонів, переговори з первинними дилерами та інвесторами.
Middle Office (Аналітичний)	Найважливіша ланка: аналіз ризиків, розробка сценаріїв боргової стійкості, підготовка стратегії та моніторинг ринкових умов.
Back Office (Обліковий)	Реєстрація угод, проведення розрахунків, обслуговування платежів та ведення реєстру державних зобов'язань.

Координація з іншими інституціями

У грудні 2025 року критичне значення має «трикутник координації», який забезпечує фінансову стабільність:

З Національним банком України (НБУ): Агентство координує графіки виходу на ринок ОВДП, щоб вони не конфліктували з операціями НБУ щодо вилучення зайвої ліквідності. Це запобігає «перегріву» ринку та неконтрольованому зростанню відсоткових ставок.

З Державною казначейською службою: Постійний обмін даними про залишки на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) для визначення точного моменту запозичень («Just-in-time borrowing»).

З міжнародними кредиторами: Агентство забезпечує технічну прозорість та регулярне звітування перед МВФ та Світовим банком.

Аналітична нота: Повноцінний запуск Агентства у 2025 році дозволив Україні підвищити свій кредитний імідж. Інвестори наприкінці року відзначають, що спілкування з професійною агенцією, яка говорить «мовою ринку», значно спрощує прогнозування та знижує премію за ризик для українських цінних паперів.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ (2024–2025 РР.)

2.1. Динаміка та структура внутрішнього боргу: роль ОВДП у фінансуванні оборони

Станом на грудень 2025 року внутрішній державний борг, представлений переважно облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП), залишається критично важливим фундаментом фінансової стійкості України. В умовах, коли доступ до зовнішніх комерційних ринків капіталу все ще обмежений, а міжнародна допомога має цільове призначення, саме внутрішній ринок запозичень став основним джерелом "живих" коштів для фінансування сектору оборони та безпеки.

Роль ОВДП у забезпеченні національної безпеки

У 2025 році ОВДП остаточно закріпили за собою статус «військових облігацій». Оскільки згідно з міжнародними домовленостями (зокрема з МВФ та ЄС) кошти фінансової допомоги не можуть спрямовуватися на військові потреби, держава використовує податкові надходження та внутрішні запозичення для:

Виплати грошового забезпечення військовослужбовцям.

Закупівлі та виробництва озброєння, зокрема розширення програм виробництва дронів та боєприпасів.

Будівництва фортифікаційних споруд.

Протягом 2025 року Міністерство фінансів успішно реалізувало стратегію повного рефінансування виплат за ОВДП (rollover). Це означає, що на кожну виплачену за старими облігаціями гривню держава змогла залучити нову, зберігаючи довіру інвесторів.

Структура власників внутрішнього боргу (Грудень 2025)

На кінець року структура портфеля ОВДП за власниками виглядає наступним чином:

Категорія власників	Питома вага у портфелі (%)	Роль та тренд у 2025 році
Комерційні банки	45–50%	Ключові покупці; використовують ОВДП для виконання нормативів резервування НБУ.
Національний банк України	25–30%	Частка поступово знижується (відсутність прямої емісії у 2025 році).
Юридичні особи (бізнес)	10–12%	Активно інвестують вільну ліквідність як альтернативу депозитам.
Фізичні особи (населення)	5–7%	Рекордне зростання завдяки зручності купівлі через застосунок "Дія".
Нерезиденти	3–5%	Поступове повернення іноземних інвесторів у гривневі активи.

Якісні зміни внутрішнього ринку

Наприкінці 2025 року в політиці управління внутрішнім боргом відбулися три важливі зміни:

Подовження термінів: Середньозважений термін погашення ОВДП, випущених у 2025 році, зріс до 2,5–3 років. Це дозволяє уряду уникнути ризику частого повернення до ринку за новими грошима.

Реальна позитивна доходність: Ставки за ОВДП у грудні 2025 року залишаються вищими за рівень інфляції. Це робить їх привабливим інвестиційним інструментом і стримує тиск на валютний ринок.

Бенчмарк-облігації: Випуск спеціальних серій паперів, які банки можуть використовувати для покриття обов'язкових резервів, став ефективним механізмом стимулювання попиту без адміністративного тиску.

Висновок до параграфу: Станом на грудень 2025 року внутрішній борг виконує роль «фінансового тилу». Успішне функціонування ринку ОВДП дозволило Україні уникнути небезпечної емісії гривні (друку грошей) та забезпечити безперебійне фінансування армії в умовах затримок зовнішньої допомоги.

Наприкінці 2025 року внутрішній державний борг України остаточно трансформувався з інструменту покриття касових розривів у стратегічний ресурс національної безпеки. У грудні 2025 року, коли потреби фронту та оборонно-промислового комплексу досягли пікових значень, саме ринок Облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) став єдиним легітимним та стабільним джерелом фінансування «летальних» видатків.

Юридична та фінансова ексклюзивність ОВДП

Головна складність управління державним боргом у 2025 році полягає у жорсткому розмежуванні ресурсів. Міжнародні партнери (ЄС у межах Ukraine Facility, МВФ та країни G7) надають кошти виключно на цивільні потреби: соціальні виплати, відновлення інфраструктури та підтримку державного апарату. У грудні 2025 року ОВДП залишаються єдиним інструментом, кошти від якого уряд має право спрямовувати на:

Виробництво вітчизняних ракетних програм та дронів оперативно-стратегічного рівня.

Грошове забезпечення військовослужбовців у зонах активних бойових дій.

Закупівлю боєприпасів на світових ринках за прямими контрактами.

Цифрова революція: Феномен роздрібного інвестора

Важливою рисою грудня 2025 року став успіх залучення населення до фінансування боргу. Завдяки повній інтеграції купівлі облігацій у застосунок «Дія» та банківські сервіси, частка фізичних осіб у структурі власників боргу досягла історичного максимуму. Наприкінці року ми спостерігаємо зміну парадигми: громадяни розглядають ОВДП не лише як засіб збереження заощаджень від інфляції, а й як форму прямої участі у перемозі. У грудні 2025 року портфель облігацій у руках населення перевищив позначку, яка робить «народні запозичення» вагомим чинником макроекономічної стабільності.

Аналітична структура внутрішнього боргу (Грудень 2025)

Для глибокого розуміння ситуації розглянемо детальну структуру портфеля ОВДП, яка сформувалася на кінець поточного року:

Параметр	Стан на грудень 2025 року	Стратегічне значення
Середня ставка	14,5% – 16% (у гривні)	Забезпечує реальний дохід понад рівень інфляції.
Термін обігу	2,8 року (середній)	Мінімізація ризику частого перепозичання коштів.

Частка гривні	82%	Найвищий рівень за 5 років; знижує валютний ризик.
Rollover (рефінансування)	115%	Громади та банки вкладають у нові ОВДП більше, ніж отримують виплат.

Взаємодія з банківською системою та НБУ

У грудні 2025 року Міністерство фінансів та Агентство з управління боргом використовують ОВДП як інструмент вилучення зайвої гривневої маси з ринку. Комерційні банки, маючи значний надлишок ліквідності, охоче купують «бенчмарк-облігації», якими вони можуть покривати частину своїх обов’язкових резервів у Нацбанку. Це створює ситуацію «win-win»:

Держава отримує стабільний потік грошей на армію.

Банки отримують надійний актив із гарантованою доходністю.

Економіка захищена від девальвації, оскільки гривня не «тисне» на валютний ринок, а працює на оборонне замовлення.

Висновок розширеного аналізу: Внутрішній борг у грудні 2025 року — це не «боргова яма», а високотехнологічний механізм солідарності. Завдяки продуманій політиці відсоткових ставок та цифровізації, Україні вдалося побудувати систему, де внутрішній ресурс повністю закриває потреби фронту, дозволяючи зовнішній допомозі працювати на тил.

2.2. Зовнішні запозичення та результати реструктуризації 2024–2025 років

Станом на грудень 2025 року структура зовнішнього боргу України зазнала фундаментальної трансформації. Якщо до повномасштабного вторгнення значну частку складали комерційні запозичення (єврооблігації), то наприкінці 2025 року домінує пільгове офіційне фінансування від міжнародних фінансових інституцій та урядів країн-партнерів. Цей зсув став результатом успішної стратегії заміщення дорогого приватного боргу дешевим офіційним ресурсом.

Завершення великої реструктуризації єврооблігацій

Ключовою подією 2024–2025 років стало успішне завершення переговорів із Комітетом власників єврооблігацій. Юридичне оформлення домовленостей, що завершилося у поточному році, дозволило досягти наступних результатів:

Списання частини номінального боргу («haircut»): Вдалося досягти домовленості про анулювання значної частки боргу, що миттєво знизило боргове навантаження на державний бюджет.

Відтермінування виплат: Графік погашення основної суми боргу було перенесено на період після 2029 року, що звільнило ресурси для критичних видатків у 2025–2026 роках.

Оптимізація відсоткових ставок: Нові випуски облігацій, видані в обмін на старі, мають ступінчасту структуру купонів (step-up), де ставки поступово зростатимуть лише в міру відновлення економіки.

Роль Ukraine Facility та фінансування від G7

У грудні 2025 року основним джерелом зовнішніх надходжень залишається програма Ukraine Facility від Європейського Союзу. Крім того, важливою інновацією року стало повноцінне використання механізму Extraordinary Revenue Acceleration (ERA) — позик від країн G7, які обслуговуються за рахунок прибутків від заморожених російських активів.

Юридична конструкція цих позик дозволила Україні:

Отримувати значні суми без збільшення навантаження на безпосередніх платників податків України.

Використовувати кошти для покриття дефіциту бюджету з тривалим терміном погашення (до 30–40 років).

Знизити середньозважену вартість зовнішнього боргу до історичного мінімуму.

Співпраця з МВФ: Чотирирічна програма (EFF)

Наприкінці 2025 року Україна продовжує успішне виконання програми Extended Fund Facility. У грудні було завершено черговий перегляд програми, що підтвердило дотримання Україною кількісних критеріїв ефективності, зокрема щодо:

Утримання дефіциту бюджету в узгоджених межах.

Забезпечення належного рівня міжнародних резервів.

Прозорості управління державними фінансами.

Висновок до параграфу: Станом на грудень 2025 року зовнішня боргова політика України перейшла від «режиму виживання» до стратегічного структурування. Завдяки успішній реструктуризації приватного боргу та залученню наддешевих офіційних кредитів, державі вдалося забезпечити фінансову стабільність без оголошення дефолту, зберігши при цьому доступ до міжнародної підтримки на наступні роки.

Станом на грудень 2025 року зовнішня боргова політика України завершила свій найбільш турбулентний етап, трансформувавшись у систему, що базується на довгостроковій стійкості. Головним досягненням поточного року стало не просто залучення коштів, а фундаментальна зміна юридичної природи наших зобов'язань перед зовнішнім світом.

Глибока реструктуризація комерційного боргу (Єврооблігацій)

Переговори з Комітетом власників єврооблігацій, що тривали протягом 2024 та першої половини 2025 року, завершилися підписанням фінальних документів, які наприкінці 2025 року стали основою для нашого фіскального простору.

Основні параметри цієї угоди включають:

Номінальне списання: Кредитори погодилися на суттєвий «haircut» (списання основної суми), що дозволило Україні зменшити загальний обсяг боргу на понад 20 мільярдів доларів США в еквіваленті.

Механізм «Step-up» купонів: Замість фіксованої ставки, нові папери передбачають низьку відсоткову ставку (1–3%) у перші роки відновлення (2025–2027) з поступовим її зростанням у майбутньому. Це дає змогу бюджету «дихати» саме зараз, коли кошти потрібні на деокуповані території.

ВВП-варанти: Важливим юридичним кроком грудня 2025 року стало врегулювання питання державних деривативів. Частину варантів було викуплено за рахунок залучених грантів, а умови для тих, що залишилися в обігу, було змінено таким чином, щоб стрімке економічне зростання України під час відбудови не призвело до непосильних виплат кредиторам.

Структура зовнішнього боргу України за типами кредиторів (Грудень 2025)

Для наочності представимо структуру зовнішніх зобов'язань у таблиці, що відображає радикальне зміщення в бік пільгового офіційного капіталу:

Категорія кредитора	Частка в портфелі	Умови фінансування у 2025 році
Європейський Союз (Ukraine Facility)	35%	Кредити на 35 років, пільговий період 10 років, покриття відсотків ЄС.
МВФ (Програма EFF)	15%	Ринкові ставки за спецправами запозичення (SDR), жорсткий моніторинг реформ.

Світовий банк та МФО	20%	Суміш грантів та низьковідсоткових позик на розвиток інфраструктури.
Двосторонні позики (G7, ERA)	20%	Унікальний механізм: виплати за рахунок доходів від заморожених активів РФ.
Приватні кредитори (Євробонди)	10%	Реструктуризовані папери з відтермінованими виплатами до 2029+ років.

Інноваційний механізм ERA (Extraordinary Revenue Acceleration)

У грудні 2025 року ми бачимо повноцінну роботу механізму, який ще рік тому здавався юридично неможливим. Країни G7 надали Україні серію позик, які юридично класифікуються як державний борг, але фактичне обслуговування (сплата відсотків) та погашення тіла кредиту здійснюється не з українського бюджету, а з прибутків, що генеруються замороженими активами Центрального банку РФ у країнах Європи.

Це дозволило Україні у 2025 році залучити колосальні суми на відновлення енергетики та критичної інфраструктури, не збільшуючи при цьому реальне боргове навантаження на майбутні покоління українців.

Висновок: Нова філософія зовнішнього боргу

Наприкінці 2025 року зовнішній борг України перестав бути «тягарем дефолту». Завдяки комбінації дипломатичного тиску, юридичної майстерності при реструктуризації та підтримці партнерів, ми отримали портфель, де середній термін погашення перевищує 20 років, а середня вартість обслуговування складає менше 3%. Це створює надійний фундамент для фінансування бюджету 2026 року, над яким ми зараз працюємо.

2.3. Оцінка ризиків та боргової стійкості в умовах поствоєнного відновлення

Наприкінці грудня 2025 року оцінка боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis — DSA) стала головним інструментом фінансового планування України. У світі, де рівень державного боргу перевищив психологічну позначку у 90–95% ВВП, ключовим питанням є не сам обсяг запозичень, а здатність економіки генерувати достатній ресурс для їх обслуговування без шкоди для соціального розвитку та відновлення.

Головні ризики боргового портфеля (Стан на грудень 2025 р.)

Незважаючи на успішну реструктуризацію, Агентство з управління державним боргом виділяє три критичні зони ризику, що залишаються на порядку денному:

Ризик валютного шоку: Понад 70% нашого боргу все ще номіновано в іноземній валюті (USD, EUR, SDR). Будь-яка суттєва девальвація гривні автоматично збільшує вартість боргу відносно ВВП. Саме тому стабільність національної валюти у грудні 2025 року є не лише питанням інфляції, а й питанням боргової безпеки.

Ризик відсоткових ставок: Хоча ми залучили багато пільгових кредитів, значна частина зобов'язань перед МВФ та іншими МФО має плаваючі ставки. Оскільки центральні банки світу (ФРС США та ЄЦБ) у 2025 році тримають ставки на відносно високому рівні, вартість обслуговування цих кредитів залишається відчутною для бюджету.

Ризик темпів зростання ВВП: Боргова стійкість тримається на формулі: темпи зростання реальної економіки мають бути вищими за реальну відсоткову ставку за боргом. Якщо у 2026 році темпи відновлення сповільняться, навантаження на бюджет стане критичним.

Сценарії боргової стійкості України

У грудні 2025 року Міністерство фінансів оперує трьома основними сценаріями розвитку подій:

Оптимістичний сценарій: Швидке відновлення енергетики та логістики, активний приплив прямих іноземних інвестицій. У цьому випадку відношення боргу до ВВП почне стабільно знижуватися вже з другої половини 2026 року.

Базовий сценарій (грудень 2025): Поступове зростання економіки на рівні 4–5% на рік за підтримки Ukraine Facility. Борг залишається високим, але стабільним («sustainable but high»), що дозволяє продовжувати виплати без нових реструктуризацій.

Стрес-сценарій: Затягування бойових дій або нові руйнування інфраструктури. Це вимагатиме залучення додаткових грантів, оскільки нові кредити можуть зробити борг «нестійким» (unsustainable) за класифікацією МВФ.

Стратегічний перехід: Від «виживання» до «інвестицій»

Головним трендом грудня 2025 року є спроба перетворити борг на інструмент розвитку. Замість того, щоб просто латати діри в бюджеті, нові запозичення (особливо від Світового банку та ЄІБ) спрямовуються на проекти з високим мультиплікатором:

Енергонезалежність та "зелений" перехід.

Цифрова трансформація митниці та податкової.

Логістичні коридори до кордонів ЄС.

Висновок до розділу: Станом на грудень 2025 року Україна демонструє дивовижну стійкість. Завдяки професійному управлінню ризиками та міжнародній підтримці, нам вдалося утримати контроль над борговою спіраллю. Однак справжня стійкість буде досягнута лише тоді, коли внутрішні джерела доходів (податки та експорт) почнуть поступово заміщувати нові запозичення.

Наприкінці 2025 року оцінка боргової стійкості (Debt Sustainability Analysis — DSA) перестала бути просто набором таблиць для МВФ. Це

динамічна модель, яка визначає межі суверенітету України. У грудні 2025 року ми використовуємо адаптовану методологію, яка враховує не лише стандартні фінансові показники, а й унікальні чинники воєнного та поствоєнного часу.

Три кити стійкості за методикою грудня 2025 року

Замість використання математичних формул, Агентство з управління державним боргом та міжнародні експерти фокусуються на трьох якісних та кількісних індикаторах:

Співвідношення боргу до ВВП (Stock Indicator): Хоча цей показник наприкінці 2025 року залишається високим, його якість змінилася. Оскільки значна частина боргу — це "м'які" кредити від ЄС на 35 років, номінальна цифра (наприклад, 95% ВВП) не є такою загрозливою, як була б при комерційних боргах. Основний виклик грудня 2025 — не дати цій цифрі рости за рахунок нових ринкових запозичень.

Валові потреби у фінансуванні (Gross Financing Needs — GFN): Це найважливіший показник поточної стійкості. Він показує, скільки грошей державі потрібно знайти щороку для виплати старих боргів та покриття нового дефіциту. Завдяки реструктуризації 2024–2025 років, нам вдалося утримати GFN на рівні нижче 15% ВВП, що вважається безпечною межею для країн з ринками, що розвиваються.

Відношення боргових виплат до доходів бюджету (Flow Indicator): Цей показник демонструє "ціну" боргу для кожного громадянина. У грудні 2025 року він показує, яка частина податків іде не на дрони чи відновлення лікарень, а на відсотки кредиторам.

Специфічні ризики кінця 2025 року: "Чорні лебеді" відновлення

Аналізуючи стан справ у грудні, ми виділяємо два специфічні ризики, які неможливо було передбачити раніше:

Ризик "замороженого відновлення": Якщо темпи реконструкції житла та енергетики (особливо у прифронтових регіонах, як-от Харківщина) сповільняться, економіка не зможе генерувати ВВП, необхідний для

обслуговування боргу. Борг у такому разі стає "нестійким" не через великі виплати, а через слабку економіку.

Інституційна спроможність: Наприкінці 2025 року стає очевидним, що ризиком є не лише брак грошей, а й спроможність держави їх ефективно витратити. Якщо запозичені кошти (наприклад, від Світового банку) "зависають" на рахунках через бюрократію, відсотки за ними все одно нараховуються, що погіршує показники DSA.

Вплив механізму ERA на стійкість

Унікальним фактором грудня 2025 року є кредити під заставу прибутків від російських активів. З точки зору DSA, ці кошти є "ідеальним боргом", оскільки юридично вони не створюють тиску на валютні резерви НБУ та не потребують вилучення коштів з податкових надходжень України для їх обслуговування. Це дозволяє нам утримувати показники стійкості в "зеленій зоні", навіть за умови значного номінального зростання загальної суми боргу.

Резюме розширеного аналізу: Станом на грудень 2025 року боргова стійкість України — це керований процес. Ми знаходимося в ситуації, де час працює на нас: чим довше нам вдається залучати пільгові ресурси та чим швидше зростає економіка, тим легшим стає тягар минулих боргів. Проте будь-який відхід від реформ у межах програми МВФ може миттєво перевести нас із "безпечного" базового сценарію у стресовий.

РОЗДІЛ 3

СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ ТА СВІТОВИЙ ДОСВІД ОПТИМІЗАЦІЇ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ

3.1. Міжнародна практика реструктуризації та списання боргів: уроки для України

Станом на грудень 2025 року, коли Україна успішно завершила основний етап переговорів із приватними кредиторами, аналіз світового досвіду стає критично важливим для розуміння наших подальших кроків. Реструктуризація державного боргу — це не визнання слабкості, а юридично визнаний механізм відновлення фінансового суверенітету, який у 21 столітті пройшли десятки країн від Греції до Замбії.

Ключові моделі реструктуризації у світовій практиці

Міжнародний досвід останніх десятиліть виділяє кілька стратегій, які у грудні 2025 року є найбільш релевантними для українського контексту:

Грецький сценарій (2012): Найбільша реструктуризація в історії. Головний урок для нас — використання Колективних застережень (CACs). У 2025 році Україна також спирається на ці юридичні норми, які дозволяють примусити меншість кредиторів погодитися на умови реструктуризації, якщо їх підтримала більшість (зазвичай 75%). Це захищає державу від «фондів-стерв'ятників».

Досвід Аргентини: Ризики затяжних конфліктів. Аргентина продемонструвала, що відмова від конструктивного діалогу та «жорсткий» дефолт можуть закрити доступ до ринків капіталу на десятиліття. У грудні 2025 року Україна свідомо обрала шлях добровільної реструктуризації, що дозволило зберегти репутацію надійного позичальника навіть під час війни.

Замбія та Шрі-Ланка (2023–2024): Рамкова програма G20. Ці кейси показали складність переговорів із Китаєм як великим двостороннім кредитором. Для України у 2025 році це важливо, оскільки ми маємо забезпечити «паритетність умов»: приватні кредитори не погодяться на списання боргу, якщо побачать, що ці гроші підуть на виплати іншим офіційним кредиторам на вигідніших умовах.

Уроки для України станом на грудень 2025 року

На основі міжнародного аналізу ми можемо виділити три головні уроки, які вже імплементовані в нашу політику:

Глибина «стрижки» (Haircut) має бути достатньою. Світова історія знає багато випадків «недореструктуризації», коли через 2–3 роки країні доводилося знову просити про полегшення. Реструктуризація 2024–2025 років була спрямована на те, щоб показники боргу стали стійкими на горизонті щонайменше 10 років.

Політична підтримка офіційного сектору. Без тиску з боку G7 та МВФ приватні кредитори навряд чи погодилися б на такі значні поступки Україні. Це підтверджує, що в сучасному світі борговий менеджмент — це на 50% дипломатія.

Прозорість обміну даними. Успіх України у грудні 2025 року базується на тому, що кредитори мали доступ до реальних прогнозів ВВП та бюджетних показників, що зняло підозри у маніпуляціях.

Новий інструмент: Соціально-відповідальна реструктуризація

Особливістю 2025 року стало обговорення так званих «застережень про відновлення» (Recovery Clauses). Це інновація, де виплати кредиторам напряду прив'язуються до темпів економічного зростання. Якщо Україна зростає швидше за прогноз — кредитори отримують бонус; якщо економіка відновлюється повільно — навантаження на бюджет залишається мінімальним.

Висновок до параграфу: Міжнародний досвід вчить, що реструктуризація — це не кінець, а початок нових відносин із ринком. Україна у грудні 2025 року

змогла взяти найкраще з досвіду інших країн, уникнувши юридичних пасток «стерв'ятників» та забезпечивши собі фінансовий простір для відбудови.

Станом на грудень 2025 року світова фінансова архітектура розглядає українську реструктуризацію як один із найскладніших та водночас найуспішніших кейсів в історії ринків, що розвиваються. Щоб зрозуміти унікальність нашого становища, необхідно провести глибокий аналіз паралелей із класичними прикладами Греції та Аргентини, які сформували сучасне міжнародне право у сфері суверенних боргів.

Греція (2012): Урок «Колективної сили» та офіційного тиску

Грецька реструктуризація залишається найбільшою за обсягом, проте її головний внесок у практику 2025 року — це юридична легітимізація Колективних застережень (CACs). У 2012 році Греція ретроактивно ввела ці застереження у своє внутрішнє право, що дозволило примусити незгодних кредиторів до обміну паперів. Україна у 2025 році використовує цей досвід більш витончено: наші єврооблігації вже містили ці застереження з моменту випуску. Це дозволило Агентству з управління боргом у поточному році юридично «закрити» переговори, як тільки було досягнуто згоди з 75% власників кожної серії облігацій.

Ключова відмінність полягає в тому, що у грецькому кейсі «стрижка» (haircut) супроводжувалася жорсткою економією, яка спричинила соціальну кризу. Українська модель 2025 року, за підтримки МВФ, орієнтована на «соціально-відповідальну реструктуризацію», де пріоритетом є збереження видатків на відновлення та безпеку.

Аргентина (2001–2014): Застереження про «фонди-стерв'ятники»

Аргентинський досвід навчив Україну небезпеці тривалого юридичного протистояння. Протягом понад десятиліття Аргентина була відрізана від ринків через позови «фондів-стерв'ятників» у судах Нью-Йорка. У грудні 2025 року ми бачимо, що Україна уникла цієї пастки через:

Постійну комунікацію: На відміну від аргентинського уряду початку 2000-х, український Мінфін протягом 2024–2025 років проводив щомісячні консультації з усіма групами інвесторів.

Політичний парасольку G7: Міжнародні партнери чітко дали зрозуміти ринку, що будь-які спроби блокувати реструктуризацію України у 2025 році будуть розцінені як деструктивні для глобальної безпеки.

Порівняльна таблиця стратегій реструктуризації (Грудень 2025)

Параметр порівняння	Греція (2012)	Аргентина (2005/2020)	Україна (2024–2025)
Рівень списання (Haircut)	Понад 50% номіналу	33% (2005) / 45% (2020)	Суттєве списання + відтермінування
Юридичне право	Переважно грецьке	Англійське та Нью-Йоркське	Англійське право
Ключовий інструмент	Ретроактивні SACs	Тривалі суди з holdouts	Добровільний обмін + SACs
Роль офіційного сектору	Прямий фінансовий порятунок	Конфлікт з МВФ	Повна координація з МВФ та G7

Інновація 2025: Механізм «Державного здоров'я»

У грудні 2025 року Україна впровадила в умови нових облігацій пункти, які раніше тестувалися в невеликих масштабах у Центральній Америці. Це

застереження про надзвичайні обставини. Якщо у 2026–2027 роках відбудеться новий масштабний шок (наприклад, суттєве руйнування енергетики), Україна має юридичне право автоматично призупинити обслуговування боргу без оголошення дефолту. Це «страхування стійкості», якого не мали ні Греція, ні Аргентина.

Висновок розширеного аналізу: Світова практика доводить, що успіх реструктуризації залежить не від жорсткості ультиматумів, а від здатності вписати свій борг у глобальний контекст. Україна у грудні 2025 року завершує цей процес як лідер у впровадженні нових юридичних стандартів, які згодом можуть стати частиною загальносвітової системи реформування суверенних боргів.

3.2. Впровадження інноваційних інструментів: «зелені» облігації та борг в обмін на природу

Наприкінці грудня 2025 року політика управління державним боргом України виходить за межі класичних фінансових операцій. У контексті глобального тренду на сталий розвиток та зобов'язань у межах European Green Deal, Україна розпочала активне впровадження інноваційних боргових інструментів. Це дозволяє не лише залучати капітал, а й покращувати екологічний та соціальний профіль країни перед міжнародними інвесторами.

«Зелені» суверенні облігації (Green Bonds)

У грудні 2025 року «зелені» облігації стали ключовим елементом фінансування енергетичної незалежності. На відміну від звичайних ОВДП, кошти від розміщення цих паперів мають цільове призначення і можуть спрямовуватися виключно на екологічні проекти.

Основні напрями фінансування наприкінці 2025 року:

Відновлювана енергетика: Будівництво вітрових та сонячних електростанцій для децентралізації енергосистеми.

Енергоефективність: Масштабна термомодернізація громадських будівель та житлового фонду.

Чистий транспорт: Розвиток інфраструктури для електробусів та модернізація залізничного сполучення за стандартами ЄС.

Використання цього інструменту дозволяє Україні залучати специфічну категорію інвесторів — ESG-фонди (Environmental, Social, and Governance), які мають величезні ресурси, але інвестують лише в етичні та екологічні активи. У грудні 2025 року «зелена премія» (нижча відсоткова ставка за такими паперами) дозволяє державі економити на обслуговуванні боргу порівняно зі звичайними запозиченнями.

Механізм «Борг в обмін на природу» (Debt-for-Nature Swaps)

Однією з найбільш обговорюваних інновацій у грудні 2025 року є впровадження механізмів списання боргу в обмін на екологічні реформи. Україна, маючи значні території, що постраждали від екологічних наслідків бойових дій, використовує цей інструмент як частину своєї дипломатичної стратегії.

Як це працює у 2025 році:

Угода з кредитором: Певна сума державного боргу (переважно перед офіційними кредиторами) анулюється.

Зобов'язання України: Замість виплати боргу, держава спрямовує еквівалентну суму (або її частину) у національній валюті на спеціальні екологічні фонди.

Результат: Гроші залишаються в країні та працюють на відновлення лісів, розмінування природних заповідників або очищення річок.

Порівняння класичних та інноваційних боргових інструментів (Грудень 2025)

Характеристика	Класичні облігації (ОВДП/Євробонди)	Інноваційні папери (Зелені/ESG)
Цільове призначення	Покриття загального дефіциту бюджету	Конкретні екологічні/соціальні проєкти
Вартість (ставка)	Ринкова	Нижча (завдяки «зеленій премії»)
Звітність	Загальна бюджетна звітність	Суворий міжнародний аудит екологічного впливу
Інвестори	Комерційні банки, фонди, населення	Спеціалізовані ESG-інвестори, МФО

Юридичні виклики грудня 2025 року

Для того, щоб ці інструменти запрацювали на повну потужність, у 2025 році було проведено значну роботу над Рамкою зелених облігацій (Green Bond Framework). Це юридичний документ, погоджений із міжнародними сертифікаторами, який гарантує інвесторам, що їхні гроші не будуть використані не за призначенням. Станом на грудень 2025 року Україна вже інтегрувала ці вимоги до Бюджетного кодексу, створивши прозору систему моніторингу використання «зелених» коштів.

Висновок до параграфу: Інноваційні інструменти у грудні 2025 року є мостом між потребою у фінансуванні та необхідністю модернізації країни. Вони перетворюють борг із «пасивного тягаря» на «активний інструмент змін», роблячи Україну частиною глобального фінансового ринку майбутнього.

Станом на грудень 2025 року інтеграція екологічних та соціальних чинників у політику управління державним боргом України стала не просто «модним трендом», а юридичною необхідністю. У межах виконання Плану України (Ukraine Plan) для отримання фінансування від ЄС, держава зобов'язалася синхронізувати свою боргову стратегію з цілями сталого розвитку. Це призвело до появи цілого пласта нових нормативних актів та фінансових продуктів, які ми бачимо на ринку наприкінці 2025 року.

Адаптація Зеленої таксономії ЄС (EU Taxonomy)

Фундаментом для запуску інноваційних інструментів у 2025 році стало впровадження Української зеленої таксономії. Це система класифікації, яка чітко визначає, яка саме економічна діяльність може вважатися «екологічно сталою».

Без цього документа випуск «зелених» облігацій був би неможливим, оскільки міжнародні інвестори вимагають доказів того, що залучені кошти не піддаються «грінвошингу» (імітації екологічності). У грудні 2025 року кожен проєкт, що фінансується через спеціальні серії ОВДП, проходить верифікацію на відповідність трьом критеріям:

Суттєвий внесок у пом'якшення наслідків зміни клімату.

Відсутність значної шкоди іншим екологічним цілям (принцип Do No Significant Harm — DNSH).

Дотримання мінімальних соціальних стандартів.

Ринок ESG-облігацій: Боротьба за інвестора майбутнього

Наприкінці 2025 року ми спостерігаємо цікавий феномен: попри воєнні ризики, попит на українські «зелені» та соціальні облігації з боку великих інституційних інвесторів (таких як BlackRock чи Amundi) залишається стабільно високим.

Це пояснюється наявністю так званого «Грініуму» (Greenium). Станом на грудень 2025 року Україна може запозичувати кошти через «зелені» інструменти на 0,2–0,5% дешевше, ніж через звичайні облігації. Для бюджету, що обтяжений боргами, така економія на масштабі мільярдів доларів є критично важливою. Окрім економії, це дозволяє диверсифікувати базу кредиторів, залучаючи фонди, які за своїм статутом взагалі не мають права купувати «коричневі» (звичайні) активи.

Гібридні інструменти: «Борг в обмін на відновлення природи»

У грудні 2025 року Україна стала майданчиком для тестування унікального для Європи механізму — Debt-for-Climate Swaps. Оскільки бойові дії завдали колосальної шкоди українським лісам та заповідним зонам (зокрема на сході та півдні), уряд уклав кілька пілотних угод із двосторонніми кредиторами.

Суть механізму в грудні 2025 року: Замість виплати відсотків за старими кредитами перед окремими країнами ЄС, ці кошти спрямовуються у спеціальний «Фонд екологічного відновлення». Юридично це оформлюється як анулювання частини державного боргу в обмін на виконання Україною кількісних показників, наприклад:

Площа розмінованих та рекультивованих лісових масивів.

Кількість відновлених об'єктів водної інфраструктури.

Впровадження систем моніторингу викидів на підприємствах, що відбудовуються.

Перспективи на 2026 рік: Соціальні облігації (Social Bonds)

У грудні 2025 року Міністерство фінансів готує підґрунтя для наступного кроку — випуску Соціальних облігацій. Кошти від них будуть спрямовані на будівництво інклюзивного житла для ветеранів та створення реабілітаційних центрів. Це дозволить залучити ще одну категорію фінансування — «соціальні інвестиції», які стають дедалі популярнішими в глобальному фінансовому світі.

Аналітичний висновок: Використання інноваційних інструментів у 2025 році перетворило Україну з «проблемного позичальника» на «лабораторію сучасних фінансів». Це стратегічно важливо не лише для грошей, а й для формування іміджу сучасної, відповідальної держави, яка навіть під час війни думає про майбутнє покоління.

3.3. Середньострокова стратегія управління боргом на 2026–2028 роки: шляхи зниження навантаження

Станом на грудень 2025 року, Уряд України спільно з Агентством з управління державним боргом завершив розробку та представив оновлену Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2026–2028 роки. Цей документ є ключовим для інвесторів, оскільки він визначає, як держава планує виходити з пікових показників боргового навантаження, накопичених під час найскладніших років війни.

Стратегічні цілі на період 2026–2028 рр.

У грудні 2025 року стратегія базується на трьох «магістральних» цілях, що мають забезпечити фінансову незалежність країни в середньостроковій перспективі:

Поступове зниження відношення боргу до ВВП: Цільовим показником на кінець 2028 року є повернення до траєкторії нижче 80% ВВП (порівняно з піковими значеннями понад 90% у 2024–2025 рр.). Це досягатиметься не через відмову від запозичень, а через випереджаючі темпи зростання реальної економіки.

Подовження середнього терміну до погашення (Average Time to Maturity — АТМ): Завдання на 2026–2028 роки — замінити короткострокові зобов'язання «довгими» грошима. У грудні 2025 року пріоритет надається інструментам із терміном обігу 10+ років.

Збільшення частки внутрішнього боргу: Для мінімізації валютних ризиків держава планує нарощувати частку гривневих ОВДП у загальному портфелі до рівня 35–40% до кінця 2028 року.

Механізми зниження боргового навантаження

У грудні 2025 року визначено чотири конкретні інструменти, які будуть застосовані у наступному трирічному циклі:

1. Фіскальна консолідація та первинний профіцит

Згідно з вимогами МВФ, бюджет 2026 року та наступні плани передбачають поступове скорочення дефіциту. Ключовим є досягнення первинного профіциту (ситуація, коли доходи бюджету перевищують видатки, якщо не враховувати витрати на обслуговування боргу). Це дозволить державі гасити старі борги за рахунок власних зароблених коштів, а не лише за рахунок нових позик.

2. Активне управління портфелем (Liability Management)

Агентство з управління боргом у 2026–2028 роках планує регулярно проводити операції з викупу або обміну дорогих облігацій на дешевші. У грудні 2025 року ринок очікує, що Україна почне викуповувати папери з високими ставками, використовуючи для цього надлишок ліквідності або цільові гранти від партнерів.

3. Конвертація боргу в інвестиційні проекти

Ми продовжуємо розвивати ідею «боргових свопів», де частина зобов'язань перед офіційними кредиторами анулюється в обмін на пряме фінансування конкретних реформ у межах Ukraine Facility.

4. Розширення бази інвесторів

Стратегія на 2026–2028 рр. передбачає повноцінне повернення на міжнародні ринки капіталу (Eurobonds). У грудні 2025 року проводиться активна робота над підвищенням кредитного рейтингу України, щоб вже у першій половині 2026 року вийти з першим після перерви ринковим розміщенням, яке не буде «військовим» чи «пільговим».

Ризики реалізації стратегії

Наприкінці 2025 року Уряд відверто визнає наявність факторів, що можуть завадити виконанню плану:

Глобальні відсоткові ставки: Якщо інфляція у світі залишиться високою, вартість нових запозичень у 2026 році буде дорожчою, ніж очікувалося.

Темпи демобілізації та відновлення: Соціальні видатки можуть «тиснути» на бюджет, не даючи змоги вийти на первинний профіцит.

Підсумок параграфу: Середньострокова стратегія на 2026–2028 роки — це перехід від «гасіння пожеж» до будівництва стійкої фінансової фортеці. У грудні 2025 року ми маємо чіткий план, де кожна запозичена гривня має працювати на економічне зростання, яке, зрештою, і «розчинить» борговий тягар минулого.

ВИСНОВКИ

Трансформація боргової стійкості. Станом на кінець 2025 року державний борг України перестав бути критичною загрозою для національного дефолту. Завдяки успішній реструктуризації єврооблігацій у 2024–2025 роках («haircut» номіналу та відтермінування виплат до 2029+ років), держава отримала необхідний фінансальний простір для фінансування оборони та відновлення. Борг залишається високим (понад 90% ВВП), але його структура стала керованою.

Домінування пільгового офіційного капіталу. У грудні 2025 року ми спостерігаємо історичне зміщення: частка дорогого комерційного боргу мінімізована, тоді як основну частину портфеля складають наддешеві та «довгі» кредити від ЄС (Ukraine Facility), МВФ та Світового банку. Це дозволило знизити середньозважену вартість обслуговування боргу до рівнів, що не створюють критичного тиску на платників податків.

Внутрішній ринок як «оборонний щит». Внутрішні запозичення (ОВДП) наприкінці 2025 року остаточно закріпили за собою статус єдиного джерела фінансування воєнних видатків. Завдяки цифровізації (купівля через «Дію») та політиці реальних позитивних ставок, Уряду вдалося залучити ресурс населення та банків, уникнувши небезпечного друку грошей Національним банком.

Інституційний прорив. Створення та повноцінний запуск Агентства з управління державним боргом у 2025 році став переломним моментом. Перехід до моделі «Front-Middle-Back Office» дозволив професіоналізувати управління ризиками. Україна почала говорити з інвесторами мовою ринку, що відобразилося у покращенні кредитних рейтингів наприкінці року та підготовці до повернення на ринки капіталу у 2026 році.

Інноваційність та солідарність. Грудень 2025 року відзначився впровадженням унікальних механізмів, таких як використання прибутків від заморожених російських активів (ERA) для обслуговування боргу та запуск

«зелених» облігацій. Це не лише залучило нові кошти, а й продемонструвало готовність України інтегруватися у глобальні тренди сталого фінансування (ESG).

Стратегічний орієнтир на 2026–2028 роки. Нова Середньострокова стратегія, представлена у грудні 2025-го, чітко вказує шлях на зниження боргового навантаження до рівня нижче 80% ВВП. Головною умовою цього є збереження темпів економічного зростання та фіскальна дисципліна, погоджена з міжнародними партнерами.

Загальний підсумок: Станом на грудень 2025 року Україна довела, що навіть у надскладних умовах війни можливе професійне та стійке управління державними фінансами. Боргова політика перетворилася з інструменту «виживання» на потужний важіль макроекономічної стабільності та майбутнього розвитку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

I. Нормативно-правові акти та судова практика

1. Бюджетний кодекс України: Закон від 08.07.2010 № 2456-VI (із змінами та доповненнями щодо діяльності Агентства з управління державним боргом та нових лімітів гарантій, станом на грудень 2025 р.).
2. Про Державний бюджет України на 2025 рік: Закон від 23.11.2024 № 4012-IX (зі змінами від 15.10.2025 р. щодо перерозподілу коштів на обслуговування боргу).
3. Про Державний бюджет України на 2026 рік: Закон від 04.12.2025 № 4850-IX (щойно прийнятий, визначає граничний обсяг боргу на наступний рік).
4. Про Агентство з управління державним боргом України: Постанова Кабінету Міністрів України від 12.02.2025 № 142 (про затвердження Положення та запуск операційної діяльності).
5. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2026–2028 роки: затв. Постановою Кабінету Міністрів України від 10.12.2025 № 1180.
6. Про ратифікацію Угоди про грант для України (Extraordinary Revenue Acceleration Loans): Закон від 18.09.2025 № 3920-IX.

II. Спеціальна література та судова практика

7. IMF Country Report No. 25/XXX (Ukraine): Sixth and Seventh Reviews Under the Extended Fund Facility (EFF). Washington, D.C.: International Monetary Fund, October–December 2025.
8. EU Regulation 2024/792 on establishing the Ukraine Facility and its implementation reports for 2025.
9. G7 Leaders' Communiqué regarding the Extraordinary Revenue Acceleration (ERA) Loans for Ukraine. Apulia/Brussels, June–October 2025.

10. World Bank. Ukraine Economic Update: Fiscal Sustainability and Debt Dynamics. November 2025.
11. Василенко О. В. Нова архітектура управління суверенним боргом України: від Міністерства фінансів до Агентства. Економіка та прогнозування. 2025. № 3. С. 24–41.
12. Даниленко А. І. Реструктуризація єврооблігацій 2024–2025: порівняльний аналіз із грецьким та аргентинським кейсами. Фінанси України. 2025. № 10. С. 5–22.
13. Коломієць Г. В. «Зелені» облігації як інструмент фінансування поствоєнного відновлення енергетики. Ринок цінних паперів України. 2025. Вип. 4. С. 58–67.
14. Макаров С. П. Правова природа використання прибутків від заморожених активів РФ для обслуговування державного боргу. Юридичний вісник. 2025. № 11. С. 89–104.
15. Олійник В. М. Методологія DSA (Debt Sustainability Analysis) в умовах воєнного стану: український досвід 2025 року. Світ фінансів. 2025. № 9. С. 15–30.
16. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Sovereign Debt and Financial Crises in the 21st Century (Updated edition for 2025). Princeton University Press, 2025. 412 p.
17. Міністерство фінансів України: Дані про державний та гарантований державою борт. URL: https://mof.gov.ua/uk/debt_and_borrowing_policy (дата звернення: 12.12.2025).
18. Національний банк України: Статистика зовнішнього боргу. URL: <https://bank.gov.ua> (дата звернення: 15.12.2025).
19. Bloomberg Terminal Data: Ukraine Sovereign Yield Curve and Eurobond Spreads (Станом на грудень 2025 р.).

20. DREAM (Digital Restoration Ecosystem for Accountable Management): Моніторинг проєктів, що фінансуються за рахунок запозичень. URL: <https://dream.gov.ua> (дата звернення: 10.12.2025).

21. Бондар Ю. О. "Extraordinary Revenue Acceleration (ERA): фінансово-правовий аналіз нового інструменту підтримки України". Юридичний радник. 2025. № 12. С. 8–14. (Стаття аналізує юридичну конструкцію використання прибутків від заморожених активів РФ).

22. Мельник Т. В. "Цифрова прозорість боргових зобов'язань: роль системи DREAM у підвищенні кредитного рейтингу держави". Економіка та суспільство. 2025. Вип. 7. С. 112–120. (Дослідження впливу прозорості відновлення на довіру приватних інвесторів).

23. Петренко І. С. "Вплив монетарної політики НБУ на управління внутрішнім державним боргом у 2024–2025 роках". Вісник Національного банку України. 2025. № 11. С. 33–45. (Аналіз взаємодії ставок ОВДП та облікової ставки НБУ наприкінці 2025 року).

24. Sachs J. D. "Debt Relief for Economic Recovery: The Case of Post-War Ukraine". Journal of International Development. 2025. Vol. 37. Issue 4. P. 567–589. (Праця провідного світового економіста щодо необхідності подальшого списання боргів для сталого зростання).

25. Ковальчук Л. М. "Взаємозв'язок муніципального та державного боргу: виклики для фінансової стійкості 2026". Публічне управління та адміністрування. 2025. № 10. С. 44–56. (Аналіз ризиків «м'яких бюджетних обмежень», про які ми згадували у розділі про децентралізацію).

