

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-81-90>

УДК 336.27

## ОЦІНКА СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ЗА УМОВ ВИСОКОЇ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

## DEBT SUSTAINABILITY ASSESSMENT IN HIGH UNCERTAINTY ENVIRONMENT

**Керімов Павло Олексійович**

кандидат економічних наук,

Державна установа «Інститут економіки та прогнозування  
Національної академії наук України»ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>**Kerimov Pavlo**State Organization «Institute for Economics and Forecasting of the  
National Academy of Sciences of Ukraine»

У статті розглядаються сучасні підходи до оцінки стійкості державного ризику країн з точки зору їх придатності до використання в Україні на сьогоднішньому етапі. Попри високу комплексність таких методичних підходів, жоден з них не забезпечує точної і неупередженої оцінки, за рахунок недосконалих припущень, закладених у прогнози, на яких вони базуються. Оцінки, які здійснюються боржниками підпадають під моральний ризик, в той час як оцінки, які здійснюються кредиторами (зокрема МВФ) – часто покладаються на невиправдано оптимістичні засновки. Підвищення комплексності оцінки робить її менш прозорою, в той час як широке застосування сценарного аналізу робить результати оцінки негнучкими і малопридатними для кризових умов. В сучасних умовах глобальної невизначеності і порушень міжнародної торгівлі, такі методи будуть втрачати актуальність.

**Ключові слова:** макроекономічна невизначеність, державний борг, стійкість державного боргу, аналіз стійкості боргу, сценарний аналіз.

The aim of this article is to examine contemporary approaches to assessing sovereign risk from the perspective of their applicability to Ukraine at the present stage. The relevance of its topic lies in rapidly deteriorating economic conditions both in Ukraine and worldwide due to local conflicts and international trade decline. Based on the literature review it is possible to conclude that despite the high level of methodological sophistication of the existing approaches to sovereign debt sustainability assessment, none of them provides a precise and unbiased analysis due to imperfect assumptions embedded in the forecasts on which they are based. Assessments conducted by borrowers are subject to moral hazard, while those carried out by creditors (in particular the IMF) often rely on unjustifiably optimistic assumptions. Increasing methodological complexity reduces transparency, whereas the extensive use of scenario analysis makes assessment results inflexible and poorly suited to crisis conditions. Dependence on formal debt thresholds, stress-testing exercises, and narrow definitions of public debt obscure fiscal risks arising from contingent liabilities, subnational borrowing, and state-owned enterprises, while insufficiently capturing feedback effects between public debt dynamics and financial markets. Alternative quantitative approaches, such as risk-based or Value-at-Risk methods, are shown to improve theoretical rigor at the cost of transparency and policy applicability. Under current circumstances of global uncertainty and disruptions to international trade, such methods are likely to lose relevance, since prevailing debt sustainability frameworks are best suited to “normal” macroeconomic environments and are ill-equipped to address extreme conditions such as deep crises or war. The practical value of this article lies in identifying the limitations and biases of existing methods for sovereign debt sustainability assessment, which supports more cautious and adaptive fiscal planning, particularly under conditions of high uncertainty, war-related shocks, and disrupted trade.

**Keywords:** macroeconomic uncertainty, public debt, public debt sustainability, debt sustainability analysis, scenario analysis.

**Постановка проблеми** Ситуація, в якій перебуває наразі Україна, є унікальною: в силу російської агресії фінансування її осно-

вних державних функцій відбувається майже виключно за рахунок державного боргу. Виключенням становлять воєнні витрати,

на які спрямовується майже 100% власних податкових і неподаткових надходжень. Причиною такої ситуації є те, що фінансова допомога, яка здійснюється в рамках Ukraine facility (і включається у державний бюджет), підпадає під обмеження статті 41 (2) Договору про Європейський Союз [1], тобто не може бути спрямована на військові цілі. Фінансова допомога на військові цілі натомість здійснюється через інші механізми, наприклад European Peace Facility, які, однак, не включаються у державний бюджет України. Унікальність цієї ситуації двояка: по-перше, наразі країна функціонує фактично за рахунок запозичень, по-друге, ці запозичення надаються на пільгових умовах із не-економічною мотивацією. Ці фактори порушують засновки для стандартної оцінки стійкості державного боргу, яка полягає в оцінці можливості уряду розрахуватись за своїми поточними і майбутніми зобов'язаннями без надзвичайних заходів [2], адже поточна ситуація є надзвичайною, не дозволяє судити про платоспроможність країни після форс-мажору, а поточна можливість обслуговування боргу є дуже обмеженою. Це, в свою чергу, ставить питання пошуку і підбору методів для оцінки стійкості державного боргу для таких обставин.

#### **Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Питання оцінки стійкості державного боргу є досить ґрунтовно дослідженим. Зокрема, Виплоз (2011) [3] показує, що жодна методика оцінки стійкості державного боргу не є досконалою в силу прогнозного характеру та ендогенності ключових макроекономічних змінних. Основними проблемами такої оцінки залежність результатів від припущень, моральний ризик, відсутність універсального підходу та взаємозв'язок боргу з фінансовими ринками. Методологія МВФ базується на середньострокових прогнозах і стрес-тестах, але часто є надто оптимістичною та втрачає релевантність за різких змін умов. Альтернативні підходи, зокрема VaR-аналіз, є складними і непрозорими. Виплоз натомість пропонує оцінювати стійкість через здатність уряду адаптуватися, орієнтуючись на бюджетний баланс і враховуючи політичні та соціальні чинники, а не формальні боргові пороги.

Грейнер (2011) [4] аналізує стійкість державного боргу в моделі взаємозв'язку первинного бюджетного профіциту та боргу до ВВП, показуючи, що якщо процентна ставка перевищує темпи зростання ВВП, борг зростає швидше за економіку і стає нестійким. Стійкість можлива лише тоді, коли первинний

профіцит активно реагує на зростання боргу і ця реакція перевищує різницю між ставкою відсотка та темпами зростання; за відсутності такої реакції борг може бути стійким лише за низького початкового рівня. Перевищення критичного боргового порогу позбавляє уряд можливості стабілізації, що означає необхідність активної фіскальної політики та несумісність довгострокового зростання боргу до ВВП із борговою стійкістю.

Хакура (2020) [2] зазначає, що підходи до оцінки стійкості державного боргу залежать від його дефініції: від вузької, що охоплює лише зобов'язання центрального уряду, до найширшої, яка включає борги всіх рівнів влади, гарантований державою борг, зобов'язання державних корпорацій і зовнішній борг. Аналіз у розвинутих країнах і країнах, що розвиваються, зазвичай ґрунтується на вузькому визначенні, тоді як країни з низькими доходами досліджуються детальніше з урахуванням історії запозичень і дефолтів, на основі чого міжнародні організації визначають індивідуальні граничні рівні боргового навантаження.

Окремий широкий пласт досліджень зосереджується на факторах, які впливають на стійкість державного боргу. Зокрема, П'ятковські (2022) [5] вказує на те, що вищий ступень контролю за запозиченнями місцевої влади робить їх борги помітно більш стійкими у порівнянні із запозиченнями центрального уряду, який має можливість такі обмеження частково обходити. Мелецький (2010) [6] наголошує на підвищених ризиках зовнішніх запозичень, які окрім валютного ризику включають також підвищення вартості обслуговування боргу за рахунок зростання премії за ризик, та підвищення чутливості до будь-яких зовнішніх шоків (зокрема через підвищену залежність від валютної виручки). Ель-Насер, Дінке і Дінке (2025) [7] обґрунтовують, що державні витрати у кризових умовах мають значний проциклічний ефект, посилюючи фіскальні ризики та ускладнюючи боргову стабільність, а тому у кризових умовах урядам слід обмежувати проциклічні витрати та зосередитися на продуктивних інвестиціях задля стимулюванні економіки а отже і зростання доходів. Ердже (2024) [8] наголошує на ключовій ролі доступу до міжнародних ринків капіталу, а Рафі і Лекаль (2025) [9] вказують на те, що накопичення резервів є оптимальною стратегією навіть тоді, коли фундаментальні показники слабкі та ціни облігацій низькі (дохідності високі), оскільки це допомагає знизити градус паніки інвесторів та кредиторів.

Таким чином, більшість досліджень покриває проблематику оцінки стійкості державного боргу для країн, які не перебувають у стані війни, зовнішні шоки, які беруться до уваги при аналізі як правило стосуються порівняно нормального функціонування світової економіки (тобто ринкової корекції стосовно вартості запозичень, валютні шоки та різкі зміни кон'юнктури на товарних ринках), а заходи протидії їм обираються без урахування обмежень, які потенційно накладаються не-економічними факторами.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Отже, використання наявного досвіду для оцінки стійкості державного боргу в Україні потребує врахування унікальності її поточної ситуації та наявних обмежень не-економічного характеру, залишає широке коло питань стосовно придатності стандартного інструментарію для оцінки стійкості державного боргу в поточній ситуації.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою статті є узагальнення і критичний аналіз наявних підходів стосовно оцінки стійкості державного боргу в Україні в сучасних обставинах.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Як показує аналіз літератури, основним підходом до оцінки впливу глобальних шоків на стійкість державного боргу є середньостроковий сценарний аналіз та стрес-тестування. Зокрема, наприклад, методики МВФ для країн, що розвиваються, базуються на створенні 5-річного макроекономічного прогнозу основних макропоказників (ВВП, інфляція, платіжний баланс), і наступним за цим сценарним тестуванням такого прогнозу на стійкість до стресових ситуацій, зокрема стрибків відсоткових ставок, девальвації валюти, відтоку капіталу тощо.

Результати такого підходу є чутливими до закладених у прогноз припущень при тому, що самі макроекономічні показники, які прогнозуються, є ендегенними відносно власне боргу. Крім того, стрес-тести як правило не є настільки ж жорсткими, наскільки є дійсні зміни у глобальній економіці.

Альтернативні підходи включають метод аналізу ризиків (VaR), що є більш комплексним варіантом сценарного аналізу, метод порогової регресії, який є формою регресійного аналізу для показників, чия динаміка радикально змінюється при досягненні певних порогових значень, аналіз історичного досвіду тощо.

Таким чином, згідно зі стандартним підходом аналіз стійкості державного боргу в Україні мав би вкладатись у наступну схему:

1. Встановлення функціональної залежності боргу від основних факторів, які можуть виступати каналом передачі шоку. Доцільно використовувати базові рівняння, доповнені теоретично важливими факторами, які будуть перевірятись на наступних етапах. Побудувати 5-річний прогноз без впливу глобальних шоків.

2. Визначення каналів передачі шоку. Доцільно категоризувати основні очікувані шоки та канали їх впливу на економіку. Наприклад: фінансовий канал (зупинка притоку капіталу, зростання світових процентних ставок, розширення кредитних спредів країни), торговий канал (падіння цін або обсягів експорту (критично для експортерів сировини)), валютний канал (девальвація, особливо руйнівна для країн із високим рівнем боргу в іноземній валюті) тощо.

3. Розробка сценаріїв та стрес-тестування, виходячи із факторів, виділених у пункті 2. Доцільно аналізувати вплив цих факторів на цільові показники моделі (наприклад, обсяг боргу до ВВП). Можливі сценарії: підвищення процентної ставки, девальвація, зниження темпу зростання ВВП, зростання первинного боргу.

4. Додатковий аналіз із використанням імовірнісних (наприклад: системи аналізу суверенного ризику та боргової стійкості для країн з ринковим доступом) чи нелінійних (наприклад: порогова регресія) інструментів для отримання більш повної картини для інтерпретації.

5. Комплексна інтерпретація. Формування висновків стосовно впливу основних факторів, що оцінюються та/або явищ, які вони представляють на стійкість державного боргу в цільовій економіці. Бажано включити оцінку впливу політичної стабільності, якості інституцій, структури боргу.

Дані, на яких мав би ґрунтуватись аналіз, включають структуру державного боргу (зокрема розподіл державного боргу за строками погашення, валютою (зокрема, частка боргу в іноземній валюті) та типом кредитора (офіційні двосторонні, міжнародні організації, приватні ринки)); офіційні прогнози основних макроекономічних показників (ВВП, інфляції, балансу бюджету та поточного рахунку) на найближчі 3-5 років; огляд фінансових ринків (поточні та історичні дані за ключовими індикаторами, такими як дохідність суверенних

облігацій (для оцінки премії за ризик), кредитні дефолтні свопи (CDS), а також структура та достатність валютних резервів); оцінки інституційних показників (WGI Світового банку) та структуру експорту.

Очевидним припущенням, закладеним у такий стандартний підхід, є те, що країни-отримувачі позики не беруть участь у війні, і їх подальший розвиток (а отже і можливість розрахуватись за запозиченнями) є хоча б частково прогнозованим і залежить насамперед від дій самої країни в частині реформ, інвестиційних програм та зваженості і адекватності внутрішньої політики. Україна є єдиною країною, яка отримала кредит від МВФ, перебуваючи у війні, при тому, що умови цього кредиту було пом'якшено попри негативні оцінки поточної платоспроможності (наприклад, кредитний рейтинг України впав з В- у 2010 до CCC у 2014, а з серпня 2024 відповідає рівню SD – “selective default” [10]). Кожен наступний транш надавався за умови виконання кількісних критеріїв (наприклад, мінімальний рівень податкових надходжень, перебування державного і гарантованого державного боргу у встановлених межах тощо) та структурних орієнтирів (наприклад, гармонізація фінансового законодавства зі стандартами ЄС), таким чином МВФ бере активну участь у реформуванні української економіки, як кредитор, виходячи зі своїх оцінок перспектив її розвитку [11, с. 37-41]. Станом на літо 2025 року, угода щодо надання Україні кредиту від МВФ через розширену фінансову лінію (“Extended Fund Facility”, EFF) переглядалась вісім разів, причому кожен раз реалізовувався найгірший закладений сценарій, тобто продовження війни. Базовий сценарій оцінки стійкості державного боргу, що міститься в останньому на даний момент (восьмому) перегляді цієї угоди, вже не реалізовувався, адже він виходить із закінчення бойових дій у 2025 році, що робить прогнози щодо стабілізації державного боргу на рівні 65% до 2033 року та середніх середньорічних потреб у фінансуванні до 8% у 2028-2033 маловірогідним. За поточною оцінкою державний борг України є стій-

ким [12] тільки за перспективною оцінкою за умови реалізації фіскальної корекції за програмою МВФ, отримання достатнього рівня фінансування на пільгових засадах та завершення реструктуризації всіх боргових вимог. Вірогідність продовження війни довше, ніж середина 2026 року взагалі не розглядається, хоча такою, очевидно, є ідеологічна позиція росії. При цьому, навіть реалізація «песимістичного» сценарію (тобто: війна до середини 2026 року) характеризується подальшим руйнуванням цивільної інфраструктури, глибшим падінням ВВП, більшою потребою у фінансуванні та вищими фіскальними дефіцитами, більшим тиском на резерви і курс гривні і як результат – вищим рівнем державного боргу.

**Висновки.** Поточне становище України робить правдоподібною оцінку стійкості її боргу майже неможливою. Стандартні методики не враховують наявності фактору погіршення боргової стійкості, який діяв би з осмисленою метою такого погіршення. Історично, МВФ (чиї методики оцінки стійкості державного боргу можна вважати еталонними) оминав цю проблему не надаючи кредитів країнам, які перебували у стані війни. Україна отримала кредит від МВФ попри це обмеження через розширену фінансову лінію, і оцінка стійкості державного боргу, яка здійснювалась в рамках угоди про неї кожен раз виявлялась надто оптимістичною через закладені очікування про зменшення інтенсивності військових дій. Це цілком підтверджує тенденцію до надто оптимістичних прогнозів МВФ, яку відмічали інші науковці (наприклад, Виплоз [3]), і їх вразливість до радикальних змін економічної ситуації. Поточні ж зміни у світовій економіці потенційно є найбільш радикальними з кінця Другої світової війни, із порушенням міжнародної торгівлі, викликаними тарифною політикою США, підвищенням вартості морських перевезень, викликаних бойовими діями і піратством одразу у кількох географічних регіонах, і наявністю активного зловмисного діяча в особі росії, який спрямовує свої дії на підрив не тільки української, але і світової економіки.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Consolidated version of the Treaty on European Union. Official Journal of the European Union, 326/13, 26 October 2012. URL: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0023.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0023.02/DOC_1&format=PDF) (дата звернення 28.12.2025)
2. Dalia Hakura. What is debt sustainability? IMF Finance & Development Magazine, September 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics> (дата звернення 28.12.2025)

3. Charles Wyplosz. Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible. *Review of Economics and Institutions*, Vol. 2, No. 3, 2011, 37 p. DOI: 10.5202/rei.v2i3.42
4. Alfred Greiner. Sustainability of public debt: Some theoretical considerations. *Economics Bulletin*, vol. 31(4), 2011, pages 3311-3319. URL: <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2011/Volume31/EB-11-V31-I4-P302.pdf> (дата звернення 28.12.2025)
5. Paweł Piątkowski. The Structure of Public Debt and the Criteria of Its Sustainability. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, Vol. 56, No. 3, 2022. DOI: 10.17951/h.2022.56.3.89-107
6. Martin Melecky. Choosing the Currency Structure of Foreign-Currency Debt: A Review of Policy Approaches. *Journal of International Development*, Vol. 24, 2010, pp. 133–151 DOI: 10.1002/jid.1711
7. El-Naser, A., Dincă, G., & Dincă, M. S. Investigating the Determinants of Public Debt Sustainability for European Union Countries. *Scientific Annals of Economics and Business*, 72(1), 2025, 21–40. DOI: 10.47743/saeb-2025-0001
8. Erce, A. Exceptional Access Criteria Part II: Debt Sustainability and Market Access. Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, IEO Evaluation Paper BP/24-02/04, 2024. URL: <https://ieo.imf.org/en/-/media/ieo/files/evaluations/completed/12-12-2024-imfs-exceptional-access-policy/eap-bp4-exceptional-access-criteria-part-ii.pdf> (дата звернення 28.12.2025)
9. Rafie, F.-E., & Lekhal, M. Empirical investigation of the relationship between public external debt sustainability, foreign reserves and fixed exchange rate. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 2025. DOI: 10.1080/23322039.2025.2457478
10. IMF Lending to Ukraine: State of Play and the Road Ahead. Economic governance and EMU scrutiny unit, 2024. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760264/IPOL\\_IDA\(2024\)760264\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760264/IPOL_IDA(2024)760264_EN.pdf) (дата звернення 28.12.2025)
11. Ukraine: Eighth review under the extended arrangement under the extended fund facility, requests for modification of performance criteria, rephrasing of access, and financing assurances review – press release; staff report; supplementary information; and statement by the alternate executive director for Ukraine. International Monetary Fund, 2025. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2025/english/ukrea2025002-print-pdf.pdf> (дата звернення 28.12.2025)
12. State of play: EU support to Ukraine. European Parliament Research Service, 2025. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775834/EPRS\\_BRI%282025%29775834\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775834/EPRS_BRI%282025%29775834_EN.pdf) (дата звернення 28.12.2025)

## REFERENCES:

1. European Union. (2012). Consolidated version of the Treaty on European Union. Official Journal of the European Union, 326/13, 26 October 2012. URL: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0023.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0023.02/DOC_1&format=PDF) (accessed: December 28, 2025).
2. Dalia Hakura (2020) What is debt sustainability? IMF Finance & Development Magazine. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics> (accessed: December 28, 2025)
3. Charles Wyplosz (2011) Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible. *Review of Economics and Institutions*, Vol. 2, No. 3, 37 p. DOI: 10.5202/rei.v2i3.42
4. Alfred Greiner (2011). Sustainability of public debt: Some theoretical considerations. *Economics Bulletin*, vol. 31(4), pp. 3311-3319. URL: <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2011/Volume31/EB-11-V31-I4-P302.pdf> (accessed: December 28, 2025).
5. Paweł Piątkowski (2022). The Structure of Public Debt and the Criteria of Its Sustainability. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, Vol. 56, No. 3. DOI: 10.17951/h.2022.56.3.89-107
6. Martin Melecky (2010). Choosing the Currency Structure of Foreign-Currency Debt: A Review of Policy Approaches. *Journal of International Development*, Vol. 24, pp. 133–151 DOI: 10.1002/jid.1711
7. El-Naser, A., Dincă, G., & Dincă, M. S. (2025). Investigating the Determinants of Public Debt Sustainability for European Union Countries. *Scientific Annals of Economics and Business*, 72(1), 21–40. DOI: 10.47743/saeb-2025-0001
8. Erce, A. (2024). Exceptional Access Criteria Part II: Debt Sustainability and Market Access. Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, IEO Evaluation Paper BP/24-02/04. URL: <https://ieo.imf.org/en/-/media/ieo/files/evaluations/completed/12-12-2024-imfs-exceptional-access-policy/eap-bp4-exceptional-access-criteria-part-ii.pdf> (accessed: December 28, 2025).

9. Rafie, F.-E., & Lekhal, M. (2025). Empirical investigation of the relationship between public external debt sustainability, foreign reserves and fixed exchange rate. *Cogent Economics & Finance*, 13(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2025.2457478>
10. European Parliament (2024) IMF Lending to Ukraine: State of Play and the Road Ahead. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760264/IPOL\\_IDA\(2024\)760264\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760264/IPOL_IDA(2024)760264_EN.pdf) (accessed: December 28, 2025).
11. International Monetary Fund. (2025). Ukraine: Eighth review under the extended arrangement under the extended fund facility, requests for modification of performance criteria, rephasing of access, and financing assurances review – press release; staff report; supplementary information; and statement by the alternate executive director for Ukraine. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2025/english/1ukrea2025002-print-pdf.pdf> (accessed: December 28, 2025).
12. European Parliament (2025) State of play: EU support to Ukraine. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775834/EPRS\\_BRI%282025%29775834\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775834/EPRS_BRI%282025%29775834_EN.pdf) (accessed: December 28, 2025).