РОЗДІЛ ІІІ
Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 336.27:336.74:339.743

Юлія ВЕРГЕЛЮК,
кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансових ринків та технологій,
Державний податковий університет,
м. Ірпінь, Україна
ORCID ID 0000-0003-1773-6631,
e-mail: verheliuk@ukr.net

https://doi.org/10.29038/2786-4618-2026-02-85-96

ВАЛЮТНІ РИЗИКИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ІНСТРУМЕНТИ ЇХ ХЕДЖУВАННЯ

Вступ. *Валютний ринок та ринок державного боргу в Україні формують взаємопов'язану систему, в якій зростання зовнішніх запозичень і валютної складової боргу посилює чутливість економіки до курсових коливань. Це призводить до зростання боргового навантаження, підвищення волатильності валютного ринку та посилення залежності його стабільності від інтервенцій центрального банку. Обмеженість традиційних підходів до управління борговими ризиками зумовлює необхідність використання додаткових інструментів, зокрема валютних деривативів, потенціал яких в Україні залишається недостатньо реалізованим.*

Мета. *Аналіз впливу валютних ризиків державного боргу на стійкість валютного ринку України та обґрунтування можливостей використання інструментів хеджування у системі управління державним боргом.*

Методи. *Дослідження базується на статистичних методах для оцінки динаміки боргових і валютних показників, порівняльному аналізі для виявлення взаємозв'язків між державним боргом і валютним ринком, а також теоретичних методах узагальнення для обґрунтування підходів до управління валютними ризиками та можливостей їх хеджування.*

Результати. *Встановлено, що зростання зовнішнього державного боргу та висока частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, формують значні валютні ризики та підсилюють вразливість валютного ринку України. Погіршення показників боргового навантаження і зниження рівня міжнародних резервів супроводжуються підвищеною волатильністю обмінного курсу та активізацією валютних інтервенцій. Доведено наявність двостороннього взаємозв'язку між зовнішнім боргом і валютним ринком, що посилює девальваційний тиск на національну валюту. Обґрунтовано доцільність використання валютних деривативів як інструменту хеджування, однак їх ефективність в Україні обмежується недостатнім розвитком фінансового ринку.*

Висновки. *Управління валютними ризиками державного боргу в Україні потребує переходу від переважно структурних рішень до комплексного підходу із застосуванням інструментів хеджування. Ключовим обмеженням залишається нерозвиненість ринку похідних фінансових інструментів, що ускладнює практичну імплементацію таких механізмів. Необхідним є формування інституційних і ринкових передумов для їх використання з урахуванням міжнародного досвіду. Подальші дослідження доцільно спрямувати на розроблення моделей інтеграції валютних деривативів у систему управління державним боргом та оцінку їх ефективності в умовах підвищеної макрофінансової нестабільності.*

Ключові слова: *валютні ризики, державний борг, хеджування, боргова політика, валютний ринок, деривативи, фінансові інструменти, боргове фінансування.*

ISSN 2786-4618 (Online), ISSN 2786-460X (Print)
© Вергелюк Ю., 2026. Ця стаття відкритого доступу на умовах CC BY-NC 4.0

Yuliia VERHELIUK,
PhD in Economics, Associate Professor,
Associate Professor of the Department of Financial Markets and Technologies,
State Tax University,
Irpin, Ukraine

CURRENCY RISKS OF PUBLIC DEBT AND INSTRUMENTS FOR THEIR HEDGING

Introduction. *The foreign exchange market and the public debt market in Ukraine form an interconnected system in which the growth of external borrowing and the foreign currency component of debt increases the economy's sensitivity to exchange rate fluctuations. This leads to a higher debt burden, increased volatility of the foreign exchange market, and greater dependence of its stability on central bank interventions. The limitations of traditional approaches to debt risk management necessitate the use of additional instruments, particularly currency derivatives, whose potential in Ukraine remains insufficiently utilized.*

The purpose of the study is *to analyze the impact of currency risks of public debt on the stability of Ukraine's foreign exchange market and to substantiate the possibilities of using hedging instruments within the public debt management system.*

Methods. *The study is based on statistical methods for assessing the dynamics of debt and exchange rate indicators, comparative analysis to identify the relationship between public debt and the foreign exchange market, and theoretical generalization methods to substantiate approaches to managing currency risks and the possibilities of their hedging.*

Results. *The findings indicate that the growth of external public debt and the high share of foreign currency-denominated liabilities generate significant currency risks and increase the vulnerability of Ukraine's foreign exchange market. The deterioration of debt burden indicators and the decline in international reserves are accompanied by increased exchange rate volatility and intensified foreign exchange interventions. A bidirectional relationship between external debt and the foreign exchange market has been identified, which amplifies depreciation pressures on the national currency. The study substantiates the relevance of using currency derivatives as a hedging instrument; however, their effectiveness in Ukraine is constrained by the underdevelopment of the financial market.*

Conclusions. *Managing currency risks of public debt in Ukraine requires a shift from predominantly structural solutions to a comprehensive approach involving hedging instruments. The key constraint is the underdevelopment of the derivatives market, which complicates the practical implementation of such mechanisms. It is necessary to develop institutional and market preconditions for their application, taking into account international experience. Further research should focus on developing models for integrating currency derivatives into the public debt management system and assessing their effectiveness under conditions of increased macro-financial instability.*

Keywords: *currency risks, public debt, hedging, debt policy, foreign exchange market, derivatives, financial instruments, debt financing.*

JEL Classification: H63, F34, G32, G15

Вступ. У сучасних умовах функціонування національної економіки валютний ринок та ринок державного боргу формують взаємопов'язану систему, в межах якої коливання одного сегмента неминуче транслюються в інший через низку макрофінансових каналів. До таких каналів належать переоцінка боргових зобов'язань унаслідок зміни обмінного курсу, вплив валютної структури боргу на попит і пропозицію іноземної валюти, а також залежність курсової динаміки від обсягів зовнішнього фінансування. Водночас, попри багатовекторність взаємодії, особливої уваги потребує саме зворотний вплив державного боргу на стійкість валютного ринку, який у вітчизняних умовах набуває дедалі більшої ваги.

Актуальність дослідження зумовлена тим, що в умовах воєнних викликів відбувається вимушене нарощування зовнішніх державних запозичень, що призводить до зростання частки боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній структурі державного боргу. Обмеженість внутрішніх фінансових ресурсів, нестабільність національної грошової одиниці та зниження довіри інвесторів до неї формують передумови для домінування валютних інструментів запозичень. У результаті посилюється чутливість боргової позиції до курсових коливань, а будь-які девальваційні процеси призводять до автоматичного зростання боргового навантаження в національному вимірі.

Це створює додатковий тиск на валютний ринок, стійкість якого в умовах воєнного періоду підтримується значними витратами, зокрема через активне використання інструментів валютних інтервенцій Національного банку України. Стабільність валютного курсу не визначається виключно параметрами державного боргу, проте за умов перманентного погіршення боргової позиції, зростання зовнішньої заборгованості та наближення до граничних значень показників боргової стійкості, саме борговий фактор трансформується у вагомий дестабілізуючий чинник валютного ринку.

Традиційні підходи до управління борговими ризиками, що ґрунтуються переважно на оптимізації структури запозичень, виявляються недостатніми. Це зумовлює необхідність пошуку додаткових інструментів мінімізації валютних ризиків, серед яких особливе місце посідають похідні фінансові інструменти. Міжнародна практика засвідчує ефективність використання валютних деривативів для хеджування курсових ризиків та зниження волатильності боргового навантаження. Водночас для України їх застосування обмежується низкою об'єктивних чинників, насамперед недостатнім розвитком ринку похідних фінансових інструментів, що стримує як державу, так і потенційних інвесторів від активного використання відповідних механізмів. У цьому контексті дослідження впливу валютних ризиків державного боргу на стійкість валютного ринку та обґрунтування можливостей використання валютних деривативів як інструменту їх хеджування, набуває особливої наукової та практичної значущості.

Огляд літератури. Дослідження проблематики валютних ризиків державного боргу та їх впливу на макрофінансову стабільність активно представлені як у вітчизняній, так і в зарубіжній науковій літературі. В українських дослідженнях значна увага приділяється структурним характеристикам державного боргу та їх впливу на фінансову безпеку. Зокрема, О. Барановський [3] обґрунтовує визначальну роль валютної та відсоткової структури боргу у формуванні вразливості економіки до зовнішніх шоків. Н. Ткачук та О. Стащук [4] акцентують на необхідності дотримання безпечних параметрів боргового навантаження в умовах воєнного стану. У свою чергу, Г. Рибак та Ю. Федотова [5] досліджують ризики «боргового навісу» та їх вплив на макроекономічну динаміку, підкреслюючи їх взаємозв'язок із валютною стабільністю. Окремі аспекти реструктуризації державного боргу та управління борговими ризиками розглядає М. Ганцяк [6], який аналізує механізми зниження боргового навантаження в умовах кризових явищ.

У зарубіжних дослідженнях валютні ризики державного боргу розглядаються в контексті макрофінансової стійкості та управління борговими портфелями. Зокрема, T. Jonasson, S. Malik, K. Chung, M. Papaioannou [7] підкреслюють необхідність системної оцінки валютних ризиків та впровадження стратегій їх хеджування у практиці державного боргового менеджменту. A. Keyser та W. Paczos [16] доводять, що вплив валютної структури боргу на його ризиковість значною мірою залежить від режиму валютного курсу. Емпіричні дослідження F. Jahan та D. Ryu [11] підтверджують важливість співвідношення міжнародних резервів і зовнішнього боргу як ключового індикатора зовнішньої вразливості економіки. Водночас L. Katusiime [19] зазначає, що ефективність використання валютних деривативів у країнах із недостатньо розвиненими фінансовими ринками залишається обмеженою.

Важливу роль у формуванні підходів до управління валютними ризиками державного боргу відіграють міжнародні фінансові організації. Зокрема, аналітичні матеріали Міжнародного валютного фонду [7] та Світового банку [8] містять рекомендації щодо оцінки валютної структури боргу, рівня резервного покриття та використання інструментів хеджування. Окремо слід відзначити дослідження The Currency Exchange Fund [13], в якому обґрунтовується доцільність застосування валютних свопів для зниження валютної вразливості боргових портфелів.

Попри значну кількість досліджень, питання комплексного аналізу двостороннього взаємозв'язку між зовнішнім державним боргом і стійкістю валютного ринку, а також обґрунтування можливостей використання валютних деривативів у національних умовах залишаються недостатньо розкритими, що зумовлює необхідність подальших наукових досліджень у цьому напрямі.

Метою дослідження є аналіз впливу валютних ризиків державного боргу на стійкість валютного ринку України та обґрунтування можливостей використання інструментів хеджування у системі управління державним боргом.

Матеріали і методи дослідження. Інформаційну базу дослідження становлять офіційні статистичні дані Міністерства фінансів України, Національного банку України, Світового банку, а також аналітичні матеріали міжнародних фінансових організацій і результати наукових досліджень з питань управління державним боргом та валютними ризиками. У процесі дослідження використано загальнонаукові та спеціальні методи: системний підхід – для обґрунтування взаємозв'язку між валютним ринком і державним боргом; методи статистичного та порівняльного аналізу – для оцінки динаміки боргових і валютних показників; економіко-аналітичні методи – для виявлення тенденцій і закономірностей їх зміни; а також метод узагальнення – для формування висновків щодо впливу валютних ризиків державного боргу та можливостей їх хеджування.

Результати дослідження. Зростання державного боргу в Україні набуває стрімкого характеру та вже стало перманентним процесом. Зростання державного боргу лише один із показників, що порушує макроекономічну рівновагу та фінансову безпеку держави в цілому. Фінансово-економічні процеси функціонують у тісному взаємозв'язку, що зумовлює їх взаємний вплив. У цьому контексті зростання державного боргу одночасно є як наслідком змін ключових макроекономічних параметрів, так і чинником їх подальшої трансформації, зокрема економічної активності, стабільності національної грошової одиниці, стану міжнародних резервів та динаміки валового внутрішнього продукту.

Визначальним тригером здійснення активних державних позик є війна в Україні, яка вимагає масштабного фінансування військових потреб, усунення пошкоджень критичної інфраструктури, підтримки бізнес-середовища. У зв'язку з цим, безпекові ліміти державних позик та боргового фінансування державного бюджету призупинені на законодавчому рівні. Тимчасово припинене положення Бюджетного кодексу України про розмір дефіциту державного бюджету та державного боргу по відношенню до ВВП. Щорічний дефіцит бюджету в останні роки по відношенню до ВВП перебуває далеко за межами 3%. З початком повномасштабної війни цей показник складав: 2022 рік – 17,62%, 2023 – 20,39%, 2024 – 17,74%, 2025 – 18,32%, що вимагало покриття за рахунок позикових джерел. Затвердження дефіцитного бюджету в останні роки набуває глобального характеру і спостерігається в ряді країн світу. Для прикладу, рівень дефіциту бюджету Італії в 2023 році склав 7,2% ВВП, Угорщини – 6,7%, Франції – 5,5%. Профіцитними були бюджети лише декількох країн – Данії, Ірландії, Кіпру та Португалії [1, с.60].

Внутрішній ринок державних запозичень у наявних умовах не забезпечує достатнього обсягу ресурсів для покриття зростаючих фінансових потреб держави, що зумовлює необхідність активного залучення позикових коштів на зовнішніх ринках. Залучення бюджетних ресурсів за рахунок запозичень істотно впливає на динаміку макроекономічних показників, обсяги державної заборгованості та витрати на її обслуговування, що зумовлює необхідність впровадження ефективних механізмів управління ризиками та коригування боргової політики. [1]. На діаграмі (рис. 1) відображено динаміку показників структури державного боргу України в 2018-2026 рр. у розрізі ринків залучення та валют.

В аналізованому періоді, який охоплює як довоєнний період, так і період повномасштабної війни, обсяг державного боргу України суттєво зріс. Починаючи з 2022 року простежується чітко виражена тенденція: темпи приросту внутрішнього державного боргу є значно нижчими порівняно з темпами зростання зовнішньої заборгованості. Це знайшло відображення у структурі державного боргу, зокрема у зростанні частки зовнішніх зобов'язань, яка у 2026 році досягла історичного максимуму – 77,5% (для порівняння, у 2018 році цей показник становив 54,4%).

Ще більш показовою є валютна структура боргу: майже 80% державних запозичень припадає на зобов'язання, номіновані в іноземній валюті, зокрема в євро, доларах США, спеціальних правах запозичення, канадських доларах, японських єнах та фунтах стерлінгів. Така концентрація боргу в іноземній валюті свідчить про суттєве посилення залежності боргової позиції держави від коливань валютного курсу та формує значний потенціал для переоцінки зобов'язань у разі девальваційних шоків.

Водночас домінування зовнішніх та валютних запозичень у структурі державного боргу об'єктивно вказує на наявність значних валютних ризиків, які в умовах підвищеної волатильності валютного ринку України, набувають системного характеру. Поєднання високої частки боргу, номінованого в іноземній валюті, з нестабільністю національної грошової одиниці створює

передумови для посилення боргового навантаження через курсовий канал, що, у свою чергу, генерує додатковий тиск на валютний ринок.

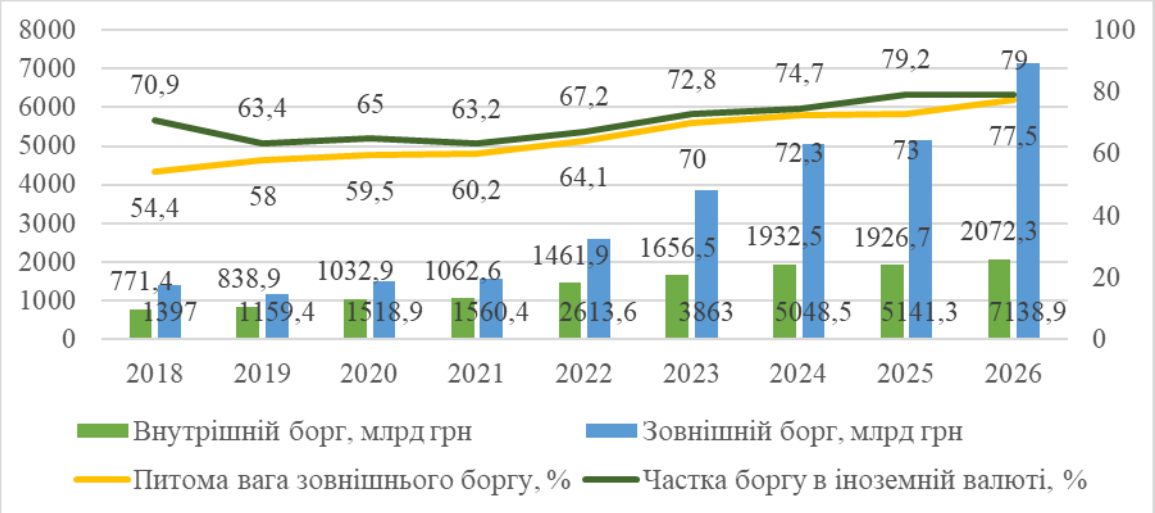


Рис. 1. *Динаміка показників структури державного боргу України в 2018-2026 рр.*
Джерело: побудовано автором за [2].

За таких обставин валютні ризики державного боргу трансформуються з супутнього чинника у вагому загрозу фінансовій безпеці держави, оскільки їх реалізація здатна не лише ускладнити обслуговування боргових зобов'язань, а й дестабілізувати макрофінансову рівновагу загалом.

Валютні ризики державного боргу – це ризики зміни вартості та умов обслуговування боргових зобов'язань унаслідок коливань валютного курсу. Вони проявляються не лише через погіршення структури боргу та зростання навантаження на бюджет, а й через складну систему трансмісійних каналів, через які валютні шоки поширюються на фінансовий сектор, зовнішньоекономічну діяльність і реальну економіку. Коливання курсу впливають на обсяг боргу в національному вимірі, платіжний баланс, інфляційні процеси та інвестиційну активність. Саме тому у наукових дослідженнях і практиці управління державними фінансами валютна структура боргу розглядається як один із ключових чинників забезпечення боргової стійкості та фінансової безпеки держави. О. Барановський в цьому руслі зауважує, що валютна й відсоткова структура зовнішнього державного боргу та наявність активів для погашення такої заборгованості, стан платіжного балансу країни – важливі чинники вразливості національної економіки до кризи ліквідності зовнішніх зобов'язань [3, с. 16]. Про важливість балансування внутрішнього та зовнішнього державного боргу в контексті стратегічного боргового планування та дотримання порогів боргової безпеки на тлі інших макроекономічних параметрів йдеться в статті Н. Ткачук та О. Стащук. Попри війну та форс-мажорні обставини, стверджують науковиці, слід мінімізовувати ризики державного боргу [4].

Аспекти формування та зростання «боргового навісу» (боргового навантаження), зокрема з позицій ризиків, проаналізовано у дослідженні Г. Рибак та Ю. Федотової. Отримані результати узгоджуються з висновками, що ризики збільшення «боргового навісу» транслюють погіршення інших макроекономічних показників та визначають фінансову стійкість держави. Валютні ризики державного боргу впливають на реальний сектор економіки та є чинником девальвації національної грошової одиниці. Прослідковується чітка кореляція між рівнем чистих зовнішніх активів та валютним курсом незалежно від того, який період береться до уваги – короткостроковий чи довгостроковий [5].

У практиці державного боргового управління втрата доступу до ринків позикового капіталу та виникнення труднощів із обслуговуванням боргу не є синхронними процесами. Між ними, як правило, існує часовий лаг, у межах якого держава вже втрачає можливість здійснювати запозичення на прийнятних умовах, однак формально зберігає здатність виконувати боргові зобов'язання. Водночас накопичення проблем з обслуговуванням боргу неминуче призводить до звуження доступу до фінансових ринків, проте цей ефект може проявлятися із суттєвим запізненням порівняно з моментом втрати безпечних можливостей залучення позикових ресурсів. Цей період «відставання»

завжди супроводжується накопиченням та концентрацією різноманітних боргових ризиків. Найгірший сценарій, що виникає після складнощів з обслуговуванням та втратою платоспроможності, які можуть бути обумовлені об'єктивними економічними проблемами, призводить до дефолту. Дефолт вважається проекцією стану банкрутства на макроекономічному рівні [6]. Вирівнювання боргової позиції держави без проведення реструктуризаційних заходів фактично унеможливлюється.

Саме тому оцінки та рекомендації експертів МВФ спрямовані на уникнення високої концентрації ризиків у боргових портфелях країн, що потенційно можуть втратити платоспроможність. Зокрема, значна частка державного боргу в іноземній валюті посилює валютну вразливість, оскільки «валютні ризики виникають через борг, номінований в іноземній валюті, та нехеджовані витрати на обслуговування боргу», а коливання обмінних курсів «можуть суттєво збільшити вартість непогашеного боргу та витрати на його обслуговування» [7]. Експерти підкреслюють, що для пом'якшення таких негативних наслідків органи управління державним боргом повинні активно оцінювати валютні ризики у суверенних боргових портфелях і розробляти стратегії, які передбачають відповідне хеджування наявних валютних експозицій суверенного боргу. У цьому руслі попри те, що наслідки накопичення внутрішнього боргу країни також можуть бути негативними (спричиняти ефекти інвестиційного та фіскального витіснення), з ракурсу трансляції валютних ризиків значно більші загрози чинить зовнішній державний борг, сформований в іноземній валюті.

Обслуговування та сплата державного боргу номінованого в іноземній валюті чинить значний тиск на валютний ринок вичерпуючи міжнародні резерви та звужуючи пропозицію валюти на ринку. Тому визначаючи безпекові межі зовнішніх запозичень, країни звертаються до співставлення їх обсягу до обсягу міжнародних резервів, експорту та інших макроекономічних показників, як відносних, так і абсолютних (табл. 1).

Таблиця 1

Ключові індикатори валютної вразливості державного боргу України у 2018-2026 рр.

Показники / роки	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Міжнародні резерви, млн дол. США	20820,43	25302,16	29132,89	30940,95	28494,46	40514,43	43795,35	57302,41	54765,92
Сальдо валютних інтервенцій НБУ, млн дол. США	1371,97	7933,37	1038	2415,0	-21112,64	-28609,88	-35186,36	-3606,32	-11837,73
Співвідношення сальдо інтервенцій до міжнародних резервів, %	6,6	31,6	3,6	7,8	-74,1	-70,6	-80,3	-6,3	-21,6
Співвідношення міжнародних резервів до зовнішнього боргу, %	41,3	51,7	54,2	54,1	39,9	39,8	36,5	34,6	33,1
Зовнішній борг до ВВП, %	38,6	31,8	34,5	28,6	44,1	56,1	63	78,9	84,2
Зовнішній борг до експорту, %	172,5	163,6	183	143,4	202,9	281,4	296,4	-	-
Зовнішній борг до ВНД, %	92,7	80,7	83,4	70,6	84,1	96,1	101,3	-	-
Обслуговування боргу до експорту, %	20,8	18,2	23,9	15,2	13,4	12,2	15,8	-	-

Джерело: побудовано автором за [8], [9], [10].

Аналіз динаміки валютних інтервенцій та міжнародних резервів свідчить про зростаюче навантаження на резервні активи внаслідок необхідності підтримки курсової стабільності в Україні. Починаючи з 2022 року сальдо валютних інтервенцій набуває стійко від'ємного значення, що відображає систематичний продаж іноземної валюти з резервів для згладжування дисбалансів на валютному ринку. Відповідна тенденція підтверджується показником співвідношення сальдо

інтервенцій до міжнародних резервів, який у окремі роки досягає критично високих від'ємних значень, свідчачи про значну інтенсивність використання резервів.

За таких умов валютний ринок демонструє обмежену здатність до саморегулювання, а його рівновага значною мірою підтримується адміністративними заходами. Це означає, що навіть без урахування боргового чинника ринок перебуває у стані підвищеної вразливості, що обумовлює залежність курсової динаміки від обсягів і регулярності валютних інтервенцій.

У цьому контексті нарощування розмірів зовнішнього державного боргу формує додатковий дестабілізуючий вплив на валютний ринок. Збільшення обсягів зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, посилює потенційний попит на валютні ресурси для їх обслуговування та погашення, що в умовах уже напруженого валютного ринку поглиблює існуючі дисбаланси та негативно впливає на його кон'юнктуру.

Це підтверджується динамікою співвідношення міжнародних резервів до зовнішнього боргу, яка демонструє стійку тенденцію до зниження. Темпи зростання зовнішньої заборгованості суттєво випереджають темпи накопичення міжнародних резервів, унаслідок чого рівень їх покриття поступово скорочується. Така ситуація свідчить про обмеженість резервного буфера для нейтралізації валютних ризиків та зниження спроможності держави забезпечувати стабільність валютного ринку в умовах зростаючого боргового навантаження.

Сучасні емпіричні дослідження підтверджують тісний взаємозв'язок між рівнем міжнародних резервів і зовнішнім боргом, зокрема в контексті їх ролі у формуванні макрофінансової стійкості [11]. Встановлено, що достатній обсяг резервів дозволяє знижувати залежність від зовнішнього фінансування та пом'якшувати борговий тиск у періоди зростання зовнішніх шоків, тоді як їх недостатність посилює вразливість до нарощування боргу та фінансової нестабільності.

У цьому контексті доцільним є звернення до системи відносних показників, що дозволяють комплексно оцінити рівень боргового навантаження та зовнішньої вразливості економіки. Зокрема, індикатори співвідношення зовнішнього боргу до ВВП, експорту та валового національного доходу, а також показник обслуговування боргу до експорту відображають не лише масштаб боргових зобов'язань, але й спроможність економіки їх обслуговувати.

Аналіз їх динаміки в Україні свідчить про суттєве погіршення боргових параметрів. Так, співвідношення зовнішнього боргу до ВВП зросло з 28,6% у 2021 р., до 84,2% у 2026 р., що вказує на різке посилення боргового навантаження на економіку. Аналогічна тенденція спостерігається і за показником зовнішнього боргу до експорту, який зріс із 143,4% до майже 300% у 2024 р., що свідчить про зниження спроможності експортного сектору генерувати достатній обсяг валютних надходжень для обслуговування боргу. Показник зовнішнього боргу до валового національного доходу також демонструє зростання – з 70,6% у 2021 р. до понад 100% у 2024 р., що сигналізує про перевищення безпечних меж боргового навантаження.

Хоча у короткостроковому періоді спостерігається певне зниження частки обслуговування боргу до експорту (з 23,9% у 2020 р. до 12-15% у 2022-2024 рр.), така динаміка має тимчасовий характер і значною мірою зумовлена досягнутими реструктуризаційними домовленостями щодо зовнішнього боргу, які передбачають пільгові умови фінансування та відтермінування платежів. У сукупності зазначені показники свідчать про накопичення валютних ризиків, що в умовах обмеженого резервного покриття та нестабільності валютного ринку формують передумови для підвищення ймовірності боргової кризи.

Погіршення боргових показників безпосередньо відображається на стані валютного ринку, нестабільність якого підтверджується динамікою обмінного курсу національної грошової одиниці. Як свідчать наведені дані (рис. 2), після 2022 року спостерігається стійка тенденція до девальвації гривні: її середній курс до долара США зріс з рівня близько 27 грн у довоєнний період до понад 43 грн у 2026 р., а до євро – з близько 32 грн до понад 50 грн, що супроводжується підвищеними темпами курсових змін у кризові роки. У цьому контексті простежується двосторонній взаємозв'язок між зовнішнім державним боргом і стійкістю валютного ринку: з одного боку, девальваційні процеси ускладнюють обслуговування та погашення боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, а з іншого – зростання зовнішнього боргу посилює тиск на валютний ринок через канали використання міжнародних резервів і активізації валютної політики центрального банку.

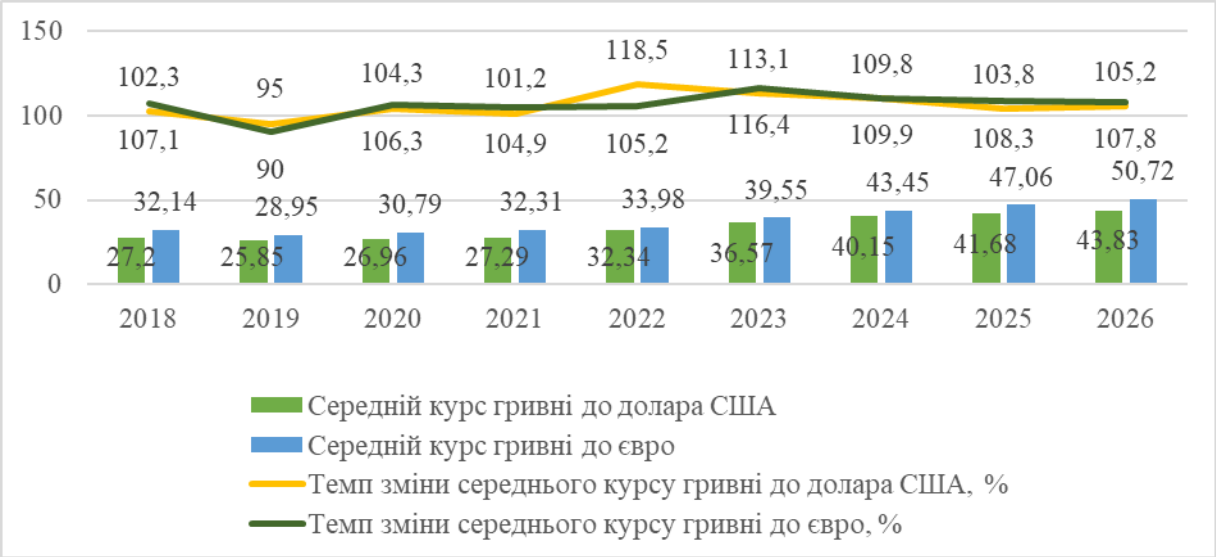


Рис. 2. *Абсолютна та відносна зміна курсу гривні до іноземних валют (середнє значення за рік) у 2018-2026 рр.*

Джерело: побудовано автором за даними [12].

Залучення позикових ресурсів для фінансування бюджетного дефіциту відбувається у межах функціонування національних і міжнародних ринків капіталу. Рівень їх розвитку безпосередньо визначає можливості держави формувати оптимальну структуру боргового портфеля, диверсифікувати джерела запозичень та ефективно управляти супутніми ризиками. Зокрема, розвиненість фондового та валютного сегментів фінансового ринку створює передумови для застосування інструментів хеджування, у тому числі похідних фінансових інструментів.

У таких умовах держава отримує можливість не лише залучати ресурси, а й активно управляти валютними ризиками, що виникають у процесі зовнішнього боргового фінансування. Використання валютних деривативів дозволяє знизити чутливість боргових зобов'язань до коливань обмінного курсу та забезпечити більш передбачувану динаміку витрат на їх обслуговування. Саме це обумовлює формування різних механізмів використання деривативів у практиці управління державним боргом.

Ризики, притаманні структурі боргових портфелів держав, зумовлюють необхідність застосування комплексного підходу до управління ними, що передбачає поєднання різних методів та фінансових інструментів. Важливе місце серед них посідають похідні фінансові інструменти, потенціал використання яких у практиці управління державним боргом, на нашу думку, залишається недостатньо реалізованим. У міжнародній практиці хеджування валютних ризиків державного боргу здійснюється двома основними способами: шляхом прямого використання деривативів, коли держава укладає відповідні контракти з фінансовими посередниками, а також через структурну трансформацію боргових зобов'язань, що передбачає передачу валютного ризику інвесторам через випуск відповідних фінансових інструментів (табл. 2). Перший підхід забезпечує безпосереднє страхування від валютних коливань, тоді як другий – зменшує валютну експозицію держави за рахунок перерозподілу ризиків у фінансовій системі.

У сучасних дослідженнях підкреслюється, що валютна структура державного боргу є одним із ключових чинників його стійкості, оскільки висока частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, підвищує чутливість боргових показників до курсових коливань та ускладнює прогнозованість витрат на обслуговування боргу. У цьому контексті особлива увага приділяється необхідності впровадження інструментів управління валютним ризиком, серед яких важливе місце посідають похідні фінансові інструменти, здатні зменшити волатильність боргових платежів і підвищити передбачуваність боргової динаміки. Практика окремих країн, зокрема Ямайки, Парагваю та Узбекистану, свідчить про ефективність використання валютних свопів для трансформації валютної структури боргу шляхом зміни валютних параметрів обслуговування зобов'язань, залучених у «твердій валюті» (доларах США, євро), на платежі, номіновані в національній валюті

[13]. Такі операції, що здійснюються за участю міжнародних фінансових інституцій та спеціалізованих фінансових механізмів, зокрема TCX (The Currency Exchange Fund) – міжнародної ініціативи з управління валютними ризиками, – сприяють зниженню залежності державних фінансів від курсових коливань і обмеженню впливу валютного ризику на боргову стійкість.

Таблиця 2

Схема та особливості використання деривативних фінансових інструментів в управлінні зовнішнім державним боргом

Механізм / параметри	**Пряме хеджування валютних ризиків**	**Структурне хеджування**
Схема	Держава в особі органу управління боргом укладає валютні деривативні контракти (переважно свопи або форварди) з міжнародними інвестиційними банками чи фінансовими установами. У межах таких операцій фіксуються валютні параметри майбутніх платежів або здійснюється обмін валютних потоків, що дозволяє усунути невизначеність, пов'язану з коливаннями курсу. У результаті валютний ризик переноситься на фінансового контрагента, тоді як держава стабілізує вартість обслуговування боргу.	Держава знижує валютні та боргові ризики шляхом випуску похідних або гібридних інструментів, пов'язаних з основними борговими зобов'язаннями, зокрема ВВП-варантів чи інших інструментів з умовною дохідністю. У межах такої конструкції частина боргового навантаження прив'язується до макроекономічних показників або інших змінних, що дозволяє обмежити виплати в періоди економічного спаду та девальваційного тиску. Це забезпечує перерозподіл ризиків між державою та інвесторами і зменшує чутливість боргової позиції до валютних шоків у кризових умовах.
Інструменти	Валютні свопи (переважно), рідше валютні форварди; операції укладаються на позабіржовому ринку з міжнародними інвестиційними банками або за участю МФО.	ВВП-варанти, інструменти з умовною дохідністю.
Результат	Фіксація валютних параметрів платежів або обмін валютних потоків дозволяє усунути невизначеність щодо курсових коливань і стабілізувати витрати на обслуговування боргу; валютний ризик переноситься на контрагента.	Зменшення боргового навантаження у періоди економічного спаду через адаптацію виплат до макроекономічної динаміки; відбувається перерозподіл ризиків між державою та інвесторами, що опосередковано знижує макрофінансову вразливість.
Країни, де є практика використання	Мексика, Бразилія, Колумбія, Індонезія, Туреччина.	Україна, Аргентина, Греція.

Джерело: побудовано автором.

Практика структурного хеджування валютних ризиків, що передбачає використання гібридних фінансових інструментів, мала місце і в Україні. Йдеться насамперед про випуск ВВП-варантів у 2015 році, які були запроваджені в межах домовленостей щодо реструктуризації державного боргу як компенсаційний механізм для кредиторів. Втім, попри певну виправданість цілей їх емісії в умовах боргової кризи, подальші результати їх використання оцінюються як неоднозначні [14]. Зокрема, за сприятливої макроекономічної динаміки такі інструменти трансформуються у значне боргове навантаження, що проявляється у зростанні обсягів виплат, прив'язаних до темпів економічного зростання, і, фактично, підвищує вартість обслуговування державного боргу. Додатковим фактором ризику є те, що виконання зобов'язань за ВВП-варантами здійснюється в іноземній валюті, що посилює валютну експозицію держави. За таких умов їх використання у подібній конфігурації навряд чи можна вважати повною мірою виправданим з позицій забезпечення боргової та валютної стійкості.

Водночас міжнародний досвід свідчить, що гібридні інструменти, прив'язані до макроекономічних показників, застосовувалися і в інших країнах у процесі реструктуризації державного боргу, зокрема в Аргентині та Греції [15]. Їх використання розглядається як спосіб перерозподілу ризиків між державою та інвесторами, однак ефективність таких механізмів значною

мірою залежить від параметрів їх конструкції, макроекономічних умов та валютної структури зобов'язань. Це підкреслює необхідність обережного підходу до впровадження подібних інструментів, особливо в умовах підвищеної валютної вразливості.

Характер впливу валютної структури державного боргу на його ризиковість суттєво залежить від обраного режиму валютного курсу, який визначає можливості економіки реагувати на боргові та валютні шоки. Водночас в Україні відсутнє нормативно закріплене чітке визначення режиму валютного курсу, що ускладнює формування послідовної стратегії управління валютними ризиками як у сфері державного боргу, так і в ширшому макрофінансовому контексті. У країнах із плаваючим валютним курсом саме зростання частки зовнішнього боргу істотно підвищує його ризиковість, тоді як у межах валютних союзів цей ефект нівелюється, а у режимах керованого курсу має неоднозначний характер [16]. Така диференціація підтверджує, що відсутність чітко окресленого курсового режиму підсилює невизначеність щодо поведінки боргових ризиків і ускладнює застосування інструментів їх управління, включаючи механізми хеджування валютних ризиків. Це обмежує ефективність використання ринкових інструментів хеджування, застосування яких потребує чітких параметрів курсової політики.

Фондовий ринок України характеризується обмеженою глибиною та недостатнім рівнем інституційного розвитку, що обмежує його функціональну спроможність забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів. Попри певні кроки у напрямі лібералізації сегменту похідних фінансових інструментів [17], вони залишаються малопоширеними та фактично не відіграють суттєвої ролі у фінансовій системі. Вітчизняний ринок похідних фінансових інструментів розвивається під впливом комплексу глобальних, макроекономічних, ринкових і поведінкових чинників, значна частина яких має стримуючий характер [18]. Така ситуація гальмує формування та впровадження повноцінних механізмів їх інтеграції у сферу управління державним боргом, зокрема в частині хеджування валютних ризиків.

В умовах недостатньо розвинених фінансових ринків використання валютних деривативів, зокрема свопів, не має статистично значущого впливу ні на рівень валютного курсу, ні на його волатильність. Це пояснюється обмеженою глибиною ринку, низькою ліквідністю та незначними обсягами операцій у сегменті похідних фінансових інструментів. Водночас деривативи використовуються учасниками ринку як інструмент хеджування валютного ризику, однак ефективність їх застосування визначається рівнем розвитку фінансової інфраструктури та інституційного середовища [19]. Саме такі риси притаманні українському ринку деривативних фінансових інструментів, що звужує можливості їх ефективного використання у сфері управління валютними ризиками державного боргу.

Узагальнюючи результати проведеного дослідження, слід зазначити, що взаємозв'язок між зовнішнім державним боргом і стійкістю валютного ринку в Україні має складний і двосторонній характер, реалізуючись через канали міжнародних резервів, валютних інтервенцій та курсової динаміки. Проведений аналіз дозволив поглибити розуміння механізмів трансмісії валютних ризиків державного боргу та обґрунтувати доцільність використання інструментів хеджування. Водночас встановлено, що ефективність їх застосування в національних умовах обмежується недостатнім рівнем розвитку фінансового ринку та його інституційного середовища, що потребує врахування при формуванні боргової політики та вдосконаленні підходів до управління валютними ризиками державного боргу.

Дискусія. Отримані результати частково суперечать усталеним підходам до управління державним боргом, які зосереджені переважно на оптимізації його структури та не забезпечують належного рівня нейтралізації валютних ризиків у сучасних умовах. Попри доведену ефективність деривативних інструментів у міжнародній практиці, їх обмежене використання в Україні, а також наявні приклади структурного хеджування, зокрема ВВП-варанти, ставлять під сумнів можливість їх однозначно позитивного впливу на боргову та валютну стійкість.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Результати дослідження засвідчили, що в умовах форс-мажорних обставин, зумовлених війною, хронічний дефіцит державного бюджету об'єктивно вимагає продовження активного залучення зовнішнього боргового фінансування, попри зростання пов'язаних із цим ризиків. Сформована структура державного боргу України свідчить про перевищення безпечних параметрів боргового навантаження, що посилює тиск на валютний ринок,

проявляючись у підвищеній волатильності обмінного курсу, активізації валютних інтервенцій та скороченні міжнародних резервів. Встановлено, що взаємозв'язок між зовнішнім державним боргом і валютним ринком має двосторонній характер: зростання боргу посилює девальваційний тиск на національну валюту, тоді як курсові коливання ускладнюють обслуговування боргових зобов'язань, що підтверджується динамікою абсолютних і відносних макрофінансових показників.

У таких умовах виникає об'єктивна необхідність розширення інструментарію управління валютними ризиками державного боргу, зокрема за рахунок використання механізмів хеджування на основі похідних фінансових інструментів. Водночас недостатній рівень розвитку фондового ринку України та його деривативного сегмента істотно обмежує можливості впровадження таких інструментів у практику державного боргового менеджменту. З огляду на це перспективи подальших досліджень доцільно пов'язувати з обґрунтуванням інституційних та ринкових передумов розвитку ринку деривативів, а також адаптацією міжнародного досвіду їх використання для хеджування валютних ризиків державного боргу з урахуванням специфіки національної економіки.

Джерела та література

1. Кудряшов В. Дефіцит державного бюджету і джерела його покриття. *Економіка України*. 2025. № 8(765), С. 57–75. DOI: https://doi.org/10.15407/economyukr.2025.08.057
2. Державний борг та гарантований державою борг. Міністерство фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg
3. Барановський О. Чинники і загрози борговій безпеці. *Світ фінансів*. 2026. № 1(86), С. 08-23. URL: http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1890
4. Ткачук Н., Стащук О. Моніторинг державного боргу України в умовах військового стану. *Економічний часопис Волинського національного університету імені Лесі Українки*. 2023. № 4(36), С. 83-96. DOI: https://doi.org/10.29038/2786-4618-2023-04-83-96
5. Рибак Г., Федотова, Ю. Ризики боргового навісу для економіки країни. *Економіка та суспільство.* 2023. №52. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-52-59
6. Hantsiak M. Sovereign Debt Restructuring Mechanisms: Trends, Tools, and Global Case Studies. *Economic Journal of Lesya Ukrainka Volyn National University*. 2025. № 3(43), P. 36-43. DOI: https://doi.org/10.29038/2786-4618-2025-03-36-43
7. Jonasson T., Malik S., Chung K., Papaioannou M. G. Managing foreign exchange rate risk: Capacity development for public debt managers in emerging market and low-income countries. *IMF Working Paper*. 2024. №. 2024/167. DOI: https://doi.org/10.5089/9798400287107.001
8. International Debt Statistics. The World Bank Group. 2025. URL: https://datatopics.worldbank.org/debt/ids/countryanalytical/UKR
9. Ukraine GDP. Worldometer. 2025. URL: https://www.worldometers.info/gdp/ukraine-gdp/
10. Фінансові ринки. Статистика НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/markets
11. Jahan F., Ryu D. Geopolitical risk and external debt burden in low-income countries. *Finance Research Letters*. 2026. № 94 (109646). DOI: https://doi.org/10.1016/j.frl.2026.109646
12. Офіційний курс гривні до іноземних валют (середній за період). НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=USD&cn%5B%5D=EUR&startDate=01.01.2022&endDate=14.04.2026
13. Currency risk and debt sustainability. The Currency Exchange Fund. TCX. URL: https://www.tcxfund.com/wp-content/uploads/2025/09/Currency-Risk-and-Debt-Sustainability_TCX_March-2025.pdf
14. Богдан Т. Боргові потоки капіталу та поширення шоків в економіці з ринком, що формується (приклад України). *Журнал європейської економіки*. 2020. № 1. С. 123-150. URL: https://jeej.wunu.edu.ua/index.php/ukjee/article/download/1434/1425/2785
15. Igan D., Kim T., Lévy A. GDP-linked bonds and the fear of ambiguity. *SUERF Policy Brief*.2022. №. 281. URL: https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/gdp-linked-bonds-and-the-fear-of-ambiguity/
16. Keyser A., Paczos W. Sovereign risk, debt composition and exchange rate regimes. *Finance Research Letters*. 2023. №58 (Part B). DOI: https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104396
17. Арсенюк О. Розвиток ринків інструментів хеджування валютних ризиків. НБУ. 2025. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Market_development-04-09-2025.pdf
18. Краснопьоров О. Чинники розвитку ринку деривативних фінансових інструментів в Україні. *Вісник Академії праці, соціальних відносин і туризму.* 2025. № 6. DOI: https://doi.org/10.54929/3041-2390-2025-06-03-02
19. Katusiime L. Exchange rate dynamics in developing countries: The role of derivatives. *Finance Research Open*. 2025. № 1(100045). DOI: https://doi.org/10.1016/j.finr.2025.100045

References

1. Kudriashov, V. (2025). Defitsyt derzhavnoho biudzhetu i dzherela yoho pokryttia [State budget deficit and sources of its financing]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 8(765), 57–75. https://doi.org/10.15407/economyukr.2025.08.057 [in Ukrainian].

2. Derzhavnyi borh ta harantovanyi derzhavoiu borh. Ministerstvo finansiv Ukrainy [State and state-guaranteed debt. Ministry of Finance of Ukraine]. https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg [in Ukrainian].

3. Baranovskyi, O. (2026). Chynnyky i zahrozy borhovii bezpetsi [Factors and threats to debt security]. *Svit finansiv – World of Finance*, 1(86), 8–23. http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1890 [in Ukrainian].

4. Tkachuk, N., & Stashchuk, O. (2023). Monitorynh derzhavnoho borhu Ukrainy v umovakh viiskovoho stanu [Monitoring of the public debt of Ukraine under the conditions of marital state*]. Ekonomichnyi chasopys Volynskoho natsionalnoho universytetu imeni Lesi Ukrainky – Economic journal of Lesya Ukrainka Volyn National University*, 4(36), 83–96. https://doi.org/10.29038/2786-4618-2023-04-83-96 [in Ukrainian].

5. Rybak, H., & Fedotova, Yu. (2023). Ryzyky borhovoho navisu dlia ekonomiky krainy [Risks of debt overhang for the country's economy]. *Ekonomika ta suspilstvo – Economy and Society*, 52. https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-52-59 [in Ukrainian].

6. Hantsiak, M. (2025). Sovereign debt restructuring mechanisms: Trends, tools, and global case studies. *Economic Journal of Lesya Ukrainka Volyn National University*, 3(43), 36–43. https://doi.org/10.29038/2786-4618-2025-03-36-43. [in English].

7. Jonasson, T., Malik, S., Chung, K., & Papaioannou, M. G. (2024). Managing foreign exchange rate risk: Capacity development for public debt managers in emerging market and low-income countries. *IMF Working Paper*, 2024/167. https://doi.org/10.5089/9798400287107.001 [in English].

8. International debt statistics. The World Bank Group. (2025). https://datatopics.worldbank.org/debt/ids/countryanalytical/UKR [in English].

9. Ukraine GDP. Worldometer. (2025). https://www.worldometers.info/gdp/ukraine-gdp/ [in English].

10. Finansovi rynky. Statystyka NBU [Financial markets. NBU statistics]. https://bank.gov.ua/ua/markets [in Ukrainian].

11. Jahan, F., & Ryu, D. (2026). Geopolitical risk and external debt burden in low-income countries. *Finance Research Letters*, 94, 109646. https://doi.org/10.1016/j.frl.2026.109646 [in English].

12. Ofitsiinyi kurs hryvni do inozemnykh valiut (serednii za period). NBU [Official exchange rate of hryvnia against foreign currencies (average over the period). NBU]. https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=USD&cn%5B%5D=EUR&startDate=01.01.2022&endDate=14.04.2026 [in Ukrainian].

13. Currency risk and debt sustainability. The Currency Exchange Fund (TCX). https://www.tcxfund.com/wp-content/uploads/2025/09/Currency-Risk-and-Debt-Sustainability_TCX_March-2025.pdf [in English].

14. Bohdan, T. (2020). Borhovi potoky kapitalu ta poshyrennia shokiv v ekonomitsi z rynkom, shcho formuietsia (pryklad Ukrainy) [Debt capital flows and shock transmission in an emerging market economy (case of Ukraine)]. *Zhurnal yevropeiskoi ekonomiky – Journal of European Economy,* 1, 123–150. https://jeej.wunu.edu.ua/index.php/ukjee/article/download/1434/1425/2785 [in Ukrainian].

15. Igan, D., Kim, T., & Lévy, A. (2022). GDP-linked bonds and the fear of ambiguity. *SUERF Policy Brief*, 281. https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/gdp-linked-bonds-and-the-fear-of-ambiguity/ [in English].

16. Keyser, A., & Paczos, W. (2023). Sovereign risk, debt composition and exchange rate regimes. *Finance Research Letters*, 58(Part B). https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104396 [in English].

17. Arseniuk, O. (2025). Rozvytok rynkiv instrumentiv khedzhuvannia valiutnykh ryzykiv [Development of markets for currency risk hedging instruments]. NBU. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Market_development-04-09-2025.pdf [in Ukrainian].

18. Krasnoporov, O. (2025). Chynnyky rozvytku rynku deryvatyvnykh finansovykh instrumentiv v Ukraini [Factors of development of the derivatives market in Ukraine]. *Visnyk Akademii pratsi, sotsialnykh vidnosyn i turyzmu – Bulletin of the Academy of Labor, Social Relations and Tourism* , 6. https://doi.org/10.54929/3041-2390-2025-06-03-02 [in Ukrainian].

19. Katusiime, L. (2025). Exchange rate dynamics in developing countries: The role of derivatives. *Finance Research Open*, 1, 100045. DOI: https://doi.org/10.1016/j.finr.2025.100045 [in English].

Стаття надійшла до редакції 28.03.2026 р.
Стаття прийнята до друку 18.04.2026 р.
Стаття опублікована 28.05.2026 р.