УДК 336.276:336.763:352(477)
DOI: https://doi.org/10.32782/2413-9971/2026-62-28

Ясенецький В.С.
PhD,
Державний податковий університет
ORCID: https://orcid.org/0009-0009-8438-768X

Yasenetskyi Volodymyr
PhD,
State Tax University

ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОГО ПОТЕНЦІАЛУ РЕГІОНІВ ТА ПОТЕНЦІАЛУ РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

Анотація. У статті запропоновано методику оцінювання боргового потенціалу територіальних громад та регіонів України, що ґрунтується на нормативних обмеженнях Бюджетного кодексу України: граничному обсязі місцевого боргу (200 % середньорічних надходжень бюджету розвитку), ліміті видатків на обслуговування боргу (10 % видатків загального фонду), прив'язці обсягу запозичень до дефіциту бюджету розвитку та цільовому спрямуванні залучених коштів. Виявлено, що фактично зобов'язуючим є обмеження запасу боргу, а не ліміт видатків на його обслуговування. На основі даних виконання місцевих бюджетів за 2025 рік та статистики місцевих запозичень 2021–2025 років розраховано агрегований нормативний, реалізований і ринковий борговий потенціал, окремо оцінено ємність сегмента зелених облігацій. Обґрунтовано, що муніципальні облігації не можуть бути основним каналом фінансування відбудови, однак здатні виконувати роль інструмента співфінансування та підвищення ефективності грантової й гарантійної підтримки.

Ключові слова: борговий потенціал, місцеві запозичення, муніципальні облігації, зелені облігації, бюджет розвитку, територіальна громада, фінансова спроможність, відбудова.

Вступ та постановка проблеми. Питання про те, скільки Україна здатна залучити на відбудову, дотепер обговорювалося переважно на рівні держави та зовнішніх партнерів. Оновлена оцінка потреб у відновленні й відбудові (RDNA5), підготовлена Урядом України, Групою Світового банку, Європейською Комісією та ООН, станом на 31 грудня 2025 року визначає сукупну вартість відбудови на найближче десятиліття на рівні майже 588 млрд дол. США, що втричі перевищує номінальний ВВП України за 2025 рік [18]. Найбільші потреби зосереджені у транспорті (понад 96 млрд дол.), енергетиці (близько 91 млрд дол.) та житловому секторі (майже 90 млрд дол.), тобто у сферах, де значна частина інфраструктури перебуває у комунальній власності або обслуговує потреби конкретних громад.

Це створює асиметрію: відповідальність за відновлення значної частини активів лежить на місцевому рівні, тоді як інструменти залучення довгострокового капіталу залишаються переважно загальнодержавними. Місцеві запозичення, зокрема облігації внутрішніх місцевих позик, покликані закрити цей розрив. Проте ринок муніципальних облігацій в Україні не функціонує вже понад десять років.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні засади місцевих фінансів і бюджету розвитку як основи інвестиційної діяльності органів місцевого самоврядування системно викладено у навчальному посібнику за редакцією О. П. Кириленко, де обґрунтовано, що спроможність громади фінансувати капітальні видатки визначається насамперед структурою закріплених за нею доходних джерел, а не формальним доступом до боргових інструментів [12]. Цей висновок має безпосереднє значення для подальшого аналізу, оскільки саме вузькість доходної бази бюджету розвитку, а не боргові ліміти, виявляється обмежувальним чинником.

Проблематику організації місцевих запозичень та ефективності їх використання було предметно розглянуто І. З. Сторонянською та І. С. Музикою, які показали, що низька результативність муніципальних запозичень в Україні зумовлена не стільки браком правових можливостей, скільки відсутністю зв'язку між борговою політикою та інвестиційним плануванням громад [11]. О. В. Квасниця, аналізуючи практику здійснення місцевих запозичень, систематизувала причини надзвичайно низької активності емітентів та інвесторів на муніципальному сегменті, виокремивши вартість запозичень, ризики ліквідності, непрозорість ухвалення рішень та неефективність використання залучених коштів [10]. Л. Я. Бенч, А. А. Самчук і А. С. Давидюк дійшли близьких висновків, пов’язуючи нерозвиненість ринку муніципальних облігацій з незабезпеченістю місцевих бюджетів фінансовими ресурсами та недосконалістю системи їх мобілізації [13].

© Ясенецький В.С., 2026
Стаття поширюється на умовах ліцензії відкритого доступу (CC BY 4.0)

Теоретичні засади місцевих запозичень як інструменту розвитку територіальних громад систематизовано у працях Л. Беновської, яка обґрунтувала класифікацію форм місцевих запозичень, показала недосконаліть їх правового регулювання та віднесла Україну до держав із регуляторним типом нагляду за ринком місцевого боргу, виокремивши два напрями регуляторної дії – регулювання власне запозичень і регулювання місцевого боргу [9]. Цей підхід є продуктивним, однак сфокусований на правовому змісті інструменту, а не на кількісному вимірюванні його ємності. А. Ю. Мунько здійснила періодизацію розвитку механізмів управління облігаціями місцевої позики в Україні та окреслила напрями їх удосконалення, зокрема потребу врегулювання процедури дефолту органів місцевого самоврядування, запровадження стратегічного планування місцевого боргу та підвищення кваліфікації фахівців громад [14]. Ці застереження доповнюють інституційний блок цього дослідження.

Досить повний огляд ринку місцевих запозичень 2021–2025 років представлено в аналітичному документі Р. Станека, О. Никифорук та Є. Бублика, підготовленому Програмою Polaris спільно з ДУ «Інститут економіки та прогнозування» НАН України за результатами фокус-групи з представниками громад, банків та міжнародних фінансових організацій [8]. Автори документують надзвичайно високу концентрацію запозичень у кількох великих містах, показують, що у 2003–2015 роках було здійснено 67 випусків облігацій на суму понад 11 млрд грн, з яких 74 % (8,19 млрд грн) припало на Київ, а частка облігацій у доходах місцевих бюджетів становила в середньому лише 1,4 %, що у 2014 році відповідало 0,7 % ВВП – проти 2–3 % ВВП у Чехії, Естонії, Польщі та Словаччині за той самий період [8].

Питання розвитку зеленого сегмента боргового ринку досліджено як у нормативній, так і в науковій площині. О. А. Щербакова систематизувала види зелених облігацій за типом забезпечення, узагальнила міжнародні вимоги до їх стандартизації (цільове призначення, прозорість звітності емітента, механізми управління залученими коштами, оцінювання результатів проєкту) та визначила стандартизацію і розкриття кліматичної інформації як найбільш проблемні питання українського ринку [15]. Р. Зварич та О. Масна оцінюють потенціал зелених облігацій у післявоєнному відновленні як значний, проте наголошують на бар'єрах у вигляді недосконалого регулювання, низької поінформованості інвесторів та високої вартості сертифікації екологічних проєктів [16]. На нормативному рівні сегмент унормовано Концепцією запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні [3] та рекомендаціями регулятора щодо ключових ознак моделі зелених облігацій [4]. Водночас у літературі бракує досліджень відповідності нормативних обмежень боргової спроможності громад їх реальній ємності, що й визначає наукову проблематику, на вирішення якої спрямовано цю роботу.

Мета дослідження. Мета статті – розробити та апробувати методику оцінювання боргового потенціалу територіальних громад і регіонів України та на її основі визначити ємність потенційного ринку муніципальних і зелених облігацій.

Методологія дослідження ґрунтується на авторському розмежуванні трьох рівнів боргової спроможності, яке дозволяє відокремити юридично допустиме від економічно можливого та від ринково опосередкованого. Нормативний борговий потенціал визначається як максимальний обсяг боргу, допустимий чинними бюджетними обмеженнями, за припущення повного їх використання всіма суб'єктами, що мають право на запозичення. Це верхня, свідомо нереалістична межа, яка виконує роль масштабного орієнтира й не є прогнозом. Реалізований борговий потенціал визначається як частина нормативного, що може бути освоєна з урахуванням кола суб'єктів права на запозичення, їхньої кредитоспроможності, адміністративної спроможності та процедурних обмежень. Перехід від нормативного до реалізовного потенціалу здійснюється через коефіцієнт освоєння, який інтерпретується як узагальнена частка нормативної межі, доступна за фактичних інституційних умов. Ринковий (облігаційний) потенціал визначається як частина реалізовного потенціалу, що може бути опосередкована емісією цінних паперів, а не банківськими кредитами чи субкредитними схемами. Він обчислюється множенням реалізовного потенціалу на частку ринкових інструментів у структурі боргового фінансування громад.

Методика передбачає чотири послідовні кроки. Перший – формалізація кількісних бюджетних обмежень і зведення обмеження потоку платежів до еквівалентного запасу боргу через коефіцієнт ануїтету, що робить обмеження запасу й обмеження потоку порівнюваними в одній розмірності. Другий – визначення фактично зобов'язуючого обмеження як мінімуму з двох отриманих величин, оскільки лише воно має практичне значення для боргової політики. Третій – сценарне оцінювання нормативного потенціалу за трьома варіантами доходної бази бюджету розвитку (консервативним, базовим, оптимістичним) та послідовне застосування коефіцієнтів освоєння й ринкового опосередкування. Четвертий – оцінювання ємності зеленого сегмента як добутку реалізовного потенціалу та частки проєктів, параметри яких відповідають вимогам таксономії.

Усі отримані оцінки мають сценарний, а не прогнозний характер: вони показують порядок величини та чутливість результату до параметрів, а не очікуване значення. Обмеженням методики є агрегований рівень розрахунків, який не враховує міжгромадної дисперсії доходної бази; подолання цього обмеження вимагає переходу до розрахунків за окремими громадами. Інформаційну базу розрахунків становлять дані Міністерства фінансів України. Державної комісії статистика. Розрахунки виконано автором.

Результати дослідження. Бюджетне законодавство України встановлює чотири обмеження

на місцеві запозичення [1; 7]. По-перше, сукупний обсяг запозичень до місцевого бюджету не може перевищувати обсягу дефіциту бюджету розвитку відповідного року. По-друге, кошти від запозичення спрямовуються виключно до бюджету розвитку. По-третє, видатки на обслуговування місцевого боргу не можуть перевищувати 10 % видатків загального фонду місцевого бюджету протягом будь-якого періоду, коли планується обслуговування боргу. По-четверте, загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 % (для міста Києва – 400 %) середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку [7].

Формалізуємо два кількісні обмеження. Обмеження запасу боргу:

$$L_1 = k \cdot \overline{R}_{БР}, \quad (1)$$

де k = 2,0 (для Києва 4,0),

$R_{БР}$ – середньорічний індикативний прогнозний обсяг надходжень бюджету розвитку без урахування місцевих запозичень і капітальних трансфертів.

Обмеження потоку платежів, капіталізоване до еквівалентного запасу боргу:

$$L^2 = 0{,}1 \cdot E_{ЗФ} \cdot a(i,n), \quad (2)$$

де $E_{ЗФ}$ – видатки загального фонду,

$a(i,n) = \frac{[1 - (1 + i)^{-n}]}{i}$ – коефіцієнт ануїтету за ставкою і та строком n.

Борговий потенціал становить

$$DP = min(L_1, L_2) \quad (3)$$

Принципове значення має питання, яке з обмежень є фактично зобов'язуючим. Обчислимо L_2 для агрегованого рівня. За даними виконання місцевих бюджетів, у 2025 році загальний обсяг доходів місцевих бюджетів становив 784,3 млрд грн, доходи загального фонду без трансфертів – 514,1 млрд грн (приріст 14,0 % до 2024 року), а місцеві бюджети вперше з початку реформи децентралізації завершили рік із дефіцитом у 22,1 млрд грн [17]. Оцінюючи видатки загального фонду на рівні близько 700 млрд грн, отримуємо граничний обсяг щорічних видатків на обслуговування боргу близько 70 млрд грн. За параметрами, що фактично склалися на ринку – ставки за гривневими кредитами 14–16 % у перший рік, строк 5–7 років [8] – тобто при i = 0,15 та n = 7, коефіцієнт ануїтету становить 4,16, а капіталізований еквівалент L_2 – приблизно 291 млрд грн. За пільговіших умов міжнародних фінансових організацій (i = 0,10, n = 10) L_2 перевищує 400 млрд грн.

Натомість L_1 визначається надходженнями бюджету розвитку, база яких є непорівнянно вужчою: власні надходження бюджету розвитку формуються переважно за рахунок коштів, що передаються із загального фонду, коштів від продажу землі (4,5 млрд грн у 2025 році) та відчуження комунального майна [17]. Саме на цю структурну ваду доходної бази бюджету розвитку вказували дослідники місцевих фінансів, наголошуючи, що без закріплення за бюджетом розвитку стабільних джерел він залишається похідною від поточного перерозподілу загального фонду [12; 11]. За сценарними значеннями $\overline{R}_БР$ у 40, 60 та 80 млрд грн нормативний потенціал L_1 становить відповідно 80, 120 та 160 млрд грн (табл. 1).

Отриманий результат засвідчує, що зобов'язуючим є обмеження запасу боргу, прив'язане до надходжень бюджету розвитку, тоді як ліміт у 10 % видатків загального фонду залишається невикористаним щонайменше вдвічі-втричі. Це означає, що спроби розширити боргову спроможність громад через послаблення вимог до обслуговування боргу будуть неефективними: вузьким місцем виступає не платоспроможність, а вузькість бази бюджету розвитку. Відповідно, найдієвішим інструментом розширення боргового потенціалу є не лібералізація боргових лімітів, а реформа структури надходжень бюджету розвитку – зокрема закріплення за ним стабільних джерел, не залежних від перерозподілу коштів загального фонду.

Нормативна межа у 80–160 млрд грн є абстракцією і передбачає, що всі громади використовують ліміти повністю. Фактичні дані свідчать про протилежне. У 2021 році загальний обсяг місцевих запозичень становив 23 944 млн грн, у 2022 році він обвалився до 3 133 млн грн, у 2023 році – 3 603 млн грн, у 2024 році зріс до 9 005 млн грн, а за січень–вересень 2025 року становив 4 847 млн грн, причому структура різко змінилася: якщо у 2024 році 68,1 % припадало на зовнішні запозичення, то у січні–вересні 2025 року 90,3 % – на внутрішні [8].

Таблиця 1

Сценарна оцінка агрегованого нормативного боргового потенціалу місцевих бюджетів України, млрд грн

Показник	Консервативний сценарій	Базовий сценарій	Оптимістичний сценарій
Середньорічні надходження бюджету розвитку ($\overline{R}_БР$)	40	60	80
Обмеження запасу боргу $L_1 = 2{,}0 \cdot \overline{R}_БР$	80	120	160
Обмеження потоку L_2 (i = 15 %, n = 7)	291	291	291
Борговий потенціал DP = min(L_1, L_2)	80	120	160
DP у % до доходів місцевих бюджетів 2025 року	10,2	15,3	20,4
DP у % до ВВП (оцінка)	≈1,0	≈1,5	≈2,0

Джерело: розрахунки автора за даними [1; 7; 8; 17; 18]

Реалізація потенціалу стримується трьома перешкодами. Перша – коло суб'єктів права на запозичення. Місцеві внутрішні запозичення мають право здійснювати лише Верховна Рада Автономної Республіки Крим та міські ради; зовнішні запозичення шляхом випуску облігацій – виключно АРК, Київська, Севастопольська міські ради та міські ради міст обласного значення [7]. Сільські та селищні громади, які становлять більшість територіальних громад України, позбавлені доступу до боргового ринку в принципі, за винятком кредитів від міжнародних фінансових організацій [9].

Друга – фактична концентрація. У 2024–2025 рр. на ринку місцевих запозичень продовжували домінувати Дніпро, Львів, Кривий Ріг, Миколаїв і Тернопіль; гарантії надавалися переважно за зовнішніми запозиченнями комунальних підприємств [8]. Історичний розподіл емісій облігацій ще більш концентрований: 74 % обсягу 2003–2015 років припало на Київ [8]. Цю ж закономірність фіксували й попередні дослідження муніципального сегмента, які показували, що активність емітентів обмежувалася кількома найбільшими містами навіть у відносно сприятливі періоди [10; 13].

Третя – слабка інституційна спроможність ОМС щодо підготовки проєктів, фінансового планування та оцінки кредитоспроможності, а також нерепрезентативність фінансової звітності громад для зовнішніх інвесторів: вона не містить показників, потрібних для оцінки довгострокових кредитних ризиків за загальноприйнятими методиками [8]. До цього додається неврегульованість процедури дефолту органів місцевого самоврядування та відсутність практики стратегічного планування місцевого боргу на горизонті понад п'ять років [14], що безпосередньо впливає на оцінку ризику інвестором. Додатковим обмеженням є висока концентрація доходів: податкові надходження становлять 67,2 % доходів місцевих бюджетів, причому податок на доходи фізичних осіб у 2025 році забезпечив 300,4 млрд грн, або 58,4 % доходів загального фонду [8; 17]. Ефект масштабу для малих громад робить вартість підготовки та обслуговування емісії непропорційно високою.

Застосовуючи до нормативного потенціалу коефіцієнт освоєння в діапазоні 0,3–0,5, що відображає сукупну дію перелічених чинників, отримуємо реалізовний борговий потенціал на рівні 25–80 млрд грн сукупного запасу боргу. З урахуванням того, що на ринку домінує банківське кредитування, а не ринкові інструменти [8], частка, яка може бути опосередкована емісією цінних паперів, оцінюється у 25–35 %, тобто 6–28 млрд грн сукупно, або орієнтовно 3–8 млрд грн річного первинного розміщення у найближчій перспективі. Для порівняння: це приблизно 0,4–1,0 % доходів місцевих бюджетів і менше 0,2 % річних потреб у відбудові. З цих причин муніципальні облігації за реалістичного сценарію не зможуть стати основним каналом фінансування відбудови. Їхня функція – забезпечувати співфінансування, підвищувати ефективність грантових і гарантійних ресурсів та формувати ринкову дисципліну в управлінні місцевими фінансами.

Правові засади випуску та обігу зелених облігацій в Україні визначені законодавством про ринки капіталу: зеленими є облігації, проспект яких передбачає використання залучених коштів виключно на фінансування реалізації проєкту екологічного спрямування або окремого його етапу [2]. Концепція запровадження та розвитку ринку зелених облігацій, схвалена у лютому 2022 року, прямо передбачає підтримку залучення міжнародних інвесторів до українських випусків суверенних та муніципальних зелених облігацій, створення режиму акредитації зовнішніх верифікаторів і запровадження таксономії відповідно до міжнародних критеріїв [3]. Регулятор, у свою чергу, визначив п'ять ключових ознак національної моделі зелених облігацій: відповідність проєкту міжнародно визнаній таксономії, цільове використання надходжень, звітність емітента про вплив на довкілля, залучення зовнішнього незалежного верифікатора та наявність власної політики емітента щодо зелених облігацій, зазначивши, що недотримання хоча б однієї з ознак є підставою не класифікувати облігації як зелені [4]. Ці ознаки майже повністю відповідають міжнародним принципам стандартизації, що свідчить про узгодженість національної моделі з глобальною практикою [15].

Ємність зеленого сегмента визначається трьома складовими: реалізовним борговим потенціалом, часткою проєктів, параметри яких задовольняють вимоги таксономії, та премією за «зеленість». На муніципальному рівні частка зелених проєктів має перспективи до зростання. Перспективними секторами зеленого фінансування є енергетика, водне господарство, будівлі, транспорт, відходи та переробка [4], тобто практично весь профіль комунальних капітальних видатків: теплові мережі, водопровідно-каналізаційне господарство, міський електротранспорт, термомодернізація публічних будівель, поводження з відходами. Це підтверджується й структурою потреб у відбудові, де транспорт, енергетика та житловий сектор разом становлять понад 277 млрд дол. із 588 млрд дол. сукупних потреб [18]. Частка прийнятних за таксономією проєктів у муніципальному інвестиційному портфелі може бути на рівні 50–70 %. Відповідно, ємність сегмента зелених муніципальних облігацій оцінюється у 1,5–5 млрд грн річного розміщення у найближчій перспективі з можливістю зростання до 10–15 млрд грн за умови усунення інституційних обмежень. Водночас слід враховувати, що вартість сертифікації та верифікації для невеликих випусків сама стає бар'єром входу [16].

Щодо премії за зеленість, то останнім часом вона знижується. Станом на кінець 2025 року Climate Bonds Initiative зафіксувала 8,1 трлн дол. кумулятивного обсягу інструментів GSS+, з яких 6,8 трлн дол. (83 %) визнано відповідними стандартам, а обсяг емісій власне зелених облігацій за 2025 рік становив 653,5 млрд дол. – другий найвищий річний показник в історії [21]. Українські емітенти вже виходили

на цей ринок: у 2021 році НЕК «Укренерго» розмістила дебютні п'ятирічні зелені облігації, прив'язані до показників стійкості, обсягом 825 млн дол. США з дохідністю 6,875 % [22]. Проте подальша реструктуризація цього випуску у 2025 році – з обміном на нові папери з подовженим до восьми років строком і купоном 8,5 % або викупом за 65,125 % номіналу – продемонструвала, що «зелений» характер зобов'язання жодним чином не захищає інвестора від кредитного ризику емітента. Отже, віднесення облігації до класу «зелених» розширює коло інвесторів і полегшує доступ до змішаного фінансування, але не замінює кредитної якості й не здатне самостійно компенсувати слабкість бюджету розвитку.

Водночас регуляторна логіка Європейського Союзу поступово перетворює якість маркування з конкурентної переваги на умову доступу. Регламент (ЄС) 2023/2631 про європейські зелені облігації набрав чинності 20 грудня 2023 року та застосовується з 21 грудня 2024 року, запровадивши добровільне маркування «European Green Bond» (EuGB) із відповідними вимогами до розкриття інформації та зовнішніх оцінювачів [19]. Для України на шляху євроінтеграції це означає необхідність завчасної гармонізації національної практики верифікації, інакше муніципальні емітенти виявляться відрізаними від найбільш глибокого регіонального пулу капіталу.

Розрахунки показують, що потенціал існує, але він незначний і обмежений. Його розширення потребує дії у чотирьох напрямах. Перший – спрощення процедур. Новим положенням про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик передбачено перехід до моделі базового проспекту: рада один раз затверджує базовий документ, після чого може випускати нові серії без повторного проходження всієї процедури, за принципом кредитного ліміту в банку, із розглядом документів для реєстрації нової серії до семи робочих днів; загальний обсяг запозичень при цьому залишається в межах річного ліміту, погодженого Міністерством фінансів, а стислий огляд проспекту не може перевищувати 15 сторінок [5]. Це знижує трансакційні витрати емітента.

Другий – формування попиту. У цьому руслі прийнято рішення регулятора від 4 червня 2026 року, згідно з яким облігації внутрішніх місцевих позик включено до переліку активів, що беруться до розрахунку нормативу ліквідності активів небанківських професійних учасників ринків капіталу, з набранням чинності з 1 липня 2026 року [6]. Такі кроки формують інституційну базу внутрішнього попиту, однак відсутність критеріїв якості для інструментів, що зараховуються до пруденційних нормативів, здатна перетворити стимул на джерело системного ризику.

Третій – об'єднане фінансування та підвищення кредитної якості. Міжнародна практика, пропонує модель національного агентства муніципального фінансування за фінським зразком, яке агрегує кредитні потреби громад і дозволяє малим територіальним одиницям отримувати ресурси під спільні гарантії, нівелюючи їхню «маловідомість» для інвесторів [8]. Цей напрям відповідає застереженням щодо неврегульованості дефолтних процедур та браку кредитних рейтингів громад.

Четвертий – активізація донорських механізмів. Механізм Ukraine Investment Framework, що є частиною Ukraine Facility обсягом 50 млрд євро, має власну ємність 9,6 млрд євро (7,8 млрд євро гарантійного покриття та 1,8 млрд євро змішаного фінансування) і спрямований на мобілізацію до 40 млрд євро інвестицій; регламент Ukraine Facility встановлює, що щонайменше 20 % фінансування має спрямовуватися на зелені інвестиції, а станом на сьогодні розподілено 8,5 млрд євро, що мобілізували 25,7 млрд євро інвестицій [20]. Досвід фінансування комунальних підприємств і міського транспорту через цей механізм показує, що гарантійне покриття здатне багаторазово збільшити ефект від обмеженого власного боргового потенціалу громад. Саме тут муніципальні зелені облігації мають найбільшу перспективу не як автономний інструмент, а як елемент структурованого фінансування, де гарантія чи грант покриває частину ризику, а ринкове розміщення забезпечує решту та вносить у процес ринкову оцінку якості проєкту.

Висновки. Виокремлення нормативного, реалізованого і ринкового боргового потенціалу та формалізація бюджетних обмежень показує, що для громад України зобов'язуючим є обмеження запасу боргу на рівні 200 % середньорічних надходжень бюджету розвитку, тоді як ліміт у 10 % видатків на обслуговування боргу використовується лише на 30–50 %. Це переносить завдання розширення боргової спроможності у площину реформування структури надходжень бюджету розвитку, а не лібералізації боргових лімітів. Агрегований нормативний борговий потенціал місцевих бюджетів України оцінюється у 80–160 млрд грн, або приблизно 1,0–2,0 % ВВП, реалізований – у 25–80 млрд грн, а ємність потенційного ринку муніципальних облігацій – у 3–8 млрд грн річного первинного розміщення. Ці обсяги співмірні з фактичним рівнем місцевих запозичень 2021 року, але вкрай малі порівняно з потребами у відбудові, що перевищують 588 млрд дол. США. Ємність сегмента зелених облігацій оцінюється у 1,5–5 млрд грн річного розміщення з перспективою зростання до 10–15 млрд грн. Разом із тим досвід реструктуризації зелених зобов'язань українських емітентів доводить, що екологічне маркування не є повноцінним замінником кредитної якості. Ключові обмеження ринку мають інституційну, а не фіскальну природу, тому пріоритетом є не стільки стимулювання емісій, як розбудова інфраструктури – механізму об'єднаного фінансування, системи гарантій та підвищення кредитної якості, стандартизованої фінансової звітності громад, придатної для оцінювання кредитного ризику, та національної системи верифікації, сумісної з європейським стандартом зелених облігацій.

Напрямом подальших досліджень є розрахунок боргового потенціалу за окремими громадами та побудова рейтингу їхньої боргової спроможності.

Список використаних джерел:

1. Бюджетний кодекс України : Закон України від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17
2. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15
3. Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні : розпорядження Кабінету Міністрів України від 23.02.2022 № 175-р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-р
4. Комісія схвалила рекомендації щодо розвитку зелених облігацій в Україні : Рекомендації щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій, схвалені рішенням НКЦПФР від 07.07.2021. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://www.nssmc.gov.ua/komisiia-skhvalyla-rekomendatsii-shchodo-rozvytku-zelenykh-oblihatsii-v-ukraini/
5. Комісія спростила випуск місцевих облігацій : Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу, затверджене НКЦПФР 29.06.2026. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://www.nssmc.gov.ua/ua-komisiia-sprostyla-vypusk-mistsevykh-oblihatsii/
6. НКЦПФР дозволила враховувати муніципальні облігації у нормативі ліквідності : рішення НКЦПФР від 04.06.2026 № 09/21/4531/К03. ЛІГА:ЗАКОН. 2026. 12 черв. URL: https://biz.ligazakon.net/news/244612_nktspfr-dozvolila-vrakhovuvati-muntsipaln-oblgats-u-normativ-lkvdnost
7. Місцевий борг та місцевий гарантований борг: основна інформація. Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/miscevij-borg-ta-miscevij-garantovanij-borg-osn-inf
8. Станек Р., Никифорук О., Бублик Є. Удосконалення системи місцевих запозичень в Україні: Рекомендації за підсумками фокус-групи. Програма Polaris «Підтримка багаторівневого врядування в Україні» ; ДУ «Інститут економіки та прогнозування» НАН України. Київ, 2026. 12 с. URL: https://polaris.org.ua/documents/library/1491/Udoskonalenna_sistemi_miscevih_zapozicen_v_Ukraini__UKR_copy_1.pdf
9. Беновська Л. Місцеві запозичення як інструмент розвитку територіальних громад. *Світ фінансів*. 2022. № 1 (70). С. 49–60. DOI: https://doi.org/10.35774/sf2022.01.049
10. Квасниця О. В. Практика та проблематика здійснення місцевих запозичень в Україні. *Світ фінансів.* 2015. Вип. 4. С. 104–116.
11. Сторонянська І. З., Музика І. С. Проблеми організації та ефективність використання муніципальних запозичень. *Фінанси України.* 2013. № 11. С. 45–55.
12. Муніципальні фінанси : навч. посіб. / О. П. Кириленко, С. Л. Коваль, З. М. Лободіна та ін. ; за ред. О. П. Кириленко. Тернопіль : Астон, 2015. 360 с.
13. Бенч Л. Я., Самчук А. А., Давидюк А. С. Ринок муніципальних облігацій в Україні: практика та проблематика. *Бізнес Інформ*. 2020. № 3. С. 323–328.
14. Мунько А. Ю. Облігації місцевої позики як інструмент відновлення та ревіталізації територій України. *Науковий вісник: Державне управління.* 2024. № 1 (15). С. 306–323. DOI: https://doi.org/10.32689/2618-0065-2024-1(15)-306-323
15. Щербакова О. А. Роль зелених облігацій у фінансуванні сталого розвитку. *Економіка України.* 2023. № 12 (745). С. 3–22. DOI: https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.12.003
16. Зварич Р., Масна О. Зелені облігації як інструмент фінансування сталого розвитку в Україні. *Світ фінансів.* 2025. № 2(83). С. 150–162.
17. Бюджети громад у 2025 році: стійкість, адаптація, нові виклики. Децентралізація в Україні. URL: https://decentralization.ua/news/20555
18. Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released (RDNA5). World Bank Group. 2026. 23 Feb. URL: https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2026/02/23/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released
19. Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds and optional disclosures for bonds marketed as environmentally sustainable and for sustainability-linked bonds. Official Journal of the European Union. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631
20. Ukraine Investment Framework. European Commission, Directorate-General for Enlargement and Eastern Neighbourhood. URL: https://enlargement.ec.europa.eu/countries/ukraine/ukraine-investment-framework_en
21. Sustainable Debt Global State of the Market 2025. Climate Bonds Initiative. London, 2026. URL: https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Sustainable_Debt_2025_02B.pdf
22. Ukrenergo Sustainability-Linked Eurobond : Project Summary Document. European Bank for Reconstruction and Development. URL: https://www.ebrd.com/home/work-with-us/projects/psd/53221.html

References:

1. Biudzhetnyi kodeks Ukrainy [Budget Code of Ukraine], Law of Ukraine No. 2456-VI of 08.07.2010. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17 (in Ukrainian)
2. Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky [On Capital Markets and Organised Commodity Markets], Law of Ukraine No. 3480-IV of 23.02.2006. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15 (in Ukrainian)

3. Pro skhvalennia Kontseptsii zaprovadzhennia ta rozvytku rynku zelenykh oblihatsii v Ukraini [On Approval of the Concept of Introduction and Development of the Green Bond Market in Ukraine], Decree of the Cabinet of Ministers of Ukraine No. 175-r of 23.02.2022. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-p (in Ukrainian)
4. National Securities and Stock Market Commission (2021), Komisiia skhvalyla rekomendatsii shchodo rozvytku zelenykh oblihatsii v Ukraini [The Commission approved recommendations on the development of green bonds in Ukraine]. Available at: https://www.nssmc.gov.ua/komisiia-skhvalyla-rekomendatsii-shchodo-rozvytku-zelenykh-oblihatsii-v-ukraini/ (in Ukrainian)
5. National Securities and Stock Market Commission (2026), Komisiia sprostyla vypusk mistsevykh oblihatsii [The Commission simplified the issuance of local bonds]. Available at: https://www.nssmc.gov.ua/ua-komisiia-sprostyla-vypusk-mistsevykh-oblihatsii/ (in Ukrainian)
6. LIGA:ZAKON (2026), NKTsPFR dozvolyla vrakhovuvaty munitsypalni oblihatsii u normatyvi likvidnosti [The NSSMC allowed municipal bonds to be counted in the liquidity ratio]. Available at: https://biz.ligazakon.net/news/244612_nktspfr-dozvolila-vrakhovuvati-muntsipaln-oblgats-u-normativ-lkvdnost (in Ukrainian)
7. Ministry of Finance of Ukraine, Mistsevyi borh ta mistsevyi harantovanyi borh: osnovna informatsiia [Local debt and local guaranteed debt: basic information]. Available at: https://mof.gov.ua/uk/miscevij-borg-ta-miscevij-garantovanij-borg-osn-inf (in Ukrainian)
8. Stanek, R., Nykyforuk, O. and Bublyk, Ye. (2026), Udoskonalennia systemy mistsevykh zapozychen v Ukraini: Rekomendatsii za pidsumkamy fokus-hrupy [Enhancing the system of local borrowing in Ukraine: recommendations based on the focus group], Polaris Programme, Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine, Kyiv. Available at: https://polaris.org.ua/documents/library/1491/Udoskonalenna_sistemi_miscevih_zapozicen_v_Ukraini__UKR_copy_1.pdf (in Ukrainian)
9. Benovska, L. (2022), "Mistsevi zapozychennia yak instrument rozvytku terytorialnykh hromad" [Local borrowing as an instrument of development of territorial communities], *Svit finansiv*, no. 1 (70), pp. 49–60. DOI: https://doi.org/10.35774/sf2022.01.049. (in Ukrainian)
10. Kvasnytsia, O. V. (2015), "Praktyka ta problematyka zdiisnennia mistsevykh zapozychen v Ukraini" [Practice and main issues of local borrowing in Ukraine], *Svit finansiv*, iss. 4, pp. 104–116. (in Ukrainian)
11. Storonianska, I. Z. and Muzyka, I. S. (2013), "Problemy orhanizatsii ta efektyvnist vykorystannia munitsypalnykh zapozychen" [Problems of organisation and efficiency of municipal borrowing], *Finansy Ukrainy,* no. 11, pp. 45–55. (in Ukrainian)
12. Kyrylenko, O. P., Koval, S. L., Lobodina, Z. M. et al. (2015), Munitsypalni finansy [Municipal finance], Aston, Ternopil, 360 p. (in Ukrainian)
13. Bench, L. Ya., Samchuk, A. A. and Davydiuk, A. S. (2020), "Rynok munitsypalnykh oblihatsii v Ukraini: praktyka ta problematyka" [The municipal bond market in Ukraine: practice and problems], *Biznes Inform*, no. 3, pp. 323–328. (in Ukrainian)
14. Munko, A. Yu. (2024), "Oblihatsii mistsevoi pozyky yak instrument vidnovlennia ta revitalizatsii terytorii Ukrainy" [Local loan bonds as an instrument of recovery and revitalisation of Ukrainian territories], *Naukovyi visnyk: Derzhavne upravlinnia*, no. 1 (15), pp. 306–323. DOI: https://doi.org/10.32689/2618-0065-2024-1(15)-306-323 (in Ukrainian)
15. Shcherbakova, O. A. (2023), "Rol zelenykh oblihatsii u finansuvanni staloho rozvytku" [The role of green bonds in financing sustainable development], *Ekonomika Ukrainy*, no. 12 (745), pp. 3–22. DOI: https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.12.003 (in Ukrainian)
16. Zvarych, R. and Masna, O. (2025), "Zeleni oblihatsii yak instrument finansuvannia staloho rozvytku v Ukraini" [Green bonds as an instrument for financing sustainable development in Ukraine], *Svit finansiv*, no. 2(83), pp. 150–162. (in Ukrainian)
17. Decentralization in Ukraine, Biudzhety hromad u 2025 rotsi: stiikist, adaptatsiia, novi vyklyky [Community budgets in 2025: resilience, adaptation, new challenges]. Available at: https://decentralization.ua/news/20555 (in Ukrainian)
18. World Bank Group (2026), Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released (RDNA5). Available at: https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2026/02/23/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released
19. Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds, Official Journal of the European Union. Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631
20. European Commission, Ukraine Investment Framework. Available at: https://enlargement.ec.europa.eu/countries/ukraine/ukraine-investment-framework_en
21. Climate Bonds Initiative (2026), Sustainable Debt Global State of the Market 2025, London. Available at: https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Sustainable_Debt_2025_02B.pdf
22. European Bank for Reconstruction and Development, Ukrenergo Sustainability-Linked Eurobond: Project Summary Document. Available at: https://www.ebrd.com/home/work-with-us/projects/psd/53221.html

ASSESSMENT OF THE DEBT CAPACITY OF UKRAINE'S REGIONS AND THE POTENTIAL OF THE MUNICIPAL AND GREEN BOND MARKET

Summary. Financing Ukraine's recovery cannot rest exclusively on central government resources and external grants, which makes the measurement of subnational borrowing capacity an urgent research task. The purpose of the article is to develop and test a methodology for assessing the debt capacity of Ukrainian territorial communities and regions and, on this basis, to estimate the capacity of the potential market for municipal and green bonds. The study distinguishes three concepts: normative debt capacity, determined by statutory budget constraints; realisable capacity, which remains once the range of eligible borrowers, their creditworthiness and administrative capacity are taken into account; and market capacity, the share that can be intermediated through securities rather than bank or sub-loan arrangements. Two statutory limits are formalised: the debt stock ceiling of 200 per cent of average annual development budget revenues, and the debt service ceiling of 10 per cent of general fund expenditure, capitalised into an equivalent debt stock by means of an annuity factor. The comparison shows that the binding constraint is the stock limit, while the debt service limit remains unused by a factor of two to three. The bottleneck is therefore not solvency but the narrowness of the development budget revenue base, which implies that liberalising debt limits would be ineffective, whereas reforming the revenue structure of the development budget would not. Aggregate normative capacity is estimated at UAH 80–160 billion, or some 1.0–2.0 per cent of GDP; realisable capacity at UAH 25–80 billion; and the municipal bond market at UAH 3–8 billion of annual primary placement, with the green segment at UAH 1.5–5 billion and potential growth to UAH 10–15 billion. These volumes are comparable with the pre-war level of local borrowing but marginal relative to recovery needs. It is argued that municipal bonds cannot become the principal channel for financing reconstruction, yet can serve as an instrument of co-financing that raises the leverage of grant and guarantee support and imposes market discipline on local financial management. The key constraints are institutional rather than fiscal, so priority belongs to pooled financing arrangements, credit enhancement, standardised community financial reporting suitable for credit risk assessment, and a verification system compatible with the European green bond standard.

Keywords: debt capacity, local borrowing, municipal bonds, green bonds, development budget, territorial community, fiscal capacity, reconstruction.

Дата надходження статті: 15.09.2026
Дата прийняття статті до публікації: 16.10.2026
Дата публікації статті: 05.11.2026