НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ СТАТИСТИКИ, ОБЛІКУ ТА АУДИТУ

Фінансово-економічний факультет

Кафедра фінансів, банківської справи та страхування

Спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

на тему:

«Механізм формування державного внутрішнього боргу України»

Кваліфікаційна робота бакалавра містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело.

Здобувач IV курсу
групи Ф- 21.04/1 Ольхового Артема Юрійовича

(прізвище, ім’я, по-батькові)

Науковий керівник к.е.н., доцент Федина В.В.

(науковий ступінь, вчене звання, призвище, ініціали)

Робота допущена до захисту д.е.н., процессор, Т.Г. Бондарук

(прізвище, ініціали зав. кафедри)

Київ 2025

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ СТАТИСТИКИ, ОБЛІКУ ТА АУДИТУ

ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ

КАФЕДРА ФІНАНСІВ, БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ ТА СТРАХУВАННЯ

Освітній ступінь – ***бакалавр***
Галузь знань - ***07 «Управління та адміністрування»***
Спеціальність – ***072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»***
Освітньо-професійна програма – ***«Фінанси, банківська справа та страхування»***

ЗАТВЕРДЖУЮ
Завідувач кафедри фінансів,
банківської справи та страхування
д.е.н., проф. Т.Г. Бондарук
_____
«24» жовтня 2024 р.

З А В Д А Н Н Я
на кваліфікаційну роботу бакалавра
Ольхового Артема Юрійовича

1.Тема роботи Механізм формування державного внутрішнього боргу України затверджена наказом* по Академії від «24» жовтня 2024 р. № 411
2. Термін здачі студентом закінченої роботи 11 червня 2025 р.
3. Вихідні дані роботи: Законодавчі акти України (Бюджетний і Податковий кодекси, Закони України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо врегулювання окремих питань управління державним боргом», «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо безоплатного оподаткування доходів за військовими облігаціями», «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо врегулювання окремих питань управління державним боргом», «Про Національний банк України», «Про депозитарну систему України»), нормативні акти Мінфіну й НБУ, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки:
   1. Теоретичні основи формування і управління внутрішнім державним боргом
   2. Аналіз формування внутрішнього державного боргу України
   3. Напрями вдосконалення механізму формування і управління внутрішнім державним боргом
5. Перелік графічного матеріалу: схеми, діаграми, таблиці.
6. Дата видачі завдання 24 жовтня 2024 року
Керівник _____ к.е.н., доцент Федина В.В.
Завдання прийняв до виконання _____ Ольховий А.Ю.

Календарний план

№ з/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Строк виконання етапів роботи	Відмітка про виконання
1.	Затвердження теми і наукового керівника кваліфікаційної роботи бакалавра на засіданні кафедри	24.10.2024	Виконано
2.	Опрацювання першоджерел по темі роботи	01.11.2024	Виконано
3.	Розробка плану роботи, методики та інструментарію досліджень	15.11.2024	Виконано
4.	Проведення економічних досліджень та їх аналіз	06.12.2024	Виконано
5.	Написання вступу до роботи	26.12.2024	Виконано
6.	Написання першого розділу роботи	24.01.2025	Виконано
7.	Написання другого розділу роботи	28.02.2025	Виконано
8.	Написання третього розділу роботи	28.03.2025	Виконано
9.	Написання висновків та пропозицій, оформлення роботи	25.04.2025	Виконано
10.	Подача першого варіанту роботи на кафедру	02.05.2025	Виконано
11.	Доопрацювання роботи згідно з зауваженнями керівника	23.05.2025	Виконано
12.	Попередній захист роботи	03.06.2025	Виконано

Студент _____ Ольховий А.Ю.
(підпис) (прізвище та ініціали)

Керівник роботи _____ к.е.н., доцент Федина В.В.
(підпис) (прізвище та ініціали)

ЗМІСТ

ВСТУП 5

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І УПРАВЛІННЯ ВНУТРІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ 9

1.1. Поняття та економічна природа внутрішнього боргу 9

1.2. Класифікація внутрішнього боргу: форми, інструменти, учасники 15

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ ВНУТРІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ 22

2.1. Структурно-динамічний аналіз внутрішнього боргу України 22

2.2. Оцінка боргової політики України в умовах війни 26

2.3. Аналіз взаємозв'язоку між внутрішнім боргом і макрофінансовою стабільністю 33

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ФОРМУВАННЯ І УПРАВЛІННЯ ВНУТРІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ 39

3.1. Оцінка ефективності поточної боргової стратегії 39

3.2. Пропозиції щодо вдосконалення управління внутрішнім державним боргом 45

3.3. Міжнародний досвід використання боргових стратегій та можливості його імплементації в Україні 50

ВИСНОВКИ 55

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 59

ВСТУП

Актуальність теми. Державний внутрішній борг є однією з ключових характеристик фінансової системи будь-якої країни, а його ефективне управління - запорукою макроекономічної стабільності. В Україні, особливо в умовах складних економічних процесів та зовнішніх викликів, механізм формування внутрішнього державного боргу набуває особливого значення. Цей процес є складним і багатоаспектним, оскільки охоплює низку взаємопов'язаних економічних, фінансових та правових аспектів.

Формування державного внутрішнього боргу відображає потребу держави у фінансуванні дефіциту бюджету, реалізації інвестиційних проєктів, підтримці соціальних програм, а також виконанні інших державних функцій. Основними інструментами залучення внутрішніх запозичень є державні цінні папери, такі як облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), що розміщуються на внутрішньому фінансовому ринку. Від ефективності функціонування цього механізму залежить не тільки вартість запозичень для держави, а й рівень довіри інвесторів, ліквідність фінансового ринку та загальна економічна стійкість.

У цьому контексті, дослідження механізму формування державного внутрішнього боргу України є актуальним завданням, що дозволяє виявити його особливості, оцінити ефективність існуючих практик та розробити рекомендації щодо оптимізації боргової політики. Розуміння динаміки та структури внутрішнього боргу, а також факторів, що впливають на його зростання та обслуговування, є критично важливим для формування обґрунтованих рішень у сфері державних фінансів.

Аналіз останніх публікацій і досліджень. Проблематика формування та управління державним боргом широко досліджується науковцями,

економістами та експертами у сфері публічних фінансів. У науковій літературі значну увагу приділено теоретичним засадам боргової політики, методам залучення внутрішніх запозичень, а також ризикам, що виникають у процесі нарощування державного боргу. Серед вітчизняних дослідників варто відзначити праці А. С. Грудзевич, І. О. Луніної, І. Є. Бланка, Т. Г. Бондарук, які висвітлюють питання фіскальної політики, структури боргових інструментів та впливу боргу на економічне зростання. Але незважаючи на значну кількість наукових публікацій у цій сфері, виникає необхідність у пошуку нових підходів щодо механізму формування внутрішнього державного боргу України.

Мета кваліфікаційної роботи бакалавра – дослідити економічну природу, структуру та функціонування механізму формування внутрішнього державного боргу України та розробити пропозиції щодо його вдосконалення з урахуванням воєнних і поствоєнних викликів.

Основними завданнями роботи є:

- дослідити теоретичні аспекти формування державного внутрішнього боргу;

- охарактеризувати структуру внутрішнього державного боргу України;

- проаналізувати динаміку та структуру внутрішнього боргу країни в умовах нашого воєнного часу;

- оцінити вплив внутрішнього боргу на економіку України;

- проаналізувати і охарактеризувати особливості державного боргу в Україні;

- встановити взаємозв’язок між внутрішнім боргом і макрофінансовою стабільністю;

- дати оцінку поточній борговій політиці;

- вивчити міжнародний досвід використання боргових стратегій щодо можливості його імплементації в Україні;

- сформулювати практичні рекомендації щодо удосконалення механізму формування державного внутрішнього боргу.

Об'єкт дослідження - економічні відносини, що виникають в процесі формування державного боргу України.

Предмет дослідження - механізм формування державного внутрішнього боргу України.

Методи дослідження. Для вирішення поставлених в роботі використовувалися наступні методи: теоретичні методи – аналіз, синтез, класифікація, систематизація, індукція (при визначенні понять особливостей механізмів формування державного внутрішнього боргу України); нормативно-правового аналізу (для вивчення законодавчих та нормативних актів, що регулюють процеси формування та обслуговування внутрішнього державного боргу); комплексного та системного аналізу, статистики (при обробці статистичних даних за досліджуваний період та аналізі змін у структурі внутрішнього боргу України); порівняльного аналізу (при зіставленні показників у динаміці і аналізі рядів динаміки); графічний (для наочного зображення результатів дослідження та тенденцій у динаміці внутрішнього боргу);

Практичне значення кваліфікаційної роботи полягає в можливості використання її основних положень, висновків та рекомендацій для оптимізації механізмів формування та управління державним внутрішнім боргом України.. Зокрема, результати дослідження можуть бути застосовані Міністерством фінансів України для вдосконалення календаря погашень та структури портфеля облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що сприятиме більш ефективному управлінню борговим навантаженням та Національним банком України з метою коригування операцій на відкритому ринку, забезпечуючи стабільність фінансового ринку та ефективність монетарної

політики. Окремі положення дослідження можуть бути інтегровані у проєкти змін до Бюджетного кодексу та стратегії управління державним боргом на 2026–2030 рр.

Структура роботи. Робота складається з вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел, що містить 47 найменувань. Загальний обсяг роботи складає 65 сторінок, що включають в себе 7 рисунків та 4 таблиць.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І УПРАВЛІННЯ ВНУТРІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

1.1. Поняття та економічна природа внутрішнього боргу

У сучасних умовах розвитку світової економіки державний борг є невід'ємним атрибутом фінансової системи більшості країн, виконуючи функції важливого інструменту фіскальної політики. В Україні, як і в багатьох країнах, що розвиваються, внутрішній державний борг відіграє особливу роль у формуванні бюджетних надходжень та фінансуванні дефіциту державного бюджету. Його розмір, структура та динаміка мають прямий вплив на макроекономічну стабільність, інвестиційний клімат та соціально-економічний розвиток держави в цілому.

Поняття внутрішнього боргу є багатогранним і потребує глибокого осмислення з точки зору економічної теорії та практики. Його економічна природа відображає складний взаємозв'язок між державними фінансами, монетарною політикою, фінансовими ринками та реальним сектором економіки. Формування внутрішнього боргу є результатом запозичень у національній валюті на внутрішньому ринку, що може здійснюватися шляхом випуску цінних паперів, отримання кредитів від банків та інших фінансових установ. Це дозволяє уряду залучати необхідні кошти для покриття своїх видатків, проте водночас породжує зобов'язання щодо його обслуговування та погашення.

Внутрішній державний борг України—це грошово-боргові зобов’язання центрального уряду, номіновані переважно у гривні та розміщені серед національних інвесторів шляхом емісії облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), казначейських зобов’язань та інших інструментів, передбачених статтями 15–16 Бюджетного кодексу України [1]. З погляду фінансової теорії,

внутрішній державний борг виконує не лише функцію залучення коштів, а й функцію перерозподілу заощаджень між секторами економіки. Фактично, це форма внутрішнього кредиту, яка формує заощадження одних суб'єктів (банки, домогосподарства, фонди) у поточне споживання держави. У цьому сенсі борг не обов'язково є ознакою фіскального дисбалансу — він також може виступати інструментом згладжування циклів, стимулювання попиту або монетарної стабілізації.

Механізм формування внутрішнього державного боргу передбачає поетапну процедуру, що починається із визначення обсягів державного фінансування у Законі про Державний бюджет на відповідний рік. На підставі бюджетних потреб Міністерство фінансів формує графік розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та погоджує параметри запозичень (доходність, строк обігу, форма виплат). Первинне розміщення ОВДП здійснюється через аукціони, проведення яких координується через електронну платформу Bloomberg серед кола уповноважених первинних дилерів. Особливістю українського механізму є відсутність уніфікованої системи тривалого планування емісій. На відміну від більшості розвинених країн, Україна досі не має офіційного календаря випусків, затвердженого на квартал або рік наперед. Це знижує передбачуваність ринку і ускладнює інвестиційне планування, особливо для інституційних учасників. У той же час гнучкий графік дає змогу Міністерству фінансів оперативно реагувати на зміни ринкових умов, адаптуючи обсяги й строки запозичень.

Додатково, відповідно до Положення НБУ, державні банки, а також сам Національний банк можуть викуповувати боргові папери на вторинному ринку, забезпечуючи ліквідність і стабільність ціноутворення.

На відміну від зовнішнього, такий борг формується в межах юрисдикції, обслуговується у національній валюті й безпосередньо інтегрується у монетарні операції Національного банку.

У післякризовий період 2015–2024 рр. внутрішній компонент державного боргу виріс більш ніж уп’ятеро. Динаміку ключових показників, що характеризують цей процес, узагальнено у таблиці 1.1. Зростання питомої ваги ВДБ у ВВП із 15,2 % до 46,1 % супроводжувалося подовженням середньозваженого строку погашення (АТМ) з 1,4 до 2,6 року, що свідчить про поступове перенесення рефінансингових ризиків у середньостроковий горизонт [2]. Така динаміка зростання пояснюється кількома ключовими факторами: по-перше, обмеженим доступом до зовнішнього фінансування в умовах війни; по-друге, активною монетарною підтримкою з боку НБУ; по-третє, впровадженням інструментів спрямованих на залучення ресурсів у гривні. Водночас швидке накопичення боргу створює нові виклики — особливо в частині управління строковістю, вартістю обслуговування і макрофінансовими ризиками.

Таблиця 1.1

Ключові показники внутрішнього державного боргу України (2015–2024 рр.)

Рік	Внутрішній борг, млрд грн	ВВБ / ВВП, %	Середньозважена ставка, %
2015	508	15.2	1.4
2019	839	19.8	2.1
2022	1461	39.5	2.4
2024	1932	46.1	2.6

Джерело: складено автором на основі [2]

На сучасному етапі структура інвесторів, які формують внутрішній державний борг, істотно змінилася. Якщо до 2020 року основним покупцем ОВДП виступали банки-резиденти, то після початку повномасштабної війни роль Національного банку суттєво зросла — його частка у портфелі боргових

паперів сягнула понад 30 %. Окрім того, активну участь у формуванні внутрішнього боргу почали брати інституційні інвестори — недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та компанії з управління активами. Від 2023 року суттєво розширилася участь фізичних осіб завдяки впровадженню цифрових ОВДП через мобільні додатки банків, що свідчить про демократизацію інвестування в державні інструменти. Особливу увагу заслуговує участь пенсійних фондів і страхових компаній, які діють як природні довгострокові інвестори. Законодавчі обмеження щодо допустимих інструментів для розміщення резервів стимулюють їх до інвестування в державні цінні папери, що забезпечують передбачуваний грошовий потік. У міру розвитку накопичувального рівня пенсійної системи їхня роль як ключових утримувачів ОВДП має лише зростати. Це дозволить уряду стабільніше формувати довгі випуски й вирівнювати дохідну криву, водночас зменшуючи залежність від ринку коротких грошей.

У структурі запозичень переважають гривневі інструменти з фіксованою дохідністю, однак частка індексованих облігацій (ОВДП, прив’язаних до інфляції або облікової ставки НБУ) поступово зростає. Такий підхід дозволяє уряду ділити ризики зміни процентних ставок із інвесторами, а також підвищує привабливість паперів у періоди високої інфляції. У 2023–2024 рр. саме інфляційно-індексовані випуски стали ключовим джерелом залучення ресурсів в умовах волатильного грошового ринку.

Економічна природа внутрішнього боргу визначається трьома взаємозалежними функціями. По-перше, це фіскальний буфер, який дає змогу уряду оперативно покривати касові розриви бюджету без надмірного залучення зовнішніх кредиторів. По-друге, це провідний монетарний інструмент: ОВДП використовуються НБУ для стерилізації надлишкової ліквідності та для формування «якоря» кривої дохідності. По-третє, це інституційна основа ринку

капіталу, адже безризикова ставка на базі ОВДП слугує бенчмарком для корпоративних позичальників [3].

Місце внутрішнього боргу в публічних фінансах найкраще ілюструє концепція «терас»—зв'язок між потоками бюджету, балансовими зобов'язаннями та ризиками. Чим глибший і ліквідніший ринок внутрішніх паперів, тим більше свободи отримує уряд у виборі тактики фінансування дефіциту, а НБУ—у виборі режиму монетарної операційної рамки.

Варто зазначити, що ефективність формування внутрішнього боргу прямо залежить від рівня розвитку фінансової інфраструктури: функціонування депозитарної системи, участі в міжнародних розрахункових платформах, прозорості умов аукціонів і прогнозованості боргової політики. Україна зробила суттєвий прогрес у цьому напрямі після 2017 року — зокрема завдяки інтеграції з системою Clearstream, реформуванню правил роботи первинних дилерів та створенню єдиного депозитарію НБУ. Ці кроки підвищили довіру до внутрішніх інструментів і сприяли формуванню ліквідного вторинного ринку.

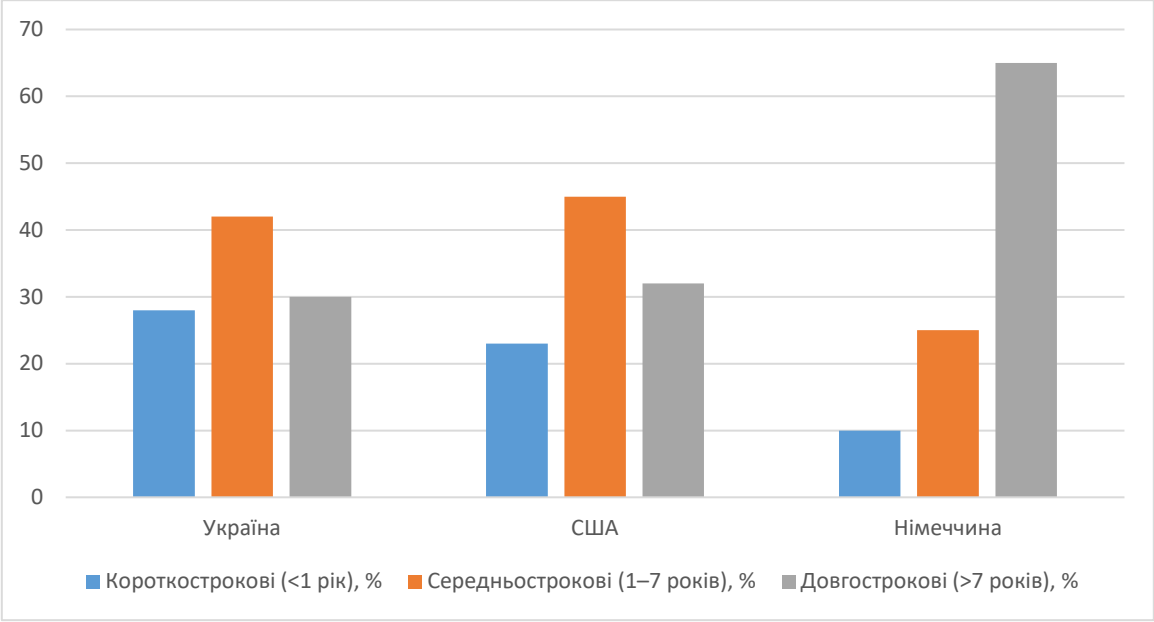


Рис. 1.1. Структура внутрішнього державного боргу за строками погашення: Україна, США, Німеччина (кінець 2024 р.)

Джерело: складено автором на основі [4]

Структурний профіль внутрішнього державного боргу України, США та Німеччини, представлений на рисунку 1.1, демонструє, що український портфель ОВДП концентрується в сегменті 1–7 років, тоді як Німеччина тяжіє до довгострокових Bund, а Сполучені Штати рівномірно розподіляють випуски між Treasury Bills, Notes і Bonds. Відмінності у кривій погашень зумовлюють різний рівень рефінансингового ризику та різні витрати на обслуговування: для України один процентний пункт зростання прибутковості коротких ОВДП підвищує річні видатки бюджету на 0,18 % ВВП [4].

Стійкість внутрішнього боргу традиційно вимірюють через індикатори ВДБ/ВВП, АТМ та коефіцієнт обслуговування до доходів бюджету. Оновлена Методика НБУ (постанова № 351 від 22.12.2024 р.) доповнює їх аналізом варіативності процентного ризику: шок ± 300 б.п. збільшує потребу в обслуговуванні боргу на 0,38 % ВВП, що все ще залишається в межах значень, прийнятних для країн із ринками, що формуються [5].

Загалом механізм формування внутрішнього боргу поєднує правові, інституційні та фінансово-економічні компоненти. Правову основу становлять Бюджетний кодекс, профільні закони та нормативні акти Мінфіну й НБУ. Інституційну — ключові учасники ринку, зокрема Мінфін як емітент, НБУ як агент і регулятор, первинні дилери як розміщувачі, а також інвестори. Фінансово-економічний компонент передбачає вибір типів інструментів (фіксована, плаваюча ставка, індексовані випуски), термінів, дохідності та періодичності погашень. Така багаторівнева конструкція дозволяє гнучко адаптувати параметри запозичень до макроекономічної ситуації та потреб бюджету.

Внутрішній державний борг виступає системоутворювальним елементом українських публічних фінансів: він забезпечує фіскальну гнучкість у воєнний період, підтримує операційну незалежність монетарної політики та задає

параметри розвитку національного ринку капіталів. Якість управління цим боргом безпосередньо впливає на макрофінансову стійкість держави, а порівняння з практиками США та Німеччини підказує напрями подовження випусків і диверсифікації інструментів. Таким чином, внутрішній державний борг — це не лише фіскальний обов'язок уряду, а й динамічний інструмент економічної політики. Його формування відображає не просто потребу в ресурсах, а стратегію держави щодо управління ризиками, стимулювання фінансових ринків і підтримки довіри до національної валюти. Успішна реалізація цього механізму можлива лише за умов узгодженості між Міністерством фінансів, Національним банком та ключовими учасниками ринку, а також за наявності чіткої, прозорої та стабільної боргової стратегії. Сучасна практика управління внутрішнім боргом дедалі більше тяжіє до міжінституційної координації. Міністерство фінансів визначає обсяги та структуру запозичень, НБУ забезпечує технічну базу та монетарне середовище, а банки й інституційні інвестори реагують на сигнали з ринку. Ця триєдність — фіскальний орган, монетарний регулятор, ринок — визначає ефективність запозичень і стабільність усієї боргової архітектури країни.

1.2. Класифікація внутрішнього боргу: форми, інструменти, учасники

Класифікація внутрішнього боргу є основним кроком до аналізу його сутності та виявлення потенційних ризиків і можливостей. Вона дозволяє систематизувати різноманітні форми**,** інструменти та визначити ключових учасників боргових відносин. Розуміння цих категорій дає змогу не тільки відстежувати динаміку боргового навантаження, а й розробляти цілеспрямовані стратегії його обслуговування та погашення.

Класифікація внутрішнього боргу ґрунтується на наказі Мінфіну від 22 березня 2024 р. № 143, який упорядкував форму державної статистичної звітності 1-ДБ і ввів єдині критерії поділу за типом інструмента та кредитора [6]. У поєднанні з Положенням НБУ № 19 від 15 лютого 2025 р. про порядок розміщення та обміну ОВДП [7] це забезпечує узгодженість обліку й розкриття інформації між Мінфіном, НБУ та інвесторами. Чітка класифікація внутрішнього боргу має не лише облікове, а й стратегічне значення. Вона дозволяє Мінфіну здійснювати таргетовану боргову політику: формувати графік випусків з урахуванням попиту на різні види паперів, управляти процентним і валютним ризиком, балансувати портфель між короткими і довгими інструментами. Крім того, деталізована структура дозволяє оцінювати ефективність окремих випусків, наприклад: які типи ставок забезпечують оптимальну вартість фінансування в умовах воєнної економіки або як реагують інституційні інвестори на нові типи індексованих облігацій.

У Таблиці 1.2 узагальнено інформацію класифікаційних ознак. Формальний (правовий) рівень розрізняє три базові інструменти: ОВДП, казначейські векселі та державні деривативи (ВВП-варанти). Фінансовий рівень деталізує папери за строком обігу, типом купонної ставки й валютою номінації, тоді як інституційний вимір описує склад кредиторів. У структурі строковості внутрішнього боргу простежується прагнення до подовження дюрації — зменшення частки паперів, що мають погашення протягом 12 місяців. У 2020–2024 роках частка короткострокових ОВДП зменшилася з 37 % до менш ніж 20 %, що свідчить про свідоме зміщення в бік середньострокових та довгострокових запозичень. Така стратегія дозволяє мінімізувати щорічні рефінансингові ризики та підвищує передбачуваність бюджетних потоків.

Таблиця 1.2

Класифікаційні ознаки внутрішнього боргу

Критерій класифікації	Основні категорії	Ключові особливості
1. Строк обігу	короткострокові (≤1 рік); середньострокові (1–7 років); довгострокові (>7 років)	визначає профіль рефінансингового ризику та план погашення
2. Тип процентної ставки	фіксована ставка; плаваюча ставка (прив'язка до 12M T-bill, UONIA); індексована до інфляції	формує чутливість до процентного ризику та інфляційних очікувань
3. Валюта номінації	гривня; долар США; євро	визначає валютний ризик і потребу в хеджуванні
4. Правовий інструмент	ОВДП: казначейські векселі; державні деривативи (ВВП-варранти)	юридично фіксує права інвестора й порядок обслуговування
5. Механізм розміщення	конкурентний аукціон; неконкурентне розміщення; прямий продаж	впливає на ліквідність та ефективність первинного ринку
6. Категорія власника	банки-резиденти; Національний банк України; страхові та пенсійні фонди	стосується диверсифікації попиту й стійкості до шоків

Джерело: складено автором на основі [6,7]

На правовому рівні розмежування інструментів внутрішнього боргу здійснюється відповідно до Бюджетного кодексу. Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) виступають основним інструментом, що випускається Міністерством фінансів відповідно до умов річного державного бюджету.

В окремих випадках, визначених законодавством, можливе застосування казначейських зобов'язань, які мають цільовий характер і можуть бути доступними для фізичних осіб. Державні деривативи, як-от ВВП-варранти, мають відстрочений механізм виплат і умовно належать до боргових інструментів із ознаками гібридних цінних паперів. За строком обігу портфель ОВДП поділяється на короткі (≤ 1 рік), середні (1–7 років) та довгі (> 7 років) випуски. Подовження середньозваженого строку до погашення з 1,4 року у 2015 р. до 2,6 року у 2024 р. відображає свідому стратегію зниження рефінансингового ризику [8].

Тип купонної ставки формує чутливість боргу до коливань ринкових ставок і інфляції. На кінець 2024 р. папери з фіксованим купоном становили ≈ 70 % портфеля, плаваюча ставка — ≈ 20 %, CPI-індексовані — близько 10 %, що випливає з офіційної аналітики НБУ [9].

Валютна структура боргу дедоларизується: понад 85 % номіновано у гривні, тоді як доларові та єврові випуски задовольняють потребу уряду у валютній ліквідності без виходу на зовнішні ринки [8]. Паралельно зменшується доля валютного ризику державних фінансів. Водночас валютні випуски, номіновані в доларах США або євро, залишаються важливим інструментом точкового фінансування. Їх застосовують у випадках необхідності швидкого залучення ліквідності під низькі ставки — зокрема, через прямий продаж облігацій держбанкам чи міжнародним партнерам. Крім того, валютні випуски з погашенням в межах року не впливають суттєво на загальний валютний ризик, однак потребують ретельного узгодження з валютними інтервенціями НБУ.

Зміна структури ставок у портфелі внутрішнього боргу є прямим відображенням монетарної політики НБУ та реакції інвесторів на макрофінансові умови. У періоди високої інфляції або зростання облікової ставки популярності набувають індексовані інструменти, які зменшують ризик для покупців. Водночас Мінфін намагається утримати частку фіксованих паперів, оскільки вони забезпечують передбачуваність витрат на обслуговування. Таке балансування — ключова складова стратегії боргової стабільності у перехідних економіках.

Інституційний розріз свідчить про поступову диверсифікацію кредиторської бази: банки-резиденти тримають ≈ 47 % паперів, НБУ — ≈ 20 %, а частка домогосподарств завдяки запуску військових ОВДП виросла з нуля у 2021 р. до понад 7 % у 2025 р. [10]. Залучення довгих «пенсійних» випусків з фіксованим купоном дозволяє змістити попит із короткого сегмента та

вирівняти криву дохідності. Валютні ОВДП також відіграють роль своєрідного інструмента валютного хеджування для великих компаній-експортерів та банків. Залучення таких паперів дозволяє уряду отримати додаткову валютну ліквідність без необхідності виходу на зовнішні ринки за умов воєнного ризику. Натомість для інвестора вони дають змогу зафіксувати дохід у тій самій валюті, що й валютні надходження, мінімізуючи трансакційні втрати та курсові коливання.

Інституційна база інвесторів поступово розширюється завдяки запровадженню нових каналів дистрибуції — таких як мобільні платформи «є-ОВДП», брокерські програми для фізичних осіб та спрощений доступ до ринку для страхових компаній. Це дає змогу уряду не лише диверсифікувати джерела фінансування, а й підвищити стійкість ринку до шоків. Наприклад, під час нестабільності у банківському секторі попит з боку домогосподарств або фондів може слугувати стабілізатором для аукціонного процесу.

Важливим елементом класифікації та життєвого циклу внутрішнього боргу є його подальший обіг на вторинному ринку. Після первинного розміщення ОВДП можуть бути перепродані через організовані біржові платформи або позабіржові угоди (OTC). Учасниками вторинного ринку виступають банки, страхові компанії, інвестиційні фонди, а віднедавна й фізичні особи. Вторинний обіг створює додаткову ліквідність, підвищує привабливість паперів для інвесторів і слугує індикатором реальної вартості боргу. Ліквідність на вторинному ринку залежить від типу паперу: більш тривалі та фіксовані за ставкою облігації мають вищу ринкову активність, тоді як короткі ОВДП частіше утримуються до погашення. Національний банк України не лише обслуговує розрахунки, а й має право виходити на вторинний ринок як активний гравець. Це передбачено статтями Закону України «Про Національний банк України» та внутрішніми положеннями НБУ щодо операцій

відкритого ринку. Така участь дає змогу стабілізувати прибутковість ОВДП, зменшити волатильність і забезпечити інвесторам «якір» для оцінки дохідності. У 2022–2024 рр. під час пікових етапів воєнного фінансування НБУ здійснив масштабні викупи паперів з метою непрямого бюджетного фінансування, що є винятковою практикою в умовах воєнної економіки.

Технічна інфраструктура первинного ринку ОВДП в Україні за останні п’ять років зазнала суттєвого вдосконалення. Роль центрального депозитарію виконує НБУ, який забезпечує розрахунки, облік прав власності та виплату доходів. Для фізичних осіб і небанківських установ реалізовано підключення через брокерів або мобільні додатки, що суттєво спрощує доступ до державних боргових інструментів. Це стало важливим кроком до фінансової грамотності населення та підтримки внутрішнього ринку капіталів в умовах обмеженого зовнішнього фінансування. Важливою умовою стабільного функціонування внутрішнього боргу є ефективна правова й технічна архітектура ринку. Йдеться не лише про технології, а й про стандарти розкриття інформації, прозорість аукціонів, наявність аналітичних бюлетенів, доступність даних про портфель ОВДП у розрізі термінів і категорій інвесторів. Саме ці елементи формують довіру до системи запозичень і впливають на рішення як локальних, так і міжнародних інвесторів.



Рис. 1.2 — Схема процесу розміщення ОВДП

Джерело: складено автором на основі [7]

Процес первинного розміщення ОВДП зображено на рисунку 1.2: після оголошення календаря Мінфін приймає конкурентні та неконкурентні заявки, визначає середньозважену ставку, здійснює розрахунки через депозитарій НБУ та проводить виплати купону до погашення. Ця схема формує базовий «production cycle» внутрішніх запозичень і визначає часовий лаг між рішенням про залучення й фактичним припливом коштів.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ ВНУТРІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ.

2.1. Структурно-динамічний аналіз внутрішнього боргу України

Номінальний обсяг внутрішнього державного боргу зріс із ≈ 508 млрд грн на кінець 2015 р. до 1 932 млрд грн станом на 31 грудня 2024 р., тоді як зовнішні зобов'язання за той самий період підвищилися на ≈ 611 % (із ≈ 825 млрд грн до ≈ 5 048 млрд грн) [16]. Динаміку обох компонентів та їхню пропорцію подано на рис. 2.1 і деталізовано у таблиці 2.1. Уже 2020 р. частка внутрішніх зобов'язань у загальному борзі вперше перевищила близько 40 %, а в 2023–2024 рр. стабілізувалася біля 30% [16] (див. рис. 2.2). Це скоротило валютне навантаження на бюджет і розширило можливості НБУ управляти ліквідністю через операції з ОВДП [19].

Таблиця 2.1

Динаміка внутрішнього та зовнішнього боргу України (2015–2024)

Рік	Внутрішній борг, млрд грн	Зовнішній борг, млрд грн	Частка внутрішнього, %
2015	508	825	32,3
2016	689	1240	35,7
2017	766,68	1375	35,8
2018	771	1397	35,5
2019	839	1159	42
2020	1033	1519	40,5
2021	1111,6	1560	41,6
2022	1461	2610	35,9
2023	1656	3863	30
2024	1932	5048	27,68

Джерело: складено автором на основі [16]

Загалом динаміка зростання внутрішнього боргу обумовлена комбінацією макроекономічних, фіскальних і монетарних факторів. Зокрема, у 2020–2022 рр. основним джерелом зростання стала потреба у покритті дефіциту бюджету в умовах пандемії COVID-19 та початку повномасштабної війни. У 2023–2024 рр. акцент змістився на залученні довгострокових коштів для обслуговування зростаючих воєнних витрат і стабілізації платіжного балансу через інтервенції НБУ. У кожному з періодів рішення щодо структури нових випусків приймалося з урахуванням інфляційної динаміки, рівня облікової ставки та очікувань інвесторів.

Перехід до домінування внутрішнього боргу став реакцією на зміну геополітичного й економічного середовища. З 2015 року доступ до зовнішніх ринків капіталу залишався обмеженим через високі ризикові премії, що зумовлювало орієнтацію на внутрішніх інвесторів як основне джерело запозичень. Водночас на тлі реформування банківського сектору та нарощування ліквідності, внутрішній ринок виявився здатним профінансувати значну частину бюджетного дефіциту без істотного зростання дохідностей.

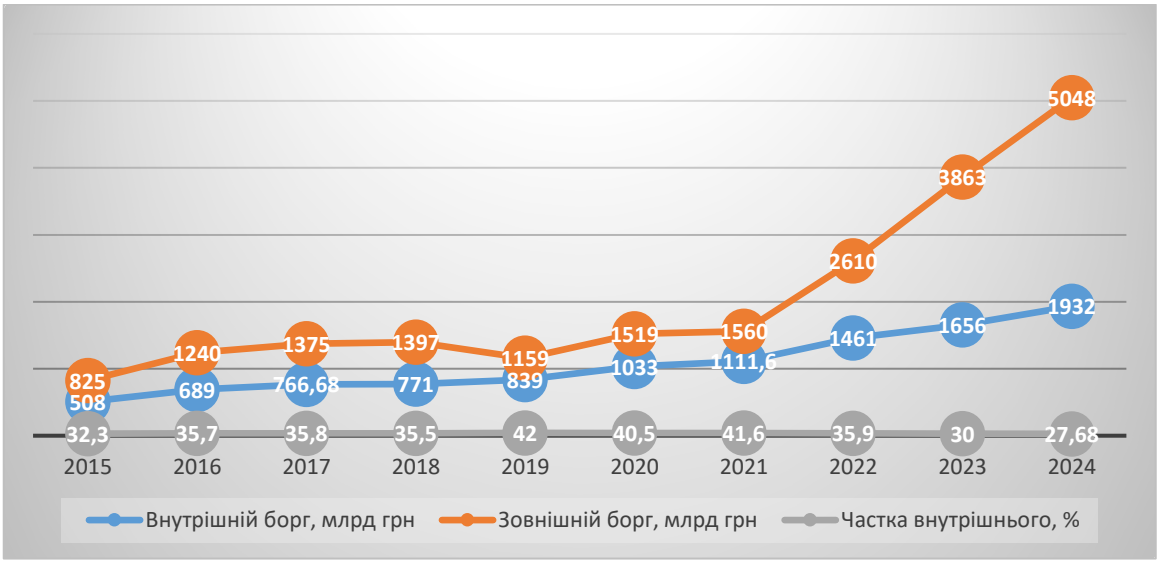


Рис. 2.1. Динаміка внутрішнього й зовнішнього державного боргу (2015 – 2024 рр).

Джерело: складено автором на основі [16]

У структурі приросту виділяються дві хвилі. Перша (2016–2019) пов'язана з переходом Мінфіну до регулярного аукціонного календаря та розбудовою середньострокових випусків; друга (2022–2024) — із фінансуванням воєнного дефіциту через «військові» ОВДП. Лише у 2024 р. уряд залучив на аукціонах майже 640 млрд грн, а за час дії воєнного стану — понад 1,45 трлн грн [17].

«Військові» ОВДП стали новим інструментом не лише з фіскального, а й з репутаційного боку: за рахунок них уряд формував довіру громадян до державних інститутів. Умови випуску таких облігацій — зокрема, фіксовані купонні ставки, регулярна періодичність аукціонів та низький поріг входу — стимулювали широку участь фізичних осіб. Це дозволило частково замінити ринок коротких банківських депозитів і сформувати альтернативне джерело внутрішньої ліквідності.

Крім фіскального значення, військові ОВДП виконували соціальну та комунікаційну функцію. Їхня популяризація серед населення через додатки банків, мобільні сервіси та інформаційні кампанії сприяла формуванню фінансової культури та залученню нових верств населення до інвестування. Це дозволило зменшити тиск на банківську систему, підвищити фінансову інклюзію та створити зачатки роздрібного ринку державних цінних паперів.

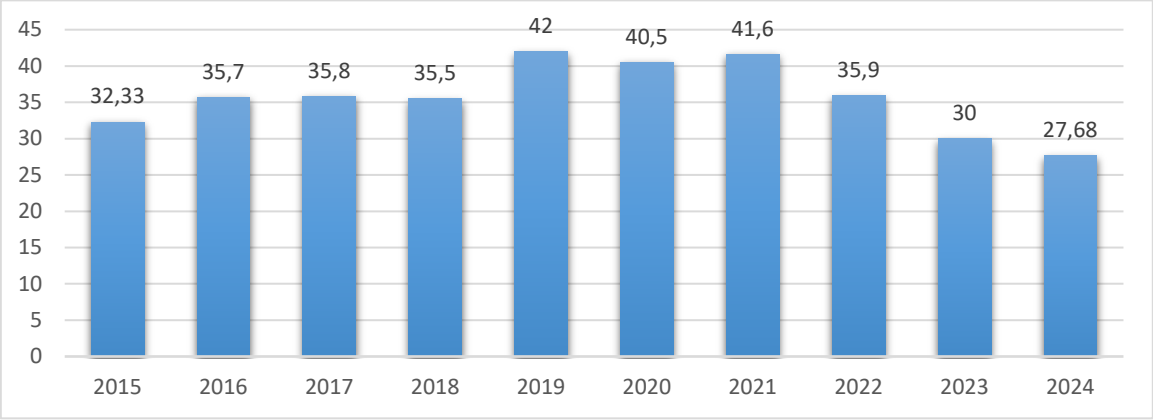


Рис. 2.2. Частка внутрішнього боргу у загальному борзі України, 2015 – 2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [16,19]

Середньозважений термін до погашення портфеля (АТМ) подовжився з 1,4 року у 2015 р. до 2,6 року в 2024 р., що знизило квартальне пікове навантаження на бюджет [19]. Одночасно частка паперів із фіксованою ставкою досягла ≈ 70 %, а валютні випуски звузилися до ≈ 14 % портфеля [16], що відображає курс на дедоларизацію та зменшення процентно-валютних ризиків. Зміна структури портфеля вплинула і на якість бюджетного планування. Вища частка довгих ОВДП із фіксованими ставками дозволяє точніше прогнозувати майбутні видатки на обслуговування, особливо в умовах нестабільного валютного ринку. Водночас така структура потребує ретельного управління термінами обслуговування та запровадження нових моделей сценарного аналізу касових потоків. У відповідь Мінфін запровадив щоквартальний аналіз «rollover ratio» — співвідношення запланованих погашень до нових розміщень.

Таке поєднання структури за строками та валютою дозволило уряду краще прогнозувати боргові виплати і знизити волатильність у бюджетному плануванні. Проте воно також обумовило підвищену залежність вартості обслуговування від динаміки облікової ставки НБУ. За сценаріями Мінфіну, підвищення ставки на 1 п.п. у 2025 р. може збільшити вартість обслуговування нового боргу на 7,8–9,2 млрд грн у річному вимірі, залежно від тривалості розміщення.

Інституційна структура кредиторів наприкінці 2024 р. була такою: банки-резиденти — ≈ 47 %, НБУ — ≈ 20 %, нерезиденти — ≈ 6 %, домогосподарства та інші резидентні інвестори — ≈ 27 % [17]. Зростання частки фізичних осіб (понад 7 % на початок 2025 р.) стало можливим завдяки цифровим «Дія-облігаціям» і підвищило стійкість первинних аукціонів.

Порівняння траєкторій внутрішнього та зовнішнього боргу засвідчує, що поточна модель запозичень зміцнює внутрішню ліквідність і мінімізує валютні ризики, але підвищує чутливість бюджету до коливань гривневих ставок.

Розрахунки НБУ показують: кожен процентний пункт зростання середньозваженої дохідності ОВДП збільшує річні процентні витрати бюджету приблизно на 0,18 % ВВП [19]. У відповідь середньострокова стратегія 2026 р. передбачає подальше подовження кривої запозичень і розвиток інфляційно-індексованих паперів.

Незважаючи на прогрес у розвитку внутрішнього ринку запозичень, залишаються проблеми, що потребують вирішення. Серед них — недостатня глибина вторинного ринку, низька диверсифікація покупців серед інституційних інвесторів та обмежений строковий горизонт. У коротко- та середньостроковій перспективі важливими завданнями є подовження середньозваженого строку до погашення (АТМ) до ≥ 3,5 років, розширення програм індексованих облігацій та запуск «зелених» ОВДП, що можуть залучити нову категорію ESG-орієнтованих інвесторів. У підсумку, за 2015–2024 рр. Україна здійснила перехід до моделі домінування внутрішнього фінансування бюджетного дефіциту, що супроводжувалося структурними змінами у портфелі боргу — зокрема, подовженням дюрації, дедоларизацією та розширенням інвесторської бази. Водночас зростання обсягів внутрішніх запозичень поставило нові вимоги до ефективності управління грошовими потоками, прогнозування процентних витрат і взаємодії між Мінфіном і НБУ. Подальший аналіз — у підрозділі 2.2 — дозволить оцінити, як ці трансформації вплинули на боргову політику в умовах війни.

2.2. Оцінка боргової політики України в умовах війни

Повномасштабне вторгнення Росії у лютому 2022 р. сформувало безпрецедентний фіскальний розрив – понад 20 % ВВП 2022 р., за оцінкою Мінфіну [20]. У відповідь уряд змістив акцент на внутрішнє запозичення,

розгорнувши комплексну «воєнну» боргову доктрину, що базується на п’яти ключових інструментах (див. рис. 2.2). На відміну від довоєнного періоду, коли політика запозичень переважно будувалася на принципах мінімізації вартості обслуговування та узгодженості з монетарною політикою НБУ, воєнна модель базувалася на пріоритеті швидкості залучення ресурсів. Це змістило акценти з ефективності на достатність, а також запровадило нову логіку взаємодії між урядом, регулятором та громадянами як інвесторами.

Її головна мета – оперативне фінансування оборонних і гуманітарних видатків без критичного зростання валютних ризиків. Боргова політика була вперше формалізована як антикризовий інструмент макрофінансової стабілізації в умовах воєнного стану. Головним викликом стала потреба у забезпеченні щомісячного залучення 120–150 млрд грн без залучення до емісійного фінансування НБУ понад граничний рівень.

Ключові виклики

- Ліквідність бюджету. Щомісячна потреба у фінансуванні видатків сягала 5–6 млрд USD у II кв. 2022 р. [21].
- Валютний ризик. Переважання гривневих випусків мінімізує девальваційне навантаження на борг, але підвищує залежність від внутрішніх ставок [22].
- Інфляційні очікування. Зміна облікової ставки НБУ з 10 % до 25 % (червень 2022 р.) миттєво вплинула на криву прибутковості ОВДП та собівартість запозичень [23].

Таблиця 2.2

Головні інструменти боргової політики (2022–2024)

№	Інструмент	Рік запуску	Механізм	Очікуваний ефект
1	«Військові» ОВДП	2022	Емісовані під Закон № 2136-IX; рейтинг «UA»; купон ≤ 11 %	Залучення ліквідності для оборонних видатків
2	Пільгове оподаткування купонів (0 % ПДФО)	2022	Закон № 2142-IX: звільнення від ПДФО та військового збору	Підвищення чистої дохідності для населення
3	Пряма участь НБУ у первинних аукціонах	2022	Постанова НБУ № 143: участь у межах плану монетарного фінансування	Стабілізація доходності та графіка погашень
4	Обмін коротких випусків на довгі (switch-auction)	2022	Добровільний обмін держпаперів; подовження АТМ на 1-2 роки	Зниження рефінансингового ризику
5	Діяльність з дилінгової каналізації	2022	Мобілізація заощаджень: інвесторські бази банків-партнерів; номінал ≥ 1 тис. грн	Диверсифікація інвесторської бази (+140 тис. фізосіб)

Джерело: складено автором на основі [20–24]

Першою лінією оборони стали «військові» ОВДП: папери з фіксованою ставкою 10–12 % і пільговим оподаткуванням купонів (0 % ПДФО) згідно із Законом № 2142-IX [24]. За 2022 рік Мінфін розмістив військових ОВДП на 568 млрд грн; до кінця 2024 р. кумулятивний обсяг сягнув 1 482 млрд грн [20]. Це дозволило покрити ≈ 38 % річного дефіциту. Уперше державний борг перетворився на форму соціальної мобілізації: купівля військових ОВДП набула не лише фінансового, а й символічного значення, подібного до “боргових сертифікатів” у США під час Другої світової війни. Це дозволило не тільки зібрати кошти, а й зміцнити довіру громадян до державних фінансів.

Другою опорою став прямий викуп ОВДП НБУ у межах постанови № 143 (червень 2022 р.). Регулятор викупив 400 млрд грн (≈ 5 % ВВП) за 2022 р., але з жовтня обмежив участь жорсткою квотою 30 млрд грн/міс, що знизило проінфляційний імпульс [23].

Для послаблення рефінансингового тиску в листопаді 2023 р. запущено switch-аукціони: добровільний обмін коротких випусків 2023-24 рр. на довгі 2026-2028 рр. із дельтою купону +30 б.п. До кінця 2024 р. подовжено ATM портфеля на 1,2 року [20]. Switch-механізм уперше дозволив Мінфіну проводити активну політику реструктуризації строків навіть у межах добровільних ринкових інструментів. У перспективі розглядається запровадження регулярних «roll-over windows» – періодів, протягом яких власники паперів з погашенням у найближчі 12 місяців можуть обмінювати їх на довгострокові з премією дохідності. Такий підхід має потенціал вирівнювати криву дохідності без різких стрибків облігаційного навантаження в окремих кварталах.

На роздрібному фронті інтегровано «Дія-облігації», що дали понад 140 тис. нових інвесторів і 38 млрд грн чистих залучень на грудень 2024 р. [21]. Відсутність комісій і пільгове оподаткування зробили цей канал найбільш динамічним серед індивідуальних покупців. Важливою перевагою цифрових платформ стала доступність та прозорість: усі транзакції проходять через банки-партнери з інтеграцією в державні системи верифікації. Це підвищило довіру громадян до операцій з державними паперами, а також створило базу для потенційного запуску індивідуальних пенсійних ОВДП, які можуть стати інструментом добровільного накопичення в межах майбутньої пенсійної реформи.

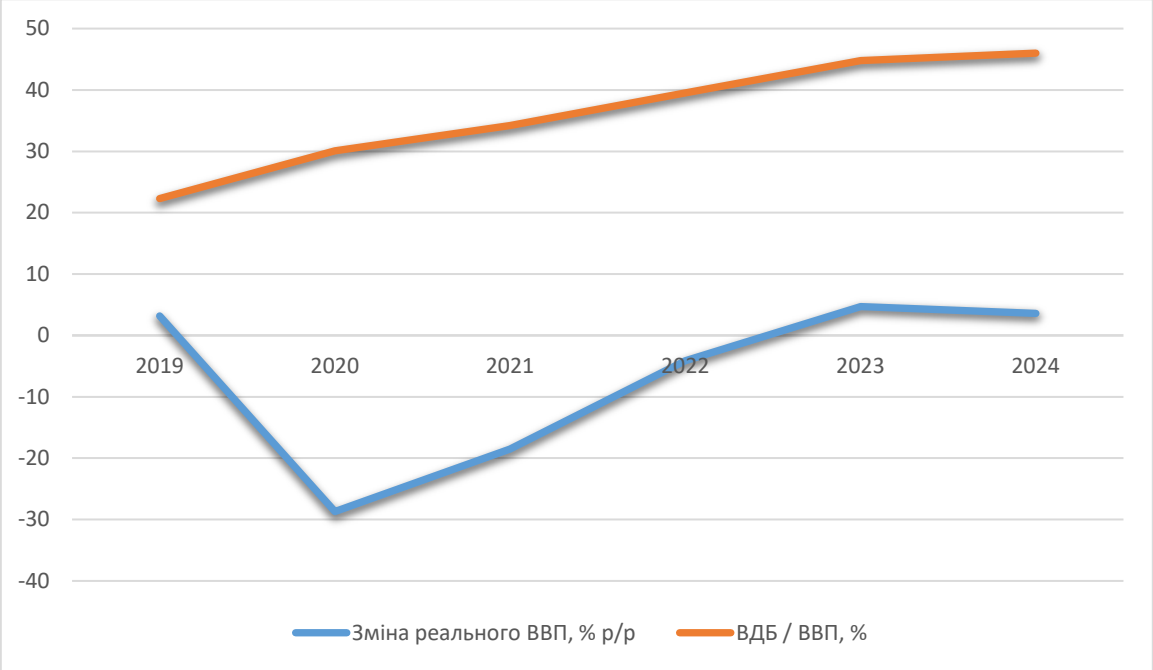


Рис. 2.3. Динаміка реального ВВП та співвідношення ВДБ/ВВП, 2019 – 2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [20,23]

Ефективність і макрофінансові результати

- Вартість обслуговування. Попри стрибок облікової ставки, середньозважена дохідність гривневих аукціонів зросла лише на 280 б.п. (із 11,7 % у січні 2022 р. до 14,5 % у грудні 2024 р.), що нижче за зростання ринкових ставок міжбанку (+650 б.п.) [23].
- Динаміка ВВП vs ВДБ/ВВП. На рис. 2.3 видно, що падіння реального ВВП – 29,1 % у 2022 р. – супроводжувалося стрибком ВДБ/ВВП до 39,5 %, однак подальше відновлення економіки та номінальний ефект інфляції стабілізували показник на 46 % у 2024 р.
- Диверсифікація власників. Структура портфеля ОВДП (див. рис. 2.4) демонструє зниження частки НБУ з 24 % до 20 % і приріст сегмента домогосподарств із 1 % до 7 %. Це підвищує ринкову глибину та зменшує регуляторну концентрацію ризику.

• Питома вага внутрішнього боргу. Частка внутрішніх зобов'язань у загальному боргу піднялася з 50,6 % (2021 р.) до 56,9 % (2024 р.) – див. рис. 2.5 – що зменшує валютні шоки, але посилює залежність від внутрішніх ставок [22].

Попри значні обсяги залучень, структура української моделі залишалась вузькою: понад 85 % попиту сконцентровано в банківському секторі. Для порівняння: в Італії чи Польщі частка домогосподарств та пенсійних фондів у внутрішньому боргу перевищує 25 %, що забезпечує стабільніший попит навіть у періоди монетарної турбулентності. Це свідчить про потребу в активізації зусиль зі створення довгострокових інституційних інвесторів.

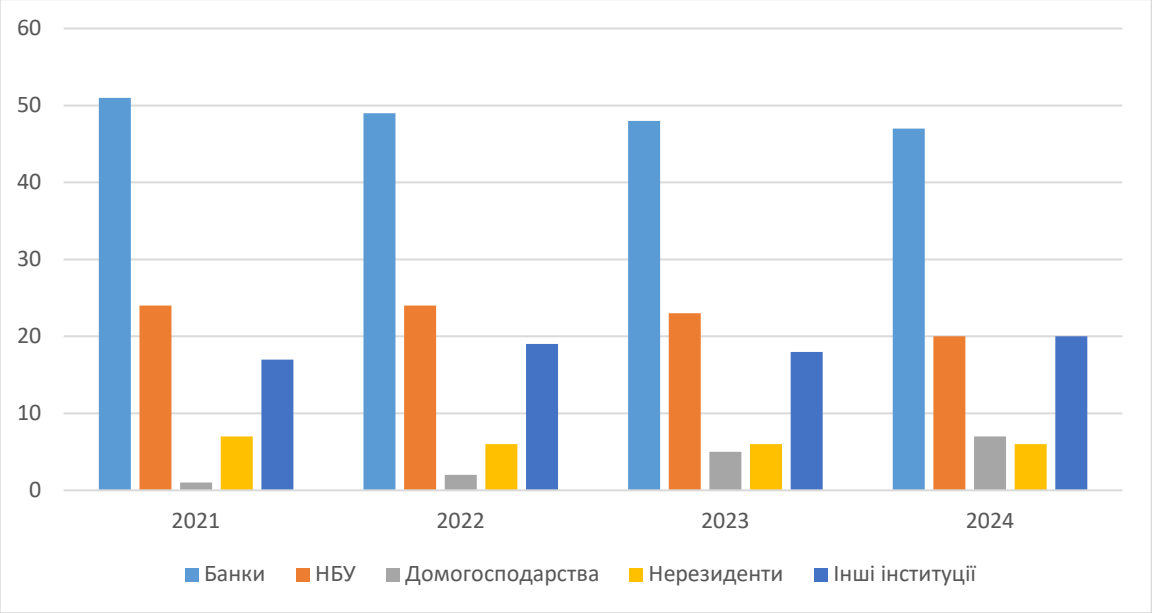


Рис. 2.4. Склад портфеля ОВДП за категоріями власників, 2021 – 2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [21]

Внутрішня боргова модель довела здатність мобілізувати ресурс у кризових умовах, проте її «ахіллесова п'ята» – процентний ризик. Стрес-тест НБУ (±300 б.п.) показує: у разі шокового підвищення ставок процентні виплати

бюджету зростуть на 0,42 % ВВП, що потребує або збільшення податкових надходжень, або секвестру не-захищених видатків [23].

Для пом'якшення ризику стратегія-2026 передбачає (i) ширший випуск CPI-індексованих паперів для розширення бази пенсійних фондів; (ii) поступове повернення нерезидентів через відновлення лістингу ОВДП у Clearstream; (iii) випуск «зелених» держоблігацій на внутрішньому ринку задля залучення ESG-капіталу [24].

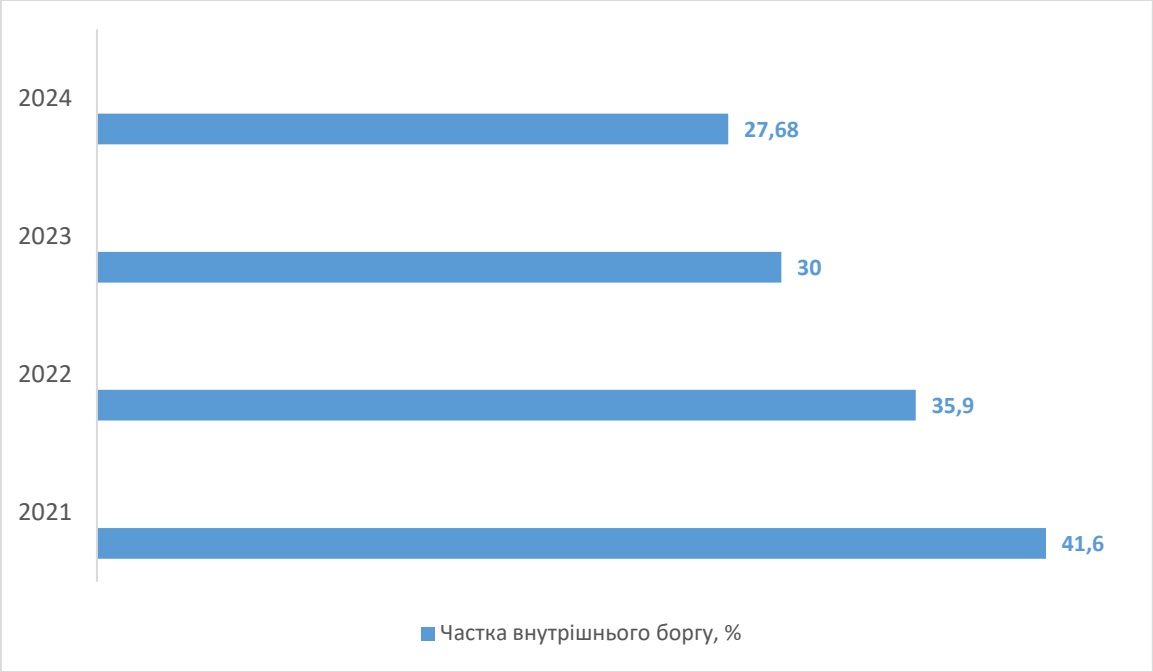


Рис. 2.5. Частка внутрішнього боргу у загальному борзі, 2021 – 2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [22]

У підсумку, боргова політика 2022–2024 рр. продемонструвала здатність адаптації до екстремальних фіскальних умов і стала наріжним каменем підтримки макрофінансової стабільності. Водночас накопичення процентного навантаження, концентрація попиту в межах кількох банків та обмеження довгострокових випусків свідчать про необхідність поглибленої модернізації внутрішнього боргового ринку. Успіх "воєнної" стратегії підтвердив

життєздатність внутрішнього боргового ринку навіть в умовах обмеженої міжнародної підтримки. Проте, аби уникнути “ефекту виснаження” інвесторської бази у 2025–2027 роках, необхідно системно оновити інфраструктуру ринку, активізувати пенсійну та страхову трансформацію, а також інтегрувати екологічні та соціальні облігації в загальну боргову стратегію.

Майбутня стратегія має базуватись на підвищенні прозорості, регулярному календарі запозичень, запуску деривативних інструментів для хеджування ставки та інституціалізації попиту з боку фондів і домогосподарств.

2.3. Аналіз взаємозв’язоку між внутрішнім боргом і макрофінансовою стабільністю

Зростання питомої ваги внутрішнього боргу до 27,68 % у 2023-2024 рр. перетворило ОВДП на головний «штифт» між фіскальною та монетарною політиками. Ключовими каналами впливу є: процентний (доходності ОВДП → вартість гривневих ресурсів), валютний (структура боргу ↔ очікування курсу), банківський (частка портфеля ОВДП у активах банків → кредитний мультиплікатор) і канал інфляційних очікувань. Такий взаємозв’язок набуває критичного значення в умовах воєнної економіки, коли внутрішній борг стає не просто джерелом фінансування дефіциту, а інструментом управління довірою до держави. Структура та динаміка внутрішнього боргу впливають на поведінку грошового мультиплікатора, інфляційні очікування, рівень доларизації економіки та формування безризикової кривої дохідності. Саме через канали трансмісії державних боргових інструментів формуються базові умови для довгострокового кредитування, визначаються процентні очікування бізнесу та рівень інституційного інвестування.

Коли НБУ підняв облікову ставку до 25 % у червні 2022 р., середньозважена дохідність первинних аукціонів збільшилася лише на 2,8 в.п. — з 11,7 % (січень) до 14,5 % (грудень) [25]. Це «амортизаційне» відставання пояснюється високою еластичністю попиту банків-резидентів на ОВДП (портфель ≈ 47 % номіналу), що пом’якшує шоки грошового ринку, але водночас закріплює пасиви під державу й стримує відновлення корпоративного кредитування. Подібна ситуація спостерігалась у Польщі під час пандемії COVID-19, де концентрація ОВДП у банківських балансах перевищувала 30 %, що змусило регулятора ввести обмеження на ризикову вагу держпаперів. В Україні таке регулювання поки що не застосовується, але зростання пасивів під ОВДП викликає ризик “перегріву” банківського апетиту до безризикових активів на шкоду фінансуванню МСП.

Оскільки понад 85 % внутрішніх зобов’язань номіновано у гривні, девальвація слабо збільшує витрати бюджету: стрес-тест НБУ (-15 % до гривні) показує приріст річних процентних витрат лише на 0,07 % ВВП [26]. Проте ріст боргу в нацвалюті підсилює потребу у стерилізації надлишкової ліквідності — регулятор викупив 400 млрд грн ОВДП у 2022 р. і надалі обмежив участь лімітом 30 млрд грн/міс, щоб не розкручувати інфляцію [25]. Така політика створює нову “рамку подвійної відповідальності” НБУ: одночасно забезпечувати грошову стабільність і бути ключовим каналом бюджетного фінансування. На практиці це означає пошук компромісу між достатнім попитом на борг і дотриманням цілей інфляційного таргетування, що вимагає все більш витончених інструментів, як-от точкові репо, FX-хеджі та синхронізовані терміни розміщень.

Вплив внутрішнього боргу на інфляційні очікування також має двосторонній характер. З одного боку, розширення ОВДП-портфеля через механізм викупу НБУ потенційно створює ризик “прихованої монетизації”

дефіциту, що підриває довіру до стабільності грошової маси. З іншого — чіткий сигнал про графік погашень, обмеження грошової участі та фіксовані купонні ставки вказують на контрольованість боргової політики. Саме тому важливою складовою аналітики макрофінансової стабільності є “індекс прозорості внутрішнього боргу”, що оцінює частоту та передбачуваність аукціонів, відкритість умов випусків і доступність звітності. В Україні такий індекс ще не запроваджено, однак його формалізація може стати важливою складовою стратегії довіри.

Модель НБУ «forward-looking Phillips curve» фіксує статистично значущий коефіцієнт 0,21 між тримісячною прибутковістю ОВДП та очікуваною ІСЦ через два квартали [27]. Це означає, що агресивне скорочення боргових аукціонів може знизити інфляційний фон, але водночас загрожує дефіциту ліквідності бюджету. Баланс знайшли в таргетованому коридорі пропозиції (45–60 млрд грн/міс у 2024 р.).

Частка ОВДП у чистих активів банків перевищує 39 %; водночас частка кредитів бізнесу просіла до 27 % активів (2019 р. — 41 %) [28]. Коефіцієнт кореляції між приростом портфеля ОВДП і приростом кредитів МСП у 2022-2024 рр. становить −0,62, що свідчить про ефект «витіснення». Уряд частково нівелює це через програму «5-7-9 %», де банки рефінансують пільгові кредити за рахунок ОВДП-репо з НБУ. Одним із шляхів зниження ефекту витіснення є впровадження окремого ліміту участі банків у аукціонах ОВДП безпосередньо через облікові рахунки за категоріями активів. Альтернативою може стати запровадження механізму гарантованих боргових програм для МСП під державні гарантії з частковим використанням коштів від “довгих” боргових паперів.

Ефект витіснення (“crowding out”) особливо яскраво проявляється у фазах підвищення ставок: коли дохідність держпаперів зростає, банки перенацілюють

ресурси з ризикового бізнес-кредитування на купівлю гарантованих боргових інструментів. Це спотворює трансмісію монетарної політики та уповільнює поствоєнне відновлення приватного сектору. Стратегічна відповідь — розвиток програм “боргового субстандарту”, де державні папери емітовано під конкретні кредитні ліміти для МСП (через back-to-back схеми або часткові гарантії НБУ), як це працює у Словаччині та Польщі.

Згідно з оцінкою МВФ, шокове підвищення гривневої кривої на 300 б.п. у 2025 р. збільшить номінальні витрати на обслуговування внутрішнього боргу на 0,42 % ВВП і знизить капітал банківської системи на 1,3 в.п. адекватності [29]. Це межа, яку стратегія-2026 позначає як «жовту зону» — фактор, що потребує посиленої координації НБУ й Мінфіну.

Таким чином, внутрішній борг став ключовим, але «двоєдним» фактором макрофінансової стабільності: він мінімізує валютні ризики та підтримує ліквідність бюджету, проте підвищує чутливість до гривневих ставок і концентрацію банківського ризику. Подальше вдосконалення боргової політики має ґрунтуватися на розвитку інструментів із плаваючою або індексованою ставкою та поступовому поверненні нерезидентів, що збалансує попит і розширить інвесторську базу. У довгостроковій перспективі успіх внутрішньої боргової моделі залежатиме від здатності інтегрувати її в загальну фінансову архітектуру — як національну, так і міжнародну. Це включає розвиток ринку похідних інструментів, запровадження індексів держборгу, стимулювання участі пенсійних фондів та забезпечення незалежної оцінки стійкості через залучення зовнішніх рейтингових агентств і платформ (на кшталт Bloomberg Indices).

Окремої уваги потребує вплив концентрації ОВДП у портфелях банків на стійкість банківської системи до процентного ризику. У випадку різкого зростання дохідностей або необхідності ліквідації паперів на вторинному ринку,

банки можуть зазнати втрат капіталу, що безпосередньо вплине на їхню здатність кредитувати реальний сектор. Згідно з тестуванням, проведеним Радою з фінансової стабільності при НБУ, навіть 5-відсоткове зниження ринкової вартості ОВДП зменшує регулятивний капітал системи на понад 8 млрд грн, що дорівнює ≈ 0,6 % ВВП. Такий ризик вимагає посиленого пруденційного нагляду, включаючи:

- запровадження VaR-обмежень для великих утримувачів державного боргу,
- диференціацію ліквідності та резервів під держпапери різного типу,
- розробку нових інструментів хеджування дохідності через державно-гарантовані деривативи.

У поєднанні з прозорим аукціонним календарем і поглибленням вторинного ринку це сприятиме зміцненню макрофінансової стійкості всієї фінансової екосистеми — від фіскальної бази до кредитного плеча приватного сектора. Загалом, внутрішній борг України в 2022–2024 рр. набув ролі системоутворювального елементу макрофінансової стабільності. Однак його позитивний ефект не є автоматичним: лише у поєднанні з прозорою комунікацією, обмеженням монетарного фінансування, розвитком довгострокових інструментів (CPI-linked, floating-rate, ESG-ОВДП) і розширенням інвесторської бази можливо уникнути системних ризиків. З огляду на це, стратегія внутрішнього боргу має спиратися на принцип “стабільності через гнучкість” — тобто адаптивного управління строками, інструментами та учасниками запозичень із одночасною фіскальною відповідальністю та прогнозованістю монетарної політики.

Аналіз трансформації внутрішнього державного боргу України у 2015–2024 роках засвідчив глибокі структурні зміни у системі державних запозичень. Внутрішній борг по при нестабільну ситуацію в країні став зменшуватися і

почав відходити від основного інструменту фіскального фінансування, але був впливовим чинником макрофінансової рівноваги. Його частка в загальній структурі державного боргу зменшилась з 32,3 % у 2015 році до 27,68 % у 2024 році, що свідчить про переорієнтацію запозичень із внутрішнього на зовнішнє фінансування.

Основним інструментом стали облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), які завдяки гнучкій структурі емісії, диференційованим строкам погашення та типам купонної ставки забезпечили адаптивність запозичень до ринкових умов. У період 2022–2024 рр. розгортання «воєнної» боргової політики продемонструвало ефективність таких інструментів, як «військові» ОВДП, switch-аукціони, цифрові канали залучення домогосподарств (зокрема «Дія-облігації»), а також обмежене монетарне фінансування з боку НБУ.

Окрему увагу слід звернути на взаємозв'язок між внутрішнім боргом і макрофінансовою стабільністю. Висока частка гривневих зобов'язань дозволила мінімізувати валютні ризики, проте зросла чутливість до внутрішніх процентних ставок. Крім того, зростання частки ОВДП у банківських активах сформувало ефект витіснення приватного кредитування, що потребує компенсаторних механізмів на рівні державної кредитної політики.

У цілому, досвід 2015–2024 років демонструє потенціал внутрішнього ринку боргових інструментів як платформи для гнучкого і стратегічного фінансування бюджету. Водночас для забезпечення його довгострокової стійкості необхідні: подальше подовження строків запозичень, розвиток інструментів з індексованою дохідністю, розширення участі інституційних інвесторів та формалізація прогнозованого графіка емісій. Системна модернізація боргової політики повинна поєднувати цілі фіскальної гнучкості з вимогами макрофінансової стійкості та інвесторської довіри.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ФОРМУВАННЯ І УПРАВЛІННЯ ВНУТРІШНІМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

3.1. Оцінка ефективності поточної боргової стратегії

Діючий цикл управління внутрішнім боргом визначається Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2024–2026 рр. (далі — Стратегія-2026) та низкою постанов Кабінету Міністрів і НБУ, що регламентують аукціонний механізм, участь регулятора у викупі ОВДП і структуру взаємодії з первинними дилерами. Формально цей пакет документів відповідає рекомендаціям МВФ і Світового банку щодо прозорості запозичень, однак у практичному вимірі ефективність стратегії обмежують три групи проблем: правові колізії, організаційні розриви та інституційна асиметрія.

Першою системною вадою є брак єдиного кодифікованого акту, який інтегрував би всі процедури внутрішніх запозичень. На сьогодні відповідні норми розпорошені між Бюджетним кодексом, законом «Про депозитарну систему України» та окремими постановами КМУ й регуляторів. Це ускладнює правозастосування та створює потенційні колізії. Так, стаття 16 Бюджетного кодексу у редакції 2024 р. дозволяє уряду здійснювати запозичення «в інший спосіб, передбачений законом», але не конкретизує, чи можуть такими «іншими» бути облігації з плаваючою ставкою, індексовані до CPI. Відсутність прямого дозволу затримує запуск нових інструментів, попри готову інфраструктуру депозитарію НБУ [30].

Друга проблема — неузгодженість податкових стимулів. Закон № 2142-IX звільняє купони військових ОВДП від ПДФО та військового збору, тоді як облігації «зелених» чи інфляційно-індексованих випусків залишаються під стандартним навантаженням. Така вибірковість розмиває нейтральність

податкової системи, створює регулятивний арбітраж і фактично дискримінує довгострокові інструменти, на які уряд сподівається для подовження кривої погашень [31].

Третій аспект стосується відсутності вітчизняного аналога закону про боргову адміністрацію (Debt Management Office Act), який у більшості країн ОЕСР визначає персональну відповідальність керівника боргового агентства та встановлює чіткі KPI на кшталт «максимум X % ВВП процентних витрат» або «мінімум Y років АТМ». В Україні борговий підрозділ Мінфіну відповідальний одночасно за емісію, середньострокову стратегію та інвестиційні ризики, що створює конфлікт інтересів і не дозволяє інституційно відокремити «казначейську» й «фінансову» функції [32]. На практиці така конфігурація призводить до того, що боргова стратегія формується переважно виходячи з касових потреб бюджету, а не на основі довгострокового аналізу ринкових умов, макрофінансових ризиків чи очікуваної структури попиту. У передових боргових системах — як-от у Польщі чи Великій Британії — функції емісії, планування й інвестиційного аналізу розділено між різними департаментами або агентствами. Це мінімізує внутрішні суперечності та забезпечує вищу якість стратегічного планування.

Найгостріша операційна проблема — концентрація ліквідності у банківському секторі. П’ять найбільших держбанків акумулюють майже 55 % гривневих вкладів юридичних осіб і контролюють 70 % портфеля ОВДП серед банків-резидентів [33]. Такий олігопсон обмежує конкуренцію на первинних аукціонах, призводить до заниження премії за ризик та формує у Мінфіну хибне відчуття «нескінченної» внутрішньої ліквідності. Крім того, великі пакети ОВДП слугують заставою під рефінансування НБУ, що посилює зрощення фіскальної та монетарної політик. При цьому ОВДП дедалі частіше використовуються не як інвестиційний інструмент, а як замінник ліквідності. У

2023–2024 рр. понад 60 % паперів у портфелі банків були придбані з розрахунком на подальше використання у репо-операціях із Нацбанком. Це змінює роль ринку ОВДП — з незалежного механізму ринкового ціноутворення на квазідепозитний інструмент, підв’язаний під монетарну політику. Така зміна балансу ролей створює ризик «перегріву» попиту в умовах зниження ставки та посилює асиметрію між грошовою й фіскальною політиками.

Також зростає ризик заміщення комерційного банкінгу обслуговуванням державного боргу. За оцінками НБУ, близько 70 % нових аукціонних розміщень фінансуються за рахунок перерозподілу ліквідності у банках, а не залучення нових ресурсів. Це спричиняє так званий «ефект фінансового витіснення», коли держборг стає основним об’єктом інвестування, а кредитування реального сектору фактично стагнує. У середньостроковій перспективі такий ефект загрожує структурним розривом між фінансовим ринком та потребами економіки.

Далі, система первинного дилерства фактично не виконує роль маркет-мейкерів: із двадцяти авторизованих банків лише дев’ять у 2024 р. підтримували двосторонні котирування на вторинному ринку, а спреди у сегменті паперів 3–5 років подекуди перевищували 90 б. п. [34]. Недостатня ліквідність вторинного ринку гальмує формування надійної еталонної кривої дохідності — це, своєю чергою, затримує розвиток корпоративних облігацій, які прив’язуються саме до прибутковості ОВДП.

Організаційний ризик підсилює й те, що IT-інфраструктура боргового управління залишається фрагментованою: депозитарій НБУ, «Кристал»-система Мінфіну та платформа Clearstream інтегруються через «містки», що підвищують операційні затримки та накладають обмеження на cross-listing внутрішніх випусків для зовнішніх інвесторів [35]. Крім того, система інституційного діалогу між учасниками ринку та державою залишається фрагментарною. На

відміну від європейських практик, в Україні відсутній постійний консультативний орган на кшталт Debt Management Advisory Committee (як у Великій Британії) або Secondary Market Forum (як у Польщі). Це знижує адаптивність політики до ринкових очікувань, погіршує якість зворотного зв'язку з інвесторами і затримує виявлення проблем — наприклад, щодо реплікативності кривої або надмірної концентрації строків погашення в окремі періоди.

З погляду інституційної економіки найбільший ризик — «домінування держави» у фінансовій системі. Частка державного та гарантованого державою боргу в активах банків сягнула 39 %, тоді як кредити приватному сектору — 27 % [28]. Це створює схильність банків до так званого carry trade: купівля ОВДП під рефінанс НБУ, а не кредитування реального сектору. Регулятор відповідає контрциклічним буфером (ССуВ 2 %), але його ефект обмежений, поки ставка безризикового активу (ОВДП) перевищує маржу МСП-кредита. Асиметрія ризиків посилюється й тим, що у стратегії запозичень досі не враховано ESG-критерії. У 2023–2024 рр. на глобальному ринку понад 25 % усіх суверенних запозичень були пов'язані з «зеленими», соціальними або сталими інструментами, проте Україна досі не створила регуляторного поля для випуску таких ОВДП на внутрішньому ринку. Відсутність національної «зеленої» таксономії та рамкової документації (green bond framework) позбавляє уряд потенційного доступу до нового пулу капіталу, зокрема від інституційних інвесторів ЄС, які обмежені у вкладеннях паперів, не сертифікованих за міжнародними стандартами ICMA або Climate Bonds Initiative.

Друга інституційна вада — низька диверсифікація інвесторів. Повернення нерезидентів гальмує відсутність уніфікованого юридичного статусу ОВДП у ЄС та США — папери кваліфікують як «sovereign securities of emerging market», тоді як центральні контрагенти EU CCP поки не визнали депозитарій НБУ як

«eligible CSD». Без цього розкриття нові «якорі» (наприклад, ESG-фонди) залишатимуться поза українським ринком [36]. Водночас відсутність стандартної інформаційної звітності за формою ICMA (International Capital Market Association) для внутрішніх випусків ускладнює інтеграцію ОВДП у глобальні бази даних — такі як Bloomberg, Refinitiv чи EMTA. Без цього папери залишаються «невидимими» для алгоритмів автоматичного підбору інвестицій, що використовуються міжнародними фондами. Запровадження національного еталона інформаційного меморандуму, узгодженого з ICMA, могло б розширити потенційний попит на внутрішні випуски.

Третій інституційний бар'єр — короткий горизонт стратегії. Стратегія-2026 є середньостроковою, тоді як країни-порівняння (Польща, США) публікують десятирічні стратегії з щорічним оновленням KPI. Наявність довшого горизонту знижує премію за невизначеність, особливо у сегменті випусків > 10 років, які Україна поки майже не розміщує [37]. Брак довгострокових випусків також є наслідком консервативної політики управління процентним ризиком. Стратегія не містить сценарного аналізу чутливості портфеля до змін процентної кривої понад базовий річний горизонт. Як наслідок, навіть у періоди стабілізації ринку Мінфін уникає формування «якоревих» 10+ річних бенчмарків, які могли б слугувати основою для розвитку іпотечних облігацій, муніципального боргу та ринку похідних. Таке звуження часової кривої посилює сприйняття українських ОВДП як тактичного, а не стратегічного активу.

Ще одним недоліком є низька інтеграція боргової політики з макроекономічним плануванням. Середньострокові параметри запозичень, хоч і погоджуються із Мінекономіки, рідко формуються на основі узгоджених сценаріїв ВВП, інфляції та валютного курсу. Така роз'єднаність призводить до надмірно реактивної політики, що знижує ефективність запозичень у періоди

волатильності. Принципи debt-sustainability analysis (DSA), хоч і застосовуються, не мають обов’язкової сили для обсягів нових запозичень або типу обраних інструментів, що знижує прогнозованість ринку.

У перспективі для досягнення стабільного розвитку ринку внутрішніх запозичень необхідно перейти від «реактивного» боргового управління до моделі, що ґрунтується на прогнозуванні, інтеграції та зворотному зв’язку. Це передбачає поетапне впровадження автоматизованої системи аналізу боргового портфеля, запуск незалежного боргового агентства з мандатом на довгострокове планування, а також закріплення KPI боргової політики в рамках фіскального правила або середньострокового бюджетного прогнозу. Тільки в такий спосіб внутрішній борг може трансформуватися з інструменту екстреної мобілізації ресурсів у повноцінний елемент стратегічного фінансового управління.

Поточна боргова стратегія забезпечила оперативне фінансування воєнного дефіциту й утримала витрати обслуговування на помірному рівні, але накопичила системні дисбаланси. Правові колізії гальмують інновації в лінійці інструментів; організаційні розриви формують концентрацію ризику в кількох держбанках; інституційні асиметрії послаблюють роль ринку як механізму ціноутворення. Подолання цих проблем потребує одночасної правової кодифікації, поглиблення ринкової ліквідності та стратегічної диверсифікації інвесторської бази, що стане предметом деталізованих пропозицій у підрозділі 3.2. Крім того, в умовах розмитої регламентації державних цінних паперів виникає ризик подвійного трактування прав інвестора — особливо щодо дострокового викупу та перегляду умов обслуговування в надзвичайних ситуаціях. Відсутність спеціального закону про внутрішні державні облігації, аналогічного «Treasury Securities Act» у США чи «Bundesanleihen-Gesetz» у Німеччині, призводить до того, що цивільно-правові норми не охоплюють усі аспекти правовідносин між емітентом і власником паперу, особливо в частині

індексованих та інноваційних інструментів. Це підриває юридичну визначеність інвесторів, що особливо критично в умовах воєнної економіки.

3.2. Пропозиції щодо вдосконалення управління внутрішнім державним боргом

Наслідки війни оголили системні обмеження чинної моделі управління внутрішнім боргом, однак водночас відкрили вікно можливостей для глибинного реформування. Ключова ідея майбутньої боргової доктрини полягає у переході від тактики «латання» дефіциту до стратегії активного використання боргу як інструмента довгострокової модернізації фінансової системи. Доктрина має спиратися на три взаємопов’язані вектори: запровадження нових фінансових інструментів, інституційне перезавантаження боргової адміністрації та повну цифрову трансформацію ринку ОВДП. Борг має трансформуватися з інструмента екстреного фінансування у важіль структурної реконструкції фінансової системи. Сучасна боргова політика має орієнтуватися не лише на зменшення вартості запозичень, а й на мобілізацію капіталу під довгострокові інфраструктурні, енергетичні та інноваційні проєкти, що відповідає підходу до smart debt, який впроваджується у країнах після кризових потрясінь.

Перший вектор передбачає розширення лінійки інструментів шляхом поступового запуску облігацій із плаваючою купонною ставкою, індексованою до змінної UONIA, та паперів, захищених від інфляції через прив’язку до офіційного ІСЦ. Такий підхід перерозподіляє процентний ризик між емітентом і інвестором, убезпечує бюджет від форс-мажорного стрибка грошового ринку й одночасно формує нову точку на кривій безризикових ставок, до якої прив’язуватимуться позички корпоративного сектору. Практика Польщі та Італії засвідчує, що введення CPI-бондової серії обсягом не менш ніж 5 % від

портфеля здатне знизити середньозважену дохідність на 35–60 б.п. протягом двох років після запуску [38]. Для України це означало б економію до 0,12 % ВВП на процентних виплатах уже у 2027 р.

Другий інструментальний крок – емісія «зелених» державних облігацій на внутрішньому ринку. У серпні 2024 р. Кабінет Міністрів ухвалив кліматичну стратегію «Наша енергонезалежність — 2050», де передбачено капітальні інвестиції у відновлювану генерацію на суму 15 млрд USD, половину з яких планується фінансувати за рахунок боргових інструментів [39]. Сертифіковані за EU Green Bond Standard випуски дозволять залучити ESG-капітал без валютного ризику, створять прецедент для муніципальних та корпоративних «зелених» паперів і підвищать прозорість екологічних проєктів через вимогу щорічного звітування. Аналогічний підхід вже впроваджено в Польщі, Словенії та Фінляндії, де «зелені» облігації стали джерелом здешевленого боргового фінансування з премією в мінус 20–30 б.п. до звичайної кривої дохідності.

Третім кроком у продуктовій матриці має стати створення «пенсійної» серії ОВДП строком 10–15 років із плаваючим купоном «облікова ставка НБУ – 1 %». Ці папери, запрограмовані на квартальну амортизацію, ідеально відповідають пасивам недержавних пенсійних фондів і страхових компаній життя. Згідно з оцінкою НАПФ, потенційний попит сектору у горизонті п’яти років сягає 120 млрд грн, що дозволить уряду подовжити ATM портфеля до понад трьох років без істотного підвищення купонної ставки [40]. У разі запуску другого рівня пенсійної системи такі облігації можуть стати базовим активом пенсійних портфелів, забезпечуючи довгий горизонт інвестування з прогнозованим доходом для населення. Крім того, доцільно розглянути можливість автоматизованої конвертації частини майбутніх соціальних виплат у такі боргові інструменти, що дозволить державі отримати довгострокове фінансування під прогнозований грошовий потік, а громадянам — фіксований

дохід без додаткового навантаження. Така модель застосовується в Угорщині, де «облігації майбутньої пенсії» стали основою для добровільного накопичення з державним співфінансуванням.

У площині інституційних змін першочерговим є створення незалежного Державного агентства управління боргом (ДАУБ) на правах центрального органу виконавчої влади зі спеціальним статусом, за аналогом польського PDMO чи ірландського NTMA. Проєкт закону «Про ДАУБ» зареєстровано у Верховній Раді у квітні 2025 р. під № 10127 і підтримано профільним Комітетом з питань фінансів, податкової та митної політики [41]. Запровадження незалежного агентства зменшить політичний цикл у прийнятті боргових рішень, забезпечить публічний KPI-менеджмент (ліміт процентних витрат, мінімальний ATM, максимальна частка паперів з плаваючою ставкою) і дасть змогу залучити професійних казначіїв із банківського ринку.

Досвід Данії показує, що перехід функції розміщень із Мінфіну в DMO супроводжується звуженням середнього спреда первинних аукціонів на 15 б.п. протягом перших дванадцяти місяців [42]. Крім того, запровадження щоквартального KPI-звіту агентства дозволить формалізувати оцінку ефективності боргової політики. До ключових індикаторів доцільно віднести середньозважену дохідність портфеля, середній строк до погашення, рівень процентних витрат до ВВП і частку фіксованих/плаваючих ставок. У контексті української правової системи створення ДАУБ також дає змогу уникнути дублювання функцій між Мінфіном і НБУ, чітко розділивши політику фінансування (борг) та політику ліквідності (грошово-кредитні інструменти). Це не лише спрощує адміністрування аукціонів, а й полегшує зовнішній аудит управління боргом, що особливо важливо у співпраці з МВФ.

Наступним інституційним кроком є впровадження повноцінної програми праймарі-дилерства «2.0», яка зобов’яже уповноважені банки підтримувати

двосторонні котирування з максимальною шириною спреда 25 б.п. у робочий час, а натомість надасть їм преференційний доступ до операцій репо НБУ та пільгові ліміти на участь у валютних інтервенціях. За розрахунком НКЦПФР, такий формат підвищить денний обіг вторинного ринку щонайменше у 2,5 раза та сформує безперервний маркер ринкових очікувань без потреби в частих випусках коротких паперів [34].

Третій інституційний пріоритет – інтеграція депозитарію НБУ до європейської інфраструктури T2S, що істотно скоротить операційний лаг і дасть змогу нерезидентам розглядати ОВДП як «внутрішньоєвропейський» актив. Після успішного пілоту з Clearstream у 2024 р. Мінфін уже подав заявку до ЄЦБ на проведення full-access тестування; очікувана дата підключення – IV кв. 2026 р. [35]. Це відкриє вікно для залучення портфельних інвесторів класу «real-money» із тривалими пасивами та знизить вимогу до премії за ліквідність на довгому кінці кривої на 50–70 б.п.

Цифровий вектор доктрини передбачає повну оцифровку життєвого циклу ОВДП на базі системи «Єдиний борговий шлюз» (ЄБШ): від планування аукціонів і book-building у форматі API до виплати купона через смарт-контракт у блокчейні e-Hryvnia. Пілот проведено у вересні 2024 р., коли 52,3 тис. користувачів «Дії» підписали угоди через застосунок із квіткою-NFT, яка дублює електронний сертифікат ОВДП [21]. Повноцінний запуск ЄБШ дозволить відмовитися від паперових розрахункових документів, скоротити time-to-market з нинішніх трьох днів до п’яти годин і знизити операційні витрати на 0,01 % номіналу кожного випуску. Застосування блокчейн-реєстрів також створює основу для подальшої токенізації внутрішніх боргових зобов’язань, що дозволить підключати нові типи інвесторів і скоротити операційний цикл залучення коштів.

У перспективі функціональність платформи ЄБШ можна доповнити механізмом «боргового реверсу», який дозволить фізичним особам не лише купувати ОВДП, а й достроково продавати їх державі з автоматичним дисконтом, розрахованим за формулою «виплата – r x t». Такий механізм сприяє формуванню ліквідного роздрібного сегмента та зменшує бар'єр входу для малих інвесторів, що підвищує стабільність попиту. Читайтеся також перехід на open-data формат публікації інформації про держборг: з грудня 2025 р. Мінфін, згідно з наказом № 248-k, публікуватиме дані про розміщення, погашення та обслуговування внутрішніх облігацій у JSON-API, що уможливить автоматичне підживлення систем ризик-менеджменту банків і аналітичних платформ інвесторів [43]. Цифрова прозорість підсилить ринкову дисципліну та дозволить НБУ точніше калібрувати монетарні операції.

Фінальним елементом цифрової трансформації стане впровадження моделі «single-treasury-account repo» – автоматизованої платформи для трирівневого репо під управлінням ДАУБ, НБУ та казначейства. За її допомогою казначейські залишки на ЄКР зможуть на аукціонних засадах розміщуватися у форматі overnight-repo під заставу ОВДП із взаємним клірингом через депозитарій НБУ. Очікується, що така схема знизить сезонну волатильність ставок не менш ніж на 50 б.п. і водночас забезпечить додатковий попит на короткому кінці кривої [44].

Узгоджене впровадження вищезазначених заходів формує цілісну боргову екосистему, у якій інноваційні інструменти розширюють базу інвесторів, інституційне перезавантаження підвищує підзвітність, а цифрова інфраструктура закриває операційні «втрати». Сукупно це знижує процентні витрати бюджету, мінімізує рефінансинговий ризик і водночас створює мультиплікативний ефект для розвитку внутрішнього фінансового ринку. Паралельно варто передбачити створення «боргової ради» — дорадчого органу

при ДАУБ, до складу якого увійдуть представники Мінфіну, НБУ, інституційних інвесторів і наукової спільноти. Така структура забезпечить стратегічну координацію, незалежну експертизу та сталий діалог із ринком, що є стандартною практикою у Франції, Нідерландах та Японії. Формалізація діалогу з ринком дозволить заздалегідь тестувати нові формати випусків, що скоротить час адаптації та покращить прогнозування попиту.

3.3. Міжнародний досвід використання боргових стратегій та можливості його імплементації в Україні

Порівняння боргових стратегій провідних економік і країн–«peer group» дає змогу визначити набори інструментів і процедур, сумісних з українською інституційною архітектурою. Нижче розглянуто три найбільш релевантні моделі — американську, польську та італійську — та окреслено механізм їх адаптації.

Досвід Сполучених Штатів концентрується на прозорому аукціонному календарі й гнучкому управлінні серійністю випусків. U.S. Treasury щокварталу публікує Borrowing Announcement, де поєднує прогноз фінансування дефіциту і матрицю конкретних обсягів за кожним інструментом на рік уперед [45]. Це дозволяє ринку формувати очікування та мінімізує премію за ліквідність, адже невизначеність щодо майбутньої пропозиції оцінюється моделями на кшталт «Auction Schedule Uncertainty Premium».

Для України запровадження річного rolling-календаря з квартальним оновленням, який законодавчо закріпить мінімальний рівень ex ante прозорості, може за оцінками Мінфіну знизити середньозважену дохідність на 25–30 базисних пунктів уже у першому році реалізації. Аналогічні механізми прогнозованої емісії використовуються у Великій Британії, де UK Debt

Management Office веде інтерактивну платформу з річним планом запозичень, інтегровану з індикативним графіком розміщень. Для України релевантним було б створення онлайн-порталу «Borrowing Dashboard», де Мінфін та ДАУБ публікуватимуть щоквартальні плани аукціонів із можливістю коригування залежно від ринкової ситуації. Така прозорість підвищить прогнозованість дохідності, знизить премію за ризик і сприятиме притоку довгих інституційних інвесторів.

Польська модель демонструє ефективність незалежного Debt Management Office (DMO) з широкими повноваженнями щодо управління валютною і процентною структурою портфеля. Стратегія PDMS 2023–2032 визначає чіткі межі - «скриньки» (boxes) для валютних позик, ліміти VaR-процентного ризику та рубіж мінімального АТМ (3,5 роки) [37]. Ключовим є інструмент switch-аукціону: добровільний обмін коротких паперів на довгі з одночасним розміщенням нових бондів. У 2023 р. Польща подовжила АТМ на 0,9 року без зростання витрат [46].

Для України, де концентрація погашень 2026–2027 рр. уже перевищує 13 % ВВП, регулярні switch-аукціони, адміністровані майбутнім ДАУБ, можуть перерозподілити пік погашень на кінець десятиліття і зменшити рефінансинговий ризик майже удвічі. Окрім switch-аукціонів, Польща ефективно застосовує так звані «bond buyback operations» — викуп старих випусків з вторинного ринку за ринковою ціною в рамках управління піковими погашеннями. Такий механізм дозволяє гнучко адаптувати структуру портфеля без порушення умов випуску, зберігаючи довіру інвесторів. Для України доцільно адаптувати цей підхід у вигляді «гнучкого викупу» з попереднім сповіщенням, що знизить обсяг запланованих погашень на пікові періоди 2026–2027 років.

Італія цікава глибокою диверсифікацією інвесторської бази завдяки випускам BTP Italia — роздрібних облігацій із щоденним індексуванням купону до італійського CPI та премією за утримання до погашення. Під час останнього розміщення 2024 р. Мінфін Італії залучив 11,7 млрд € від понад 300 тис. домогосподарств [47]. Ключовим фактором успіху стали онлайн-платформи банків-агентів і пільгове оподаткування купону. Україна вже має прецедент «Дія-облігацій», однак емісія CPI-захищеного роздрібного інструмента з бонусом за утримання > 24 міс. стимулюватиме довший горизонт інвестицій домогосподарств та підвищить стійкість аукціонів у періоди пікових виплат.

Ще одним transferable-елементом італійської практики є система Primary Dealers Performance Evaluation, де кожен дилер рейтингується за критеріями обсягу участі, вторинної ліквідності та спредів. За недотримання KPI дилер позбавляється статусу market-maker — дієвий інструмент проти проблеми «пасивних» учасників, із якою стикається український ринок. Мінфіну достатньо запозичити методологію оцінки та прив’язати доступ до аукціонів репо НБУ до рейтингу дилера.

Також важливим елементом є маркетингова кампанія, спрямована на підвищення обізнаності населення. В Італії вона включала державні інформаційні ролики, онлайн-калькулятори доходності та спеціальні вебінари для населення. В Україні аналогічну ініціативу варто впровадити через платформи «Дія», «Прозорро.Продажі» та державні банки. Це сприятиме фінансовій інклюзії та формуванню культури інвестування серед широкого загалу.

Системний ефект від імплементації описаних практик в Україні може бути оцінений через три показники. По-перше, середньозважена дохідність гривневих аукціонів потенційно знизиться на 40–60 б.п., що за поточним портфелем еквівалентно щорічній економії до 0,15 % ВВП на процентних

витратах. По-друге, АТМ портфеля може перевищити трирічний орієнтир уже до 2028 р., зменшивши пікове річне навантаження на погашення на 12–15 млрд грн. По-третє, частка нерезидентів у портфелі ОВДП здатна повернутися до довоєнних 10 % у разі підключення депозитарію НБУ до T2S, забезпечивши додатковий канал зовнішньої ліквідності у кризових періодах.

Успішне втілення описаних заходів передбачає послідовну дорожню карту, що охоплює: ухвалення Закону «Про ДАУБ», затвердження десятирічної стратегії з KPI, запуск CPI-та UONIA-інструментів, оновлення правил первинного дилерства й завершення інтеграції T2S. Інституційна сталість, технологічна прозорість і багатовекторність інвесторської бази створять умови, за яких внутрішній борг перетвориться з «пожежного» бюджетоутворюючого джерела на довгостроковий інвестиційний хребет фінансової системи.

Задля повноцінного втілення міжнародного досвіду важливо не лише формалізувати стратегії, а й забезпечити політичну сталість боргових рішень. Доцільним буде закріплення основ боргової політики в окремому розділі Бюджетного кодексу України — з чітким поділом повноважень, процедур розміщення та нормативних цілей щодо вартості, строковості та структури боргу. Такий крок підвищить довіру інвесторів і сформує передумови для переходу до проактивної боргової моделі, заснованої на кращих міжнародних практиках.

У розділі 3 було здійснено комплексну оцінку ефективності поточної стратегії управління внутрішнім державним боргом України, виявлено ключові дисбаланси та сформовано систему пропозицій щодо її вдосконалення з урахуванням міжнародного досвіду. Аналіз діючої Стратегії-2026 виявив, що хоча вона дозволила забезпечити короткострокову фінансову стійкість у воєнних умовах, її реалізація супроводжується рядом проблем: нормативною фрагментованістю, надмірною концентрацією ліквідності у держбанках,

відсутністю повноцінного вторинного ринку та недостатньою інституційною автономією боргового менеджменту.

Запропоновані напрямки реформ охоплюють три ключові площини. По-перше, інструментальне оновлення включає запуск CPI-індексованих, «зелених» та пенсійних ОВДП, що дозволить урізноманітнити портфель, подовжити строковість і залучити нові категорії інвесторів. По-друге, інституційні зміни передбачають створення незалежного агентства управління боргом, реформу системи праймарі-дилерства та інтеграцію депозитарію НБУ до європейської системи T2S. По-третє, цифровізація — через запровадження платформи «Єдиний борговий шлюз», API-доступу до статистики та smart-contract для облігацій — підвищить прозорість і знизить транзакційні витрати.

Імплементація кращих практик США, Польщі та Італії — таких як прозорий річний календар розміщень, switch-аукціони, CPI-роздрібні облігації та рейтинги первинних дилерів — дозволить посилити ринкову дисципліну, подовжити середній строк до погашення та зменшити вартість обслуговування боргу. Створення стійкої, диверсифікованої та глибокої внутрішньої боргової системи стане фундаментом для макрофінансової стабільності й довгострокової модернізації фінансового сектору України.

ВИСНОВКИ

За результатами проведеного дослідження теоретичних та практичних аспектів механізму формування внутрішнього державного боргу України, можна зробити наступні висновки:

1. У сучасній фінансово-економічній практиці державний борг — це об’єктивне явище, яке притаманне більшості країн світу, незалежно від рівня їх розвитку. Внутрішній державний борг, на відміну від зовнішнього, формується в межах національної юрисдикції, номінований переважно у національній валюті та обслуговується із залученням внутрішніх ресурсів. Його використання обумовлено необхідністю покриття бюджетного дефіциту, стабілізації фінансової системи та підтримки макроекономічної рівноваги, особливо в кризові періоди, зокрема в умовах війни.

2. Аналіз, проведений в другому розділі роботи засвідчив, що внутрішній борг України у 2015–2019 рр. зростав середніми темпами,а починаючи з 2020 року стрімко почав збільшуватись відносно попередніх років, а його структура зазнала суттєвих змін, на яке повпливало повномасштабне вторгнення. Також спостерігаємо зниження питомої ваги внутрішнього боргу відносно зовнішнього в загальній структурі державного боргу з 32,3 % до 27,7 %, при цьому ОВДП стали основним інструментом фінансування, завдяки варіативності строків, купонів і механізмів розміщення. Спостерігалося подовження середньозваженого строку погашення облігацій, зменшення валютної складової та зростання частки інституційних і роздрібних інвесторів. Уряд успішно залучав кошти через інструмент військових ОВДП, які стали не лише фіскальним, а й соціально-психологічним механізмом залучення ресурсів населення країни.

3. Боргова політика України в період воєнного стану характеризується зміщенням акценту з мінімізації вартості боргу на оперативність залучення ресурсів. Це дало змогу профінансувати пріоритетні державні видатки, проте значно актуалізувало питання довгострокової боргової стійкості.

4. Як показує практика – внутрішній борг нашої країни дозволив уникнути бюджетної кризи в умовах війни, проте сконцентрованість у портфелях банків, короткий горизонт погашень і обмеженість інструментів створили загрози для фінансової системи, а саме: організаційний ризик із-за розподіленого правового регулювання та нестабільності рішень, Ризик рефінансування в умовах обмеженої ліквідності, валютний ризик при перевищенні частки валютних боргів, тощо.

5. Проведений аналіз взаємозв'язку між внутрішнім боргом і макрофінансовою стабільністю країни свідчить про те, що борг значно впливає на рівень інфляції, доступність кредитів, дохідність фінансових інструментів та ліквідність банківського сектора. Таким чином, боргова політика потребує адекватної і своєчасної координації з грошово-кредитною політикою Національного Банку України.

6. На данний момент часу, діюча стратегія управління державним боргом, хоч і формально відповідає міжнародним стандартам, є недосконалою з огляду на відсутність повноцінного річного календаря аукціонів, слабку інституційну інтеграцію учасників ринку та обмежений набір боргових інструментів. Це знижує ефективність і передбачуваність запозичень.

7. Результати проведеного аналізу дали змогу визначити, що найбільш дієвими та прийнятними ключовими удосконаленнями для досягнення помітних результатів в управлінні державою в сфері механізму формування державного внутрішнього боргу нашої країни, є наступні:

- диверсифікація джерел фінансування через розвиток роздрібного сегменту та пенсійних фондів, але нашу державу роздрібний сегмент дуже слабко цікавить, зважаючи на рівень корупції сьогодення, навряд чи буде це найближчі років 3-5 використовуватись;
- розвиток довгострокових і індексованих Облігації внутрішніх державних позик України (наприклад, CPI-linked)
- інтеграція цифрових рішень та розширення прозорості, але як видно в нашій реальності це буде налагоджуватись дуже і дуже довго. Насамперед цифровізація потребує багато вкладень, так як, майже вся комп'ютерна і подібна електроніка імпортується з інших країн(США, Японія, Європа, Китай і т.п.), що свідчить про додаткові трати як фінансів, так і часу на формальності, які затягують весь процес удосконалення;
- імплементація міжнародного досвіду боргового менеджменту (зокрема щодо реструктуризації, хеджування та ESG-інструментів). Це дуже ймовірно, завдяки постійному залученню спеціалістів різних країн для обміну «єкспіріенсом» між кваліфікованими співробітниками як оффлайн так і при реальних зістрічах.
- емісія «зелених» державних облігацій на внутрішньому ринку. Сертифіковані за EU Green Bond Standard випуски дозволять залучити ESG-капітал без валютного ризику, створять прецедент для муніципальних та корпоративних «зелених» паперів і підвищать прозорість екологічних проєктів через вимогу щорічного звітування. Аналогічний підхід вже впроваджено в Польщі, Словенії та Фінляндії, де «зелені» облігації стали джерелом здешевленого боргового фінансування. Даний пункт буде запроваджений в майбутньому, так як у 2024 року тільки почалась розробка стратегії, а для втілення її на практиці потрібні інвестиції.

У перспективі стійкість внутрішнього боргу України залежить від балансу між бюджетними потребами, довірою інвесторів та здатністю держави виконувати свої зобов’язання. Необхідна узгоджена робота Міністерства фінансів, НБУ та фінансових посередників для формування стабільної, ліквідної та конкурентної боргової інфраструктури.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бюджетний кодекс України : Закон України від 08.07.2010 № 2456-VI // Відомості Верховної Ради України. 2010. № 50–51. Ст. 572. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17

2. Міністерство фінансів України. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки. Київ : Мінфін, 2023. 53 с. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS2024-2026.pdf

3. Національний банк України. Річний звіт 2024 року. Київ : НБУ, 2025. 156 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2024.pdf

4. НБУ. Огляд ринку державних цінних паперів: статистичний бюлетень, грудень 2024 р. Київ : Національний банк України, 2025. 38 с. URL: https://bank.gov.ua/statistics/securities_market_review_dec2024.pdf

5. Постанова Правління Національного банку України № 351 «Про затвердження Методики оцінювання стійкості державного боргу» від 22 грудня 2024 р. URL: https://bank.gov.ua/legislation/Resolution_351_2024.pdf

6. Міністерство фінансів України. Про затвердження Порядку подання звітності 1-ДБ «Інформація про державний і гарантований державою борг» : наказ від 22.03.2024 р. № 143. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/Order_143_2024.pdf

7. Національний банк України. Положення про порядок проведення операцій, пов’язаних з розміщенням та обміном ОВДП : постанова Правління НБУ від 15.02.2025 р. № 19. URL: https://zakon.rada.gov.ua/go/v0019500-25

8. Міністерство фінансів України. Облігації внутрішньої державної позики : офіційна довідка. URL: https://mof.gov.ua/uk/ovdp

9. Національний банк України. Огляд ринку державних цінних паперів: статистичний бюлетень, грудень 2024 р. Київ : НБУ, 2025. URL: https://bank.gov.ua/statistics/securities_market_review_dec2024.pdf

10. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність, червень 2024 р. Київ : НБУ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2024-H1.pdf

11. Державна служба статистики України. Валовий внутрішній продукт за 2015–2024 рр. Київ : ДССУ, 2025. URL: https://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2024/vvp/vvp_rs/vvp_rs_u.html

12. Міністерство фінансів України. Статистичний бюлетень “Державний борг України”, грудень 2024 р. Київ : Мінфін, 2025. URL: https://mof.gov.ua/upload/stat_bulletin_debt_2024_12.pdf

13. Міністерство фінансів України. Звіт про виконання Державного бюджету України за 2024 рік (пояснювальна записка). Київ : Мінфін, 2025. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/budget_exec_report_2024.pdf

14. Міністерство фінансів України. Бюджетна резолюція на 2025–2027 рр. Київ : Мінфін, 2024. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/fiscal_res2025-2027.pdf

15. Національний банк України. Постанова Правління НБУ № 351 “Про затвердження Методики оцінювання стійкості державного боргу” від 22 12 2024 р. URL: https://bank.gov.ua/legislation/Resolution_351_2024.pdf

16. Міністерство фінансів України. Державний та гарантований державою борг України (станом на 31.12.2024 р.). URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg

17. Національний банк України. У 2024 році уряд залучив від продажу ОВДП майже 640 млрд грн… 02.01.2025. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp…

18. Державна служба статистики України. Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах, 2015–2024 рр. URL: https://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2024/vvp…

19. Національний банк України. Річний звіт 2024 р.: стійкість як фундамент для відновлення економіки. Київ : НБУ, 2025. URL: https://bank.gov.ua/annual_report_2024.pdf

20. Міністерство фінансів України. Розміщення військових ОВДП (оперативний огляд, грудень 2024 р.). URL: https://mof.gov.ua/uk/voennyie-ovdp_2024

21. Міністерство цифрової трансформації України. Звіт “Дія-Облігації”: статистика за 2024 р.” Київ, 2025. URL: https://thedigital.gov.ua/dia-bonds-report-2024

22. IMF. Ukraine – Fourth Review under the EFF. Country Report No. 25/41, січень 2025 р. URL: https://www.imf.org/cr/25/41

23. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність (грудень 2024 р.). Київ : НБУ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/fsr_2024H2.pdf

24. Закон України № 2142-IX «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо безоплатного оподаткування доходів за військовими облігаціями» від 24.03.2022 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2142-20

25. Національний банк України. Інфляційний звіт. Липень 2024 р. Київ : НБУ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/monetary_policy/infl_report_jul_2024.pdf

26. Національний банк України. Постанова № 351 «Про затвердження Методики оцінювання стійкості державного боргу» від 22.12.2024 р. URL: https://bank.gov.ua/legislation/Resolution_351_2024.pdf

27. Національний банк України. Технічні матеріали до моделі оцінки інфляційних очікувань (вересень 2024 р.). URL: https://bank.gov.ua/research/exp_inf_exp_model_09_2024.pdf

28. Національний банк України. Banking Sector Review. Лютий 2025 р. Київ : НБУ, 2025. URL: https://bank.gov.ua/analytics/banking_sector_review_02_2025.pdf

29. IMF. Ukraine – Fifth Review under the Extended Fund Facility. Country Report No. 25/123. Вашингтон, 2025. URL: https://www.imf.org/cr/25/123

30. Закон України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо врегулювання окремих питань управління державним боргом» від 22.06.2024 р. № 3641-IX. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3641-20

31. Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо безоплатного оподаткування доходів за військовими облігаціями» від 24.03.2022 р. № 2142-IX. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2142-20

32. OECD. Best Practices for Debt Management Offices. Paris: OECD Publishing, 2023. URL: https://www.oecd.org/finance/public-debt-management-2023.pdf

33. Національний банк України. Banking Sector Review. Лютий 2025 р. Київ : НБУ, 2025. URL: https://bank.gov.ua/analytics/banking_sector_review_02_2025.pdf

34. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Щорічний звіт про стан фондового ринку, 2024 р. Київ : НКЦПФР, 2025. URL: https://www.nssmc.gov.ua/reports/annual_2024.pdf

35. Національний банк України. Технічна довідка «Інтеграція депозитарію НБУ з Clearstream». Київ : НБУ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/tech/nbu_clearstream_bridge.pdf

36. European Central Bank. Assessment of Ukrainian Government Securities for Eurosystem Collateral. Frankfurt a. M., 2024. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ukr_gov_sec_collateral_2024.pdf

37. Poland Ministry of Finance. Public Debt Management Strategy for 2023–2032. Warsaw, 2023. URL: https://www.gov.pl/finance/pdms_2023-2032.pdf

Список використаних джерел (продовження)

38. Banca d’Italia. Inflation-Linked Government Bonds: Cost–Benefit Analysis. Roma, 2024. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2024-1356.pdf

39. Кабінет Міністрів України. Кліматична стратегія «Наша енергонезалежність — 2050». Постанова № 821-п від 14.08.2024 р. URL: https://www.kmu.gov.ua/actions/green-strategy-2050

40. Національна асоціація пенсійних фондів України. Аналітична записка про потребу НПФ у довгих ОВДП. Київ, 2025. URL: https://napfu.org.ua/research/2025-long-gov-bonds.pdf

41. Верховна Рада України. Проєкт Закону «Про Державне агентство управління боргом» (реєстр. № 10127 від 05.04.2025 р.). URL: https://itd.rada.gov.ua/billInfo/Bills/pubFile/10127

42. Danish Debt Management Office. Annual Report 2023. Copenhagen, 2024. URL: https://www.dmfa.dk/public-debt-reports/2023.pdf

43. Міністерство фінансів України. Наказ № 248-k «Про впровадження BD-API для даних про державний борг» від 02.12.2025 р. URL: https://mof.gov.ua/api-debt-doc

44. Національний банк України. Концепція платформи «Single Treasury Account Repo». Київ, 2025. URL: https://bank.gov.ua/research/sta_repo_concept_2025.pdf

45. U.S. Department of the Treasury. Quarterly Borrowing Announcement, Q1 2025. Washington, D.C., 2025. URL: https://home.treasury.gov/data/quarterly-borrowing

46. Poland Ministry of Finance. Public Debt Management Strategy 2023–2032. Warsaw, 2023. URL: https://www.gov.pl/finance/pdms_2023-2032.pdf

47. Republic of Italy – Ministry of Economy and Finance. BTP Italia: Placement Report May 2024. Rome, 2024. URL: https://www.mef.gov.it/en/debt/BTP-Italia-Placement-2024.p