

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:

«Внутрішні державні запозичення України як інструмент мобілізації фінансових ресурсів»

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

Студентка групи

Шевчук Дана Валентинівна

Ф-21.04 _____

Науковий керівник _____

д.е.н., професор Слюсаренко О.О

Робота допущена до захисту _____

д.е.н., професор Бондарук Т.Г.

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 та страхування»

Освітньо-професійна програма – «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»

ЗАТВЕРДЖУЮ

Завідувач кафедри фінансів,
банківської справи та страхування
д.е.н., проф. Т.Г. Бондарук

«24» жовтня 2024 р.

ЗАВДАННЯ

на кваліфікаційну роботу бакалавра

Шевчук Дана Валентинівна

Тема роботи: Внутрішні державні запозичення України як інструмент мобілізації фінансових ресурсів

керівник роботи: д.е.н., професор Слюсаренко О.О

затверджена наказом по Академії від «24» жовтня 2024 р. № 411

2. Термін здачі студентом закінченої роботи 3 червня 2025 р.

3. Вихідні дані роботи: закони та нормативно-правові акти України, що регулюють діяльність комерційних банків, офіційні публікації і матеріали Національного банку України, наукові розробки вітчизняних і зарубіжних науковців, а також здобуті наукові факти і статистичні дані, що відображають процеси формування та використання внутрішніх державних запозичень

4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які належить зробити):

- 1) теоретичні засади функціонування ринку внутрішніх державних запозичень;
- 2) аналіз розвитку ринку внутрішніх державних запозичень в умовах воєнного стану;
- 3) напрями посилення ролі внутрішніх державних запозичень у фінансуванні відновлення економіки.

5. Перелік графічного матеріалу: схеми, діаграми, таблиці.

6. Дата видачі завдання 24 жовтня 2024 р.

Керівник

Завдання прийняв до виконання

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 _____

Керівник роботи _____

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ.....	8
1.1. Сутність і роль ринку державних цінних паперів у мобілізації фінансових ресурсів.....	8
1.2. Облігації внутрішньої державної позики як основний інструмент залучення внутрішніх коштів.....	14
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ РОЗВИТКУ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ.....	19
2.1. Основні підходи до реалізації боргової політики України у період воєнної загрози.....	19
2.2. Забезпечення фінансової стабільності внутрішнього боргового ринку в умовах війни.....	29
2.3. Тенденції та виклики функціонування ринку ОВДП в умовах воєнного стану.....	35
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПОСИЛЕННЯ РОЛІ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ У ФІНАНСУВАННІ ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ.....	42
3.1. Формування ефективної стратегії управління внутрішнім державним боргом в Україні.....	42
3.2. Потенціал внутрішніх запозичень у забезпеченні фінансових потреб післявоєнного відновлення.....	51
ВИСНОВКИ.....	61
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	64

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Вивчення внутрішніх державних запозичень як інструменту мобілізації фінансових ресурсів України набуває особливого значення в умовах тривалого воєнного конфлікту, що супроводжується глибокою економічною нестабільністю. З огляду на обмеженість зовнішніх джерел фінансування, ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) виступає критично важливим каналом для залучення коштів до державного бюджету.

Воєнний стан посилив потребу у швидкому акумулюванні внутрішніх фінансових ресурсів для фінансування оборонного сектору, виконання соціальних зобов'язань та підтримки функціонування державного апарату. Водночас ринок ОВДП стикається з підвищеними ризиками, пов'язаними з невизначеністю, інвестиційною обережністю та зміною поведінки внутрішніх інвесторів. Саме тому глибокий аналіз функціонування цього ринку, виявлення основних проблем і потенціалу його розвитку в умовах війни та відновлення має важливе прикладне значення для формування ефективної фінансової політики держави.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика державних запозичень і розвитку боргового ринку представлена в працях таких вітчизняних та зарубіжних науковців, як О. Кириченко, Л. Бенч, В. Корнєєв, С. Боринець, Т. Богдан та ін. Їхні дослідження стосуються загальних аспектів державного боргу, особливостей емісії державних цінних паперів, а також механізмів управління борговими інструментами. Проте специфіка функціонування ринку внутрішніх державних запозичень в умовах війни та післявоєнного відновлення залишається недостатньо розкритою. Це визначає наукову новизну та актуальність обраної теми.

Метою кваліфікаційної роботи бакалавра є аналіз теоретичних засад, сучасного стану та перспектив розвитку ринку внутрішніх державних запозичень в Україні як важливого інструменту мобілізації фінансових ресурсів у воєнний та післявоєнний періоди.

Завдання дослідження:

розглянути сутність, функції та роль ринку державних цінних паперів у фінансовій системі України;

дослідити особливості облігацій внутрішньої державної позики як базового інструменту внутрішніх запозичень;

проаналізувати нормативно-правове регулювання ринку внутрішніх державних запозичень;

охарактеризувати боргову політику України в умовах воєнного стану;

оцінити ризики та виклики для фінансової безпеки ринку ОВДП під час війни;

проаналізувати зміни та тенденції на ринку внутрішніх запозичень під впливом воєнного конфлікту;

виявити роль ринку ОВДП у забезпеченні фінансових потреб післявоєнного відновлення України.

Об'єктом кваліфікаційної роботи бакалавра є ринок облігацій внутрішньої державної позики України.

Предметом кваліфікаційної роботи бакалавра виступають фінансові відносини, що виникають у процесі здійснення внутрішніх державних запозичень.

Методи дослідження/ У процесі виконання роботи застосовувалися такі методи наукового дослідження: аналіз і синтез – для теоретичного обґрунтування поняття внутрішніх запозичень та їх ролі у фінансовій системі; порівняльний аналіз – для вивчення динаміки та змін на ринку ОВДП у довоєнний, воєнний та післявоєнний періоди; індукція і дедукція – для формулювання узагальнень та

висновків; статистичні методи – для оцінки ефективності використання внутрішніх запозичень та аналізу боргових показників; графічний метод – для візуального представлення динаміки обігу ОВДП; експертно-аналітичний метод – для формування пропозицій щодо удосконалення боргової політики держави.

Інформаційною базою кваліфікаційної роботи стали: законодавчі та нормативні акти України; статистичні дані Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, НБУ та НКЦПФР; аналітичні звіти міжнародних фінансових організацій; наукові праці, статті та публікації в економічній пресі, що стосуються проблематики державних запозичень.

Практичне значення полягає в обґрунтуванні рекомендацій щодо активізації внутрішніх джерел фінансування державного бюджету, удосконалення механізмів управління ринком ОВДП, а також у визначенні ролі цього інструменту у відновленні економіки України після війни. Запропоновані заходи можуть бути використані у практиці діяльності державних фінансових установ.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

1.1. Сутність і роль ринку державних цінних паперів у мобілізації фінансових ресурсів

Ринок державних цінних паперів (ДЦП) посідає вагоме місце у фінансовій системі України, оскільки виступає не лише каналом акумулювання коштів, але й важелем забезпечення економічного зростання та стабільності державних фінансів. Внутрішні державні облігації, як основний інструмент такого ринку, дають змогу уряду оперативно мобілізувати фінансові ресурси для фінансування дефіциту бюджету, покриття поточних видатків та реалізації стратегічних соціально-економічних програм.

Сутність ринку ДЦП полягає у створенні ефективної системи взаємодії між державою як емітентом та інвесторами – фізичними й юридичними особами, які, вкладаючи кошти в державні папери, отримують надійні, ліквідні та порівняно безпечні інвестиційні інструменти. З іншого боку, уряд за допомогою цього механізму забезпечує себе фінансовими ресурсами на вигідних для держави умовах.

Серед ключових функцій ринку державних цінних паперів варто виокремити:

забезпечення ліквідності державного боргу [7], що дозволяє підтримувати сталий грошовий обіг;

регулювання процентної політики, що здійснюється через встановлення ринкових дохідностей по облігаціях [8];

залучення інвестицій у державні програми розвитку;

формування надійного механізму фінансування потреб державного бюджету.

Таким чином, внутрішній ринок державних облігацій слугує не лише інструментом фінансування бюджетного дефіциту, а й структурним компонентом фінансової архітектури країни, що визначає рівень її фінансової самодостатності та довіри інвесторів.

У поточних умовах воєнного стану значення внутрішніх державних запозичень істотно зростає. Зважаючи на обмежений доступ до зовнішніх фінансових ринків [47], саме інструменти внутрішнього боргу, зокрема облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), стають провідним засобом акумуляції фінансових ресурсів [46]. Уряд України через випуск ОВДП має можливість фінансувати критичні сфери: національну оборону, соціальне забезпечення, медицину, а також підтримувати стабільність економіки в умовах невизначеності.

Боргові цінні папери є інструментами, які засвідчують наявність боргового зобов'язання емітента перед власником і передбачають повернення залучених коштів або інших активів у визначений строк. До боргових цінних паперів належать не лише державні облігації, а й муніципальні [17], корпоративні облігації, казначейські зобов'язання, векселі, ощадні сертифікати тощо (рис. 1.1).

Особливу увагу в контексті державних запозичень слід приділити саме облігаціям, емітованим центральними органами влади. Їх правовий статус, гарантії повернення, податкові переваги й репутаційна підтримка держави роблять їх пріоритетним об'єктом для інвестування навіть у період воєнних загроз.

Міжнародний досвід підтверджує [15], що державні облігації зазвичай є найліквіднішими фінансовими інструментами та використовуються для регулювання бюджетної політики, управління державним боргом і стабілізації грошового ринку. Україна поступово адаптує світові практики до власного

ринку, однак подальша ефективність цього процесу залежить від стабільності інституцій, прозорості процедур та довіри інвесторів до державної політики.

За способом виплати доходу	• - відсоткові (передбачається виплата відсоткових доходів або відсоткова ставка дорівнює нулю); • дисконтні (розміщуються за ціною, яка нижча від їх номінальної).
За змістом	• облігації підприємств та місцевих позик; • - державні, корпоративні облігації та казначейські зобов'язання; • - ощадні та депозитні сертифікати банків; • - векселі; • - заставні та іпотечні облігації; • - облігації міжнародних фінансових установ.
За строком погашення	• - довгострокові (строк обігу – понад п'ять років); • - середньострокові (від одного до п'яти років); • - короткострокові (до одного року).
За способом погашення	• - звичайні; • - цільові (погашення за рахунок надання послуг чи передачі товару відповідно до вимог проспекту).
За метою використання	• - ординарні (проспект не передбачає мети використання залучених коштів); - інфраструктурні (використання залучених коштів лише для фінансування інфраструктурних проектів чи будівництва об'єктів інфраструктури); • - зелені (використання залучених коштів лише для екологічних проектів)
За можливістю конвертації	• За можливістю конвертації • - неконвертовані; • - консолідовані; • - конвертованні в інші цінні папери.

Рис 1.1 Класифікація боргових цінних паперів за ознаками
Джерело: складено автором на основі даних [50]

У більшості випадків випуск державних цінних паперів зумовлений необхідністю покриття поточного дефіциту державного бюджету [9]. Однак серед основних мотивів емісії також варто відзначити:

здійснення монетарного регулювання, що передбачає коригування обсягів грошової маси шляхом продажу або викупу державних боргових зобов'язань;

рефінансування попередніх випусків цінних паперів через їх обмін чи випуск нових з метою перенесення строків погашення;

виплату процентного доходу (або його відсутність у випадку безвідсоткових інструментів).

До типів цінних паперів відносять: облігації підприємств і місцевих позик; державні, корпоративні облігації та казначейські зобов'язання; ощадні та депозитні сертифікати банків; векселі; заставні та іпотечні облігації; облігації міжнародних фінансових організацій.

За строками погашення розрізняють: короткострокові (до одного року); середньострокові (від одного до п'яти років); довгострокові (понад п'ять років).

За методом погашення виділяють: звичайні; цільові (погашення здійснюється шляхом надання послуг або передачі товарів згідно з проспектом емісії).

Залежно від цільового призначення облігації бувають: ординарні (без цільового використання коштів); інфраструктурні (призначені для фінансування об'єктів інфраструктури); «зелені» (використовуються виключно на екологічні проекти).

Щодо можливості конвертації, облігації поділяються на: неконвертовані; консолідовані; конвертовані (в інші цінні папери).

Крім того, випуск державних цінних паперів може мати такі цілі: управління поточними бюджетними потоками шляхом використання короткострокових інструментів для вирівнювання доходів і витрат протягом року; згладжування нерівномірного надходження податків за допомогою тимчасового запозичення; підтримка ліквідності банківської системи, оскільки

інвестиції у державні цінні папери є надійним і високоліквідним інструментом [7].

Державні облігації є надзвичайно гнучкими фінансовими інструментами завдяки широкій типології, що дозволяє обрати найдоцільніший варіант для конкретної економічної ситуації. Розмаїття емітентів і типів інвесторів забезпечує високий рівень мобільності таких зобов'язань та сприяє зростанню їх інвестиційної привабливості. Емісія державних боргових паперів не залежить від конкретного кредитора, що сприяє розширенню кола потенційних покупців. Важливим є також факт їхнього обігу на вторинному ринку та здатність акумулювати кошти для фінансування проєктів, які не є привабливими для приватного капіталу. Умови емісії визначаються державою, а інвестори погоджуються з ними на добровільних засадах [11].

Прикладами внутрішніх боргових інструментів є облігації внутрішньої державної позики, зокрема цільові та конвертовані, казначейські зобов'язання, а також ощадні і депозитні сертифікати банків. Натомість до зовнішніх цінних паперів належать виключно облігації зовнішньої державної позики [47].

В Україні основними державними борговими інструментами, які випускаються урядом, є: облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) [46]; облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП); казначейські зобов'язання.

Таким чином, серед державних боргових паперів ключову роль відіграє саме облігація. Облігація — це цінний папір, який підтверджує внесення коштів її першим власником, засвідчує боргові правовідносини між емітентом і інвестором, а також зобов'язує емітента повернути номінальну суму у визначений термін і сплатити дохід, якщо інше не встановлено умовами емісії [4].

Казначейські зобов'язання — це вид державних цінних паперів, які призначені для фізичних осіб і не підлягають регулюванню НКЦПФР. Вони засвідчують зобов'язання держави повернути кошти та нарахувати дохід згідно з умовами емісії. До переваг цих паперів відносяться: державна гарантія,

доступність, простота обігу, звільнення від оподаткування доходів та захист інвестицій від інфляції. Серед недоліків – висока вартість придбання та обслуговування, а також неможливість дострокового погашення, що потребує розвитку вторинного ринку для підвищення їхньої привабливості.

Цільові облігації внутрішніх державних позик (ЦОВДП) — це інструменти, спрямовані на покриття бюджетного дефіциту, визначеного законом про Державний бюджет. Вони передбачають використання залучених коштів у визначеному році винятково на фінансування державних або регіональних програм. Розподіл коштів здійснюється за договорами між Міністерством фінансів України та отримувачами коштів.

Приватизаційні цінні папери – це особлива форма державних цінних паперів, які підтверджують право на частку державного майна. Їх емісія здійснюється за рішенням Уряду через Національний банк України. Такі папери не мають обіговості, не забезпечують дивідендів, не можуть бути заставою чи засобом розрахунків і призначені виключно для обміну на майнові права. До основних видів належать: житлові чеки, земельні бони, нові сертифікати [12].

Державні облігації вважаються надійними фінансовими інструментами, оскільки їх погашення гарантується державою. Це робить їх популярними серед інвесторів у міжнародній практиці.

Емісія державних боргових паперів не підпадає під контроль НКЦПФР, адже є складовою бюджетного процесу, регулювання якого здійснюється згідно з Бюджетним кодексом та щорічним законом про Державний бюджет України.

Фінансові інструменти, що формують державний борг, обслуговуються на ринку державних боргових цінних паперів. Основні функції цього ринку включають:

- мобілізаційну — залучення коштів для покриття дефіциту бюджету;
- позикову — відображення боргових зобов'язань держави перед інвесторами;

розрахункову — використання паперів як платіжного інструменту;
перерозподільчу — забезпечення руху капіталу через вторинний ринок [13, с. 47].

Таким чином, державні цінні папери відіграють значну роль у формуванні боргової політики України та інших країн. Вони класифікуються за різними критеріями: строком обігу, способом доходності, метою використання, способом погашення тощо. В Україні основними борговими інструментами залишаються внутрішні та зовнішні облігації, а також казначейські зобов'язання. Попри позитивну динаміку розвитку ринку державних боргових цінних паперів з 1994 року, він досі має низку недоліків, які потребують вдосконалення.

1.2. Облігації внутрішньої державної позики як основний інструмент залучення внутрішніх коштів

Для забезпечення надходження фінансових ресурсів держава повинна активно реалізовувати державні облігації серед інвесторів. Це потребує формування довіри з боку населення та демонстрації здатності держави належно виконувати свої боргові зобов'язання. Державні облігації є різновидом боргових інструментів, за якими держава гарантує повернення номінальної вартості та виплату доходу відповідно до умов емісії. Проте дохідність від таких цінних паперів зазвичай є нижчою порівняно з корпоративними облігаціями. Рівень відсоткових ставок за державними облігаціями визначається низкою чинників, які зображені на рисунку 1.2.

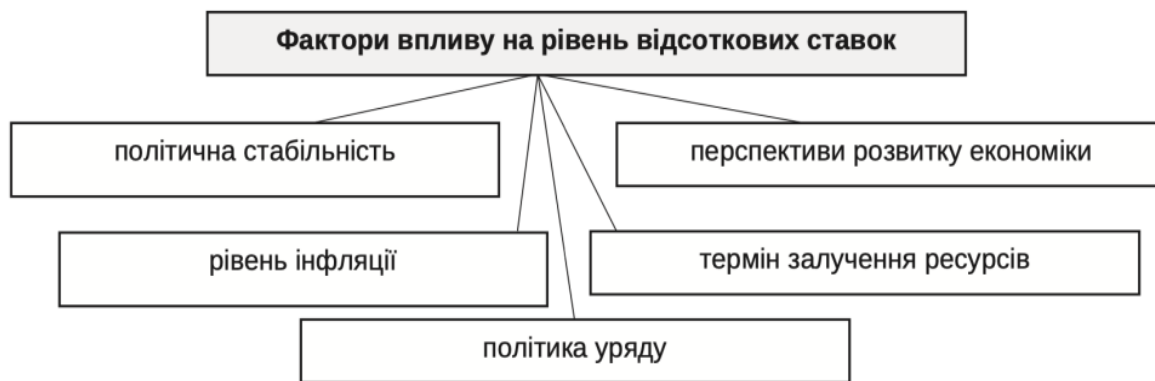


Рисунок 1.2 *Фактори, що впливають на відсоткові ставки за державними облігаціями*

Джерело: побудовано автором за даними [13]

Особливу увагу варто приділити облігаціям внутрішньої державної позики (ОВДП), оскільки вони є ключовим інструментом спрямування фінансових ресурсів, особливо за умов обмеженого доступу до інших джерел фінансування.

ОВДП є фінансовими інструментами держави, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку. Вони підтверджують зобов'язання держави щодо повернення їхньої номінальної вартості власникам та виплати відсоткового доходу відповідно до умов розміщення.

Залучення коштів через випуск державних облігацій для обслуговування боргу є економічно доцільнішим рішенням, ніж отримання кредитів у банках. Тому в Україні основним механізмом фінансування боргових зобов'язань стали саме державні боргові цінні папери. Практика інших країн засвідчує, що такі інструменти є одними з найліквідніших та найнадійніших форм інвестування, які приваблюють банки, бізнес і громадян [15].

Система внутрішніх державних запозичень в Україні охоплює широкий спектр форм, методів і процедур, які дозволяють ефективно управляти внутрішнім державним боргом задля збереження фінансової стабільності. Учасниками цієї системи виступають державні органи, установи, які здійснюють

управління державним боргом, а також інвестори – банки, страхові компанії, інвестфонди, пенсійні фонди, фізичні особи, місцеві органи влади, а також міжнародні партнери. Об'єктами запозичень є зобов'язання держави на внутрішньому ринку та способи використання залучених ресурсів [11, с.43].

Міністерство фінансів України за погодженням із Національним банком України та за дорученням Кабінету Міністрів визначає обсяги емісії державних облігацій. Порядок їх розміщення встановлюється НБУ, який виступає агентом Мінфіну на первинному ринку державних цінних паперів. Торгівля на вторинному ринку здійснюється через фондові біржі, такі як "ПФТС", "Перспектива" та Українська фондова біржа.

На відміну від традиційного кредитування, випуск державних облігацій має низку переваг, що ілюструються на рисунку 1.3.

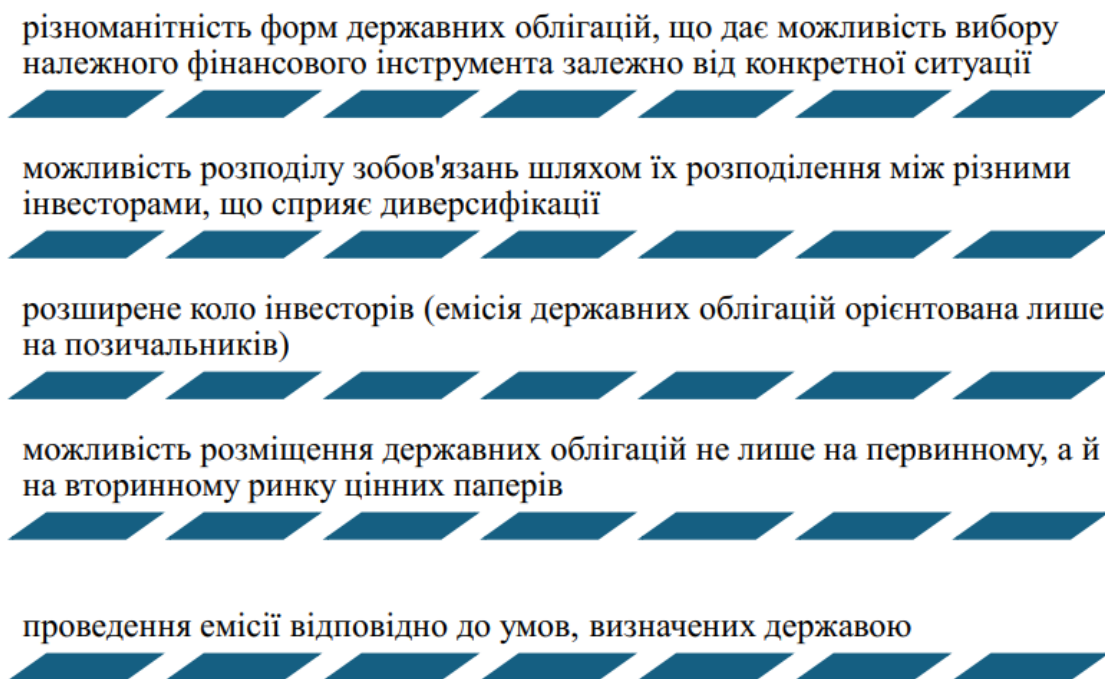


Рис. 1.3 Основні переваги державних боргових цінних паперів порівняно з отриманням державних кредитів

Джерело: побудовано автором за даними [19]

Варто наголосити, що ОВДП можуть розміщуватись як у національній, так і в іноземній валюті.

Серед основних переваг облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) варто виділити такі: гарантоване державою повернення вкладених коштів; високий рівень ліквідності, що дозволяє легко здійснювати операції купівлі-продажу без суттєвих фінансових втрат; податкові пільги для фізичних осіб – прибуток від купонів і приросту капіталу не оподатковується; відсутність валютних ризиків у разі придбання оводп, номінованих у гривні; можливість часткового зниження валютних ризиків за іноземновалютними облігаціями; різноманітність форм оводп, що дозволяє обирати оптимальний фінансовий інструмент згідно з конкретною потребою; можливість розподілу зобов'язань серед широкого кола інвесторів, що сприяє диверсифікації портфеля; орієнтація емісії державних облігацій не лише на державу як позичальника, а й на інвесторів; вільне обіг облігацій як на первинному, так і на вторинному ринку; проведення випуску облігацій відповідно до умов, визначених державними органами.

Серед недоліків ОВДП можна виокремити наступні: нижча прибутковість порівняно з інвестиціями в акції, оскільки доходи від державних облігацій, як правило, менші; хоча облігації є ліквідними, продаж великих обсягів за короткий період може призвести до зниження їх ринкової вартості; ризик інфляції, що знижує реальну вартість фіксованого доходу, особливо за умов економічної нестабільності.

Воєнний стан в Україні вимагає пошуку додаткових джерел фінансування. Одним з ефективних інструментів для наповнення бюджету, підтримки економіки та фінансування потреб Збройних Сил України є випуск військових ОВДП. Такі облігації спрямовуються на забезпечення оборонних та соціальних видатків у період збройного протистояння. Виплати доходів та повернення коштів за цими інструментами здійснюються через Національний банк України.

Окрім того, прибутки фізичних осіб, отримані від інвестицій у військові облігації, не підлягають оподаткуванню. Придбання таких цінних паперів громадянами є проявом підтримки національної армії та підтвердженням готовності суспільства до боротьби за державний суверенітет і територіальну цілісність України [20].

РОЗДІЛ 2.

АНАЛІЗ РОЗВИТКУ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

2.1. Основні підходи до реалізації боргової політики України у період воєнної загрози

Протягом останніх дев'яти років Україна перебуває в умовах збройного протистояння, що суттєво позначилося на темпах економічного зростання та загальній фінансовій стабільності держави. Незважаючи на періодичне зменшення інтенсивності бойових дій, високий рівень напруги зберігався в оборонній сфері, системі безпеки, соціальному захисті внутрішньо переміщених осіб, а також у фінансовому секторі та суспільстві в цілому, що зумовлювалося постійною загрозою подальшої агресії.

Збройна агресія, що триває на території України, значно ускладнює соціально-економічний розвиток країни. Значні обсяги накопиченого державного боргу посилюють фінансовий тиск на економіку та негативно впливають на добробут населення. Проблеми, пов'язані з неефективним управлінням державними запозиченнями, залишаються актуальними: відсутність узгодженості в політиці та суперечливі сигнали свідчать про наявність системних труднощів у цій сфері.

З метою підвищення ефективності управління державним боргом розробляється та впроваджується як стратегічна, так і оперативна боргова політика. Вона включає широкий комплекс заходів, спрямованих на досягнення соціально-економічних пріоритетів держави, а також забезпечення стійкості бюджету. Центральним елементом цієї політики є стратегія управління державними запозиченнями, яка охоплює: своєчасний і повний облік усіх зобов'язань країни, контроль за рівнем боргового навантаження, зниження

витрат на обслуговування боргу, розширення кола інвесторів, зменшення боргових ризиків та забезпечення стабільного кредитного фінансування. Така політика є невід’ємною складовою загальної фінансової та бюджетної стратегії України.

У 2023 році обсяг доходів Державного бюджету України становив 2 трильйони 672 мільярди гривень. Водночас близько 17% цієї суми надійшло у вигляді грантів від міжнародних партнерів. Загальний обсяг видатків за цей період досяг 4 трильйонів 14 мільярдів гривень. Витрати на оборонну сферу значно зросли — ще з 2013 року їх частка у загальній структурі бюджету збільшилася у 2,5 раза, однак повномасштабна війна, що розпочалася у 2022 році, спричинила стрімке зростання цих витрат у 11,5 раза. У результаті, частка оборонних витрат досягла 42,24% у 2022 році та підвищилася до 52,3% у 2023 році (див. рисунок 2.1).

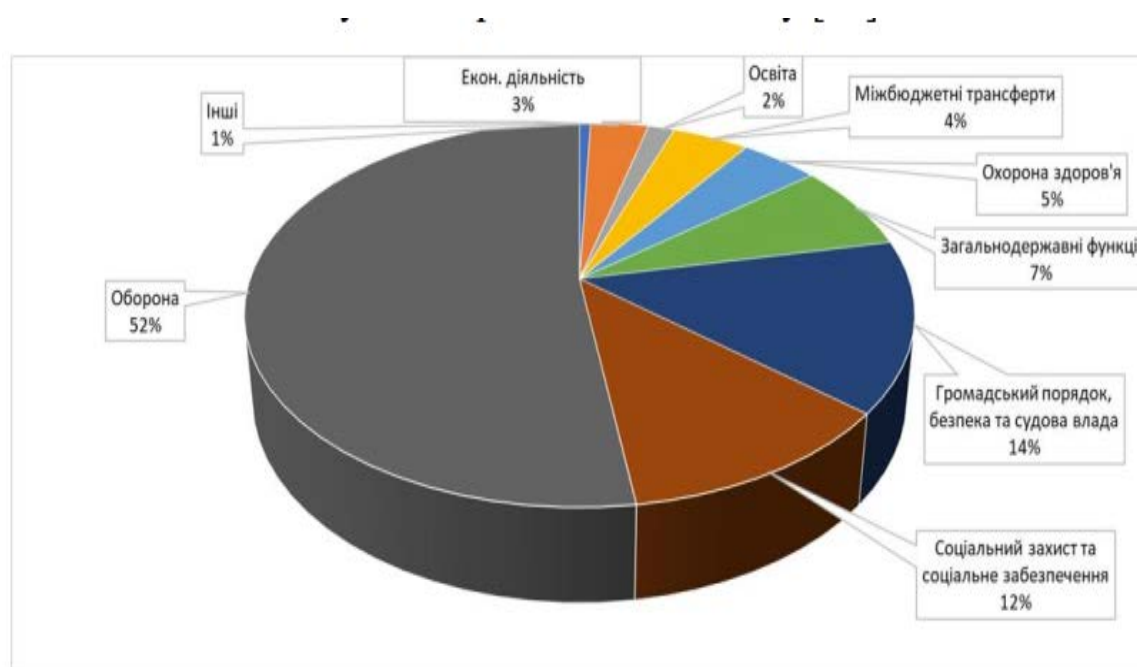


Рис. 2.1 Структура видатків Державного бюджету України за 2024 р. (за функціональною класифікацією видатків), %

Джерело: побудовано автором за даними [36]

В умовах ведення війни та функціонування економіки в режимі надзвичайного стану уряд змушений шукати ефективні механізми для виконання своїх фінансових зобов'язань, що, у свою чергу, ще більше ускладнює забезпечення збалансованості державного бюджету [21, с. 132].

Упродовж 2015–2019 років Україні вдавалося зберігати дефіцит державного бюджету на відносно безпечному рівні — не вище 3% від ВВП. Однак помітні відхилення від цього показника спостерігалися у 2013–2014 роках, а також у період з 2020 по 2023 роки. Наприкінці 2023 року фактичний обсяг бюджетного дефіциту перевищив орієнтир безпеки майже у сім разів, що ілюструється на рисунку 2.2. За таких умов основними джерелами покриття дефіциту стали міжнародна донорська допомога у формі грантів, а також внутрішні й зовнішні запозичення [26].

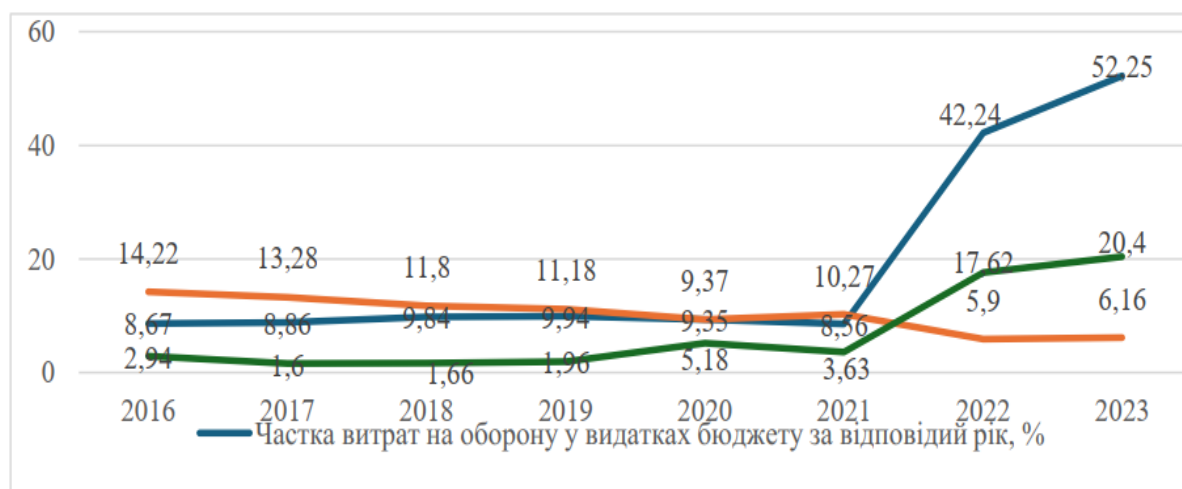


Рис. 2.2 Дефіцит бюджету відносно до ВВП та частки витрат на оборону та обслуговування державного боргу у видатках бюджету

Джерело: розраховано автором за даними [25]

Завдяки злагодженій роботі Міністерства фінансів України, урядових структур та підтримці міжнародних партнерів, вдалося мобілізувати необхідні фінансові ресурси для забезпечення пріоритетних видатків у 2023 році. Отримані

кошти були спрямовані на фінансування пенсій, виплату заробітної плати працівникам сфери освіти та охорони здоров'я, підтримку соціально вразливих верств населення, а також на надання гуманітарної допомоги. Варто зазначити, що у грудні 2023 року держава отримала близько 5 мільярдів доларів США зовнішньої фінансової підтримки, з яких лише 11% припадало на безповоротні гранти, тоді як основна частина надходжень мала позиковий характер.

Частка бюджетних витрат, спрямованих на обслуговування державного боргу, зросла у 1,5 раза у 2014 році, досягла пікового значення у 2015 році (15%), а згодом почала поступово скорочуватись (див. рис. 2.1). Основною причиною такого зниження стала реструктуризація державного боргу, здійснена у 2015 році, внаслідок чого частину боргових виплат було відтерміновано. Подібне відтермінування відбулося і в 2022 році, що дозволило скоротити частку витрат на обслуговування державного боргу до найнижчого рівня за останнє десятиліття.

Рівень державного боргу суттєво залежить від стану державного бюджету. У випадках, коли бюджетний дефіцит — тобто перевищення видатків над доходами — зростає, зростає і потреба уряду в залученні нових позик.

Цікавим є факт, що протягом більшої частини досліджуваного періоду (за винятком 2022 та 2023 років) витрати на обслуговування боргу перевищували оборонні видатки. Порівняння динаміки загального державного та гарантованого боргу, як у гривневому, так і в доларовому вираженні, демонструє сталу тенденцію до його щорічного зростання, що наочно представлено в таблиці 1.

Проте, попри загальну тенденцію зростання, у динаміці заборгованості виявляються окремі відмінності, що ілюструються на рисунках 2.2 та 2.3. Згідно з аналізом, сумарний обсяг державного боргу у доларовому еквіваленті за досліджуваний період зріс удвічі.



Рис. 2.3 Сукупний державний та гарантований борг, млрд.дол.

Джерело: побудовано автором [35]

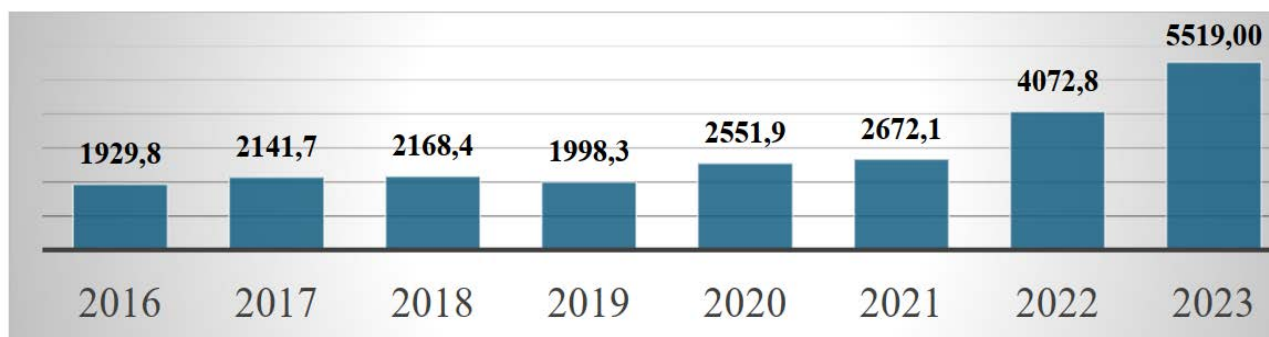


Рис. 2.3 Сукупний державний та гарантований борг, , млрд.грн

Джерело: побудовано автором [35]

У 2023 році обсяг сукупного державного та гарантованого державою боргу зріс на 35,51% у гривневому вираженні, досягнувши 5519 млрд грн, що еквівалентно зростанню на 30% у доларовому вимірі — до 145,32 млрд доларів США. Аналіз динаміки боргових зобов'язань свідчить, що найбільше зростання у доларовому еквіваленті зафіксовано саме у 2023 році, тоді як найзначніше збільшення в національній валюті спостерігалось у 2022 році (на 52,4%). Абсолютно ж найбільший приріст боргу було зафіксовано в 2023 році — на 1446,2 млрд грн. Таким чином, роки активних бойових дій стали періодами найінтенсивнішого нарощування державного боргового навантаження.

Таблиця 1.2

Динаміка державного і гарантованого державного боргу

Показники	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол.:	70,97	76,31	78,32	84,37	90,25	97,96	111,38	145,32
а) абсолютна зміна, млрд.дол.;	5,47	5,33	2,01	6,05	5,89	7,7	13,42	33,94
б) відносний приріст, %.	8,35	7,51	2,63	7,72	6,98	8,53	13,7	30,0
Державний борг, млрд дол.:	60,71	65,33	67,19	74,36	79,9	86,62	101,59	136,59
а) абсолютна зміна, млрд.дол.;	5,12	4,62	1,85	7,18	5,54	6,71	14,98	35,000
б) відносний приріст, %;	9,21	7,61	2,84	10,68	7,45	8,4	17,29	34,5
в) питома вага в загальній сумі боргу, %.	85,54	85,62	85,79	88,14	88,53	88,42	91,22	94,0
Гарантований державою борг, млрд дол.:	10,26	10,97	11,13	10	10,35	11,34	9,78	8,73
а) абсолютна зміна, млрд.дол.;	0,35	0,71	0,16	-1,13	0,35	0,99	-1,56	-1,05
б) відносний приріст, %;	3,5	6,95	1,42	-10,12	3,47	9,56	-13,74	-11,0
в) питома вага в загальній сумі боргу, %.	14,46	14,38	14,21	11,86	11,47	11,58	8,78	6,01
Внутрішній борг, млрд дол.:	25,37	27,32	27,86	35,42	36,53	40,75	39,98	45,57
а) абсолютна зміна, млрд.дол.;	3,31	1,95	0,54	7,55	1,12	4,22	-0,77	5,59
б) відносний приріст, %;	14,99	7,69	1,99	27,12	3,16	11,55	-1,90	14,0
в) питома вага в загальній сумі боргу, %.	35,74	35,8	35,57	41,98	40,48	41,6	35,89	31,4
Зовнішній борг, млрд дол.:	45,61	48,99	50,45	48,95	53,72	57,21	71,4	94,79
а) абсолютна зміна, млрд.дол.;	2,16	3,38	1,47	-1,50	4,77	3,48	14,19	23,39
б) відносний приріст, %;	4,97	7,42	2,99	-2,98	9,75	6,49	24,81	32,8
в) питома вага в загальній сумі боргу, %.	64,26	64,2	64,43	58,02	59,52	58,4	64,11	65,2
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд грн:	1929,8	2141,7	2168,4	1998,3	2551,9	2672,1	4072,8	5519,0
а) абсолютна зміна, млрд.грн;	357,6	211,9	26,7	-170,1	553,6	120,2	1400,8	1446,2
б) відносний приріст, %.	22,75	10,98	1,25	-7,85	27,7	4,71	52,42	35,51

Джерело: розраховано автором за даними статистичних звітів Національного банку України та Міністерства фінансів України [35]

Згідно з даними Державної казначейської служби України, у 2023 році обсяг фактичних державних запозичень до загального фонду бюджету становив 1,68 трлн грн, що відповідає 73,7% від запланованого. У результаті розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) було мобілізовано 552,6 млрд грн, у тому числі 164,1 млрд грн — у валюті (3,68 млрд доларів США та 735,8 млн євро). Розміщення військових ОВДП забезпечило додаткові надходження в

обсязі 281,8 млрд грн. Крім того, із зовнішніх джерел було залучено 1,13 трлн грн, що еквівалентно 30,9 млрд доларів.

Структурний аналіз державного боргу демонструє, що за останнє десятиліття частка гарантованих державою зобов'язань скоротилася вдвічі, тоді як питома вага прямого державного боргу зросла до 94% (див. табл. 2.1). Прямий борг дещо зменшився у 2014–2015 роках, однак згодом почав стабільно зростати (див. рис. 2.4). Найбільший приріст у грошовому та відносному вираженні відбувся у 2023 році — на 35 млрд доларів, що становило зростання на 34%.

Що стосується гарантованого державою боргу, то він демонстрував коливання: зниження у 2019 році на 10,1%, у 2022 році — на 13,7%, у 2023 році — на 11%. Водночас окремі роки відзначалися його зростанням, зокрема у 2021 році — на 9,6%. Однак загальна тенденція свідчить про поступове скорочення його питомої ваги в структурі сукупного боргу (див. рис. 2.4).

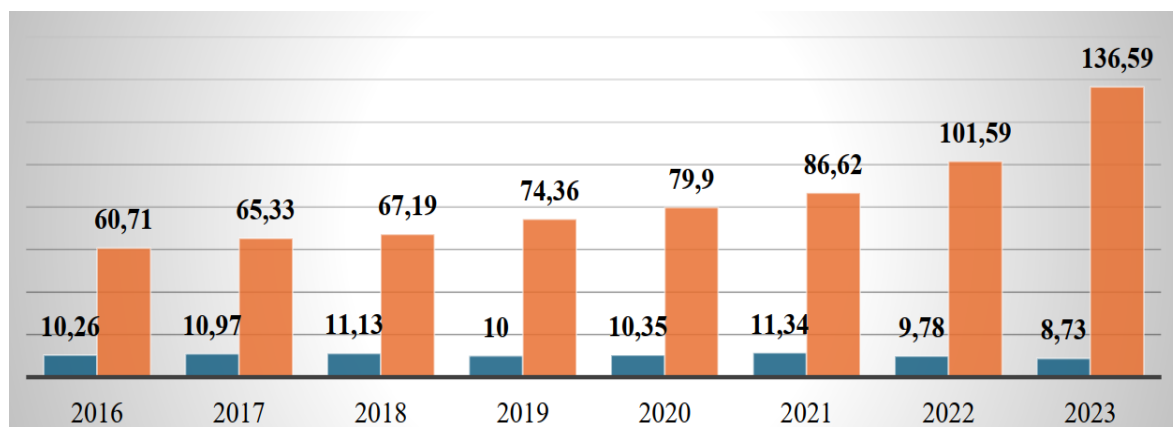


Рис. 2.4 Динаміка державного та гарантованого державного боргу України, млрд дол.

Джерело: побудовано автором за даними [35]

Аналізуючи структуру сукупного державного та гарантованого державою боргу за джерелами фінансування, можна відзначити стабільну тенденцію зростання зовнішнього боргу протягом усього досліджуваного періоду, за

винятком незначного скорочення у 2019 році. Найбільш істотне зростання зовнішніх зобов'язань, як у грошовому, так і у відсотковому вираженні, відбулося у 2023 році — на 23,39 млрд доларів США, що становило майже 33% (див. рис. 2.5).

Внутрішній борг також демонстрував тенденцію до збільшення, що, ймовірно, вказує на певні труднощі із залученням фінансування всередині країни. Упродовж 2016–2021 років обсяг внутрішніх запозичень поступово зростає, проте у 2022 році було зафіксовано невелике зниження — приблизно на 2% (див. рис. 2.5). Найбільший приріст внутрішнього боргу спостерігався у 2019 році, коли він зріс на 7,6 млрд доларів, або на 27,1% (див. таблицю 2.1).



Рис. 2.5. Внутрішній та зовнішній державний борг України, млрд дол.

Джерело: побудовано автором [35]

Загальний аналіз статистичних показників свідчить про постійне зростання сукупного державного боргу в останні роки. У доларовому вираженні боргові зобов'язання зросли на 74,35 млрд доларів США, або на 105%, тоді як у гривневому еквіваленті зростання становило 3589,2 млрд грн, що у 2,86 рази більше, ніж раніше. Основними чинниками такого зростання стали збільшення обсягів прямого державного та зовнішнього боргу.

Аналіз структури та динаміки державного боргу дає змогу оцінити його обсяг, темпи зростання та основні напрямки змін, проте для повного розуміння його впливу на економіку необхідно враховувати спеціальні показники — індикатори боргової безпеки. Якісна оцінка боргової безпеки країни передбачає визначення боргового навантаження та рівня платоспроможності. У світовій практиці для аналізу цих показників застосовують близько двадцяти різних індикаторів із численними граничними значеннями [12, 21, 59]. В Україні зазвичай використовують набір індикаторів, визначених у Методичних рекомендаціях з розрахунку рівня економічної безпеки країни. Значення цих індикаторів в Україні за період 2013–2022 років, а також їх критичні пороги відповідно до згаданих рекомендацій наведені у таблиці 2.2. Найбільш загальним та важливим показником боргової безпеки є співвідношення загального обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП. Протягом усього аналізованого періоду цей показник жодного разу не опускався до прийнятного рівня (30%), а починаючи з 2014 року щороку перевищував критичну позначку у 60%, окрім 2019 та 2021 років, коли рівень залишався у небезпечній зоні (див. рис. 2.6).

Таблиця 2.2

Індикатори боргової безпеки України

Індикатор	Критичне значення	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Відношення обсягу державного та гарантованого державного боргу до ВВП, %	>60	81	71,8	60,9	50,3	60,8	48,9	78,4	84,4
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	>70	121,7	103,9	87,7	79,2	80,8	64,8	89	90,7
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	<20	13,7	16,1	18,2	20,8	23,2	19,3	21,6	25,0 8
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	>11	9,2	10,5	17,8	16,9	10,2	10,2	18,3	18,7
Індекс ЕМВІ + Україна	>1000	591	692	825	770	1012	1082	405	400

Джерело: складено автором за даними [22,24]

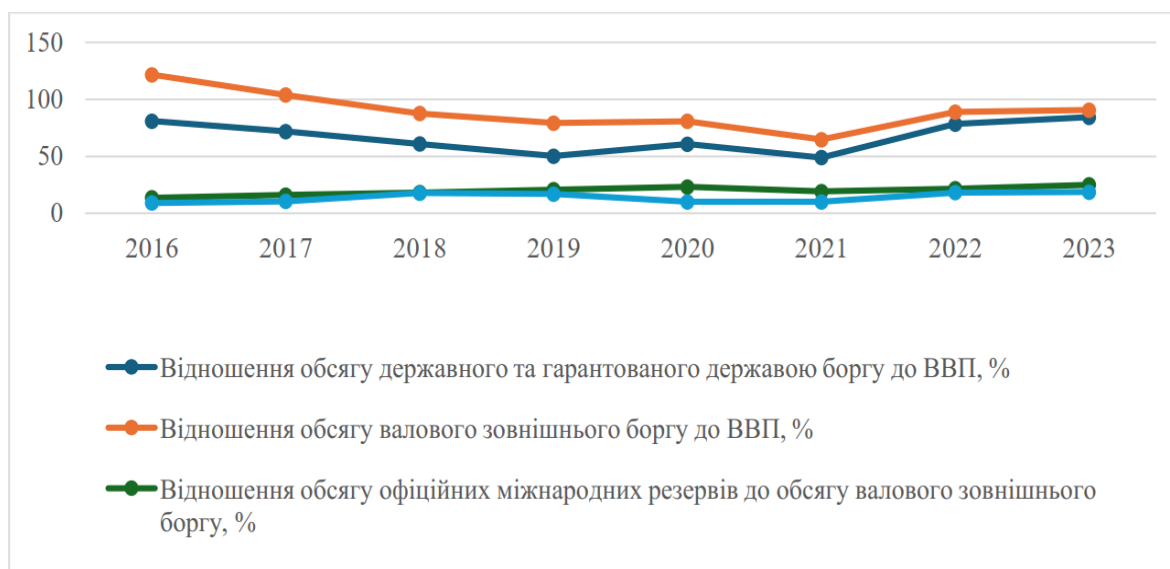


Рис. 2.6. Індикатори боргової безпеки України, %

Джерело: складено автором за даними [22, 24]

Аналогічна тенденція спостерігається і для іншого показника боргової безпеки — співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП. Протягом усього досліджуваного періоду, окрім 2021 року, цей показник залишався на критично високому рівні, перевищуючи 70% ВВП. Найгірші значення були зафіксовані у 2016 році (121,7%), після чого співвідношення почало знижуватися, проте у 2022 році знову піднялося до 89% через значне падіння ВВП і одночасне збільшення зовнішнього боргу держави та підприємств (див. рис. 2.6).

Показник співвідношення офіційних міжнародних резервів до зовнішнього боргу залишався критично низьким до 2018 року, а починаючи з 2019 року погіршувався й досі вважається незадовільним. У 2020 році він тримався трохи вище критичного рівня у 20%, що було можливим завдяки міжнародній підтримці та відстрочкам платежів за боргами, а у 2023 році цей індикатор склав 25,08%.

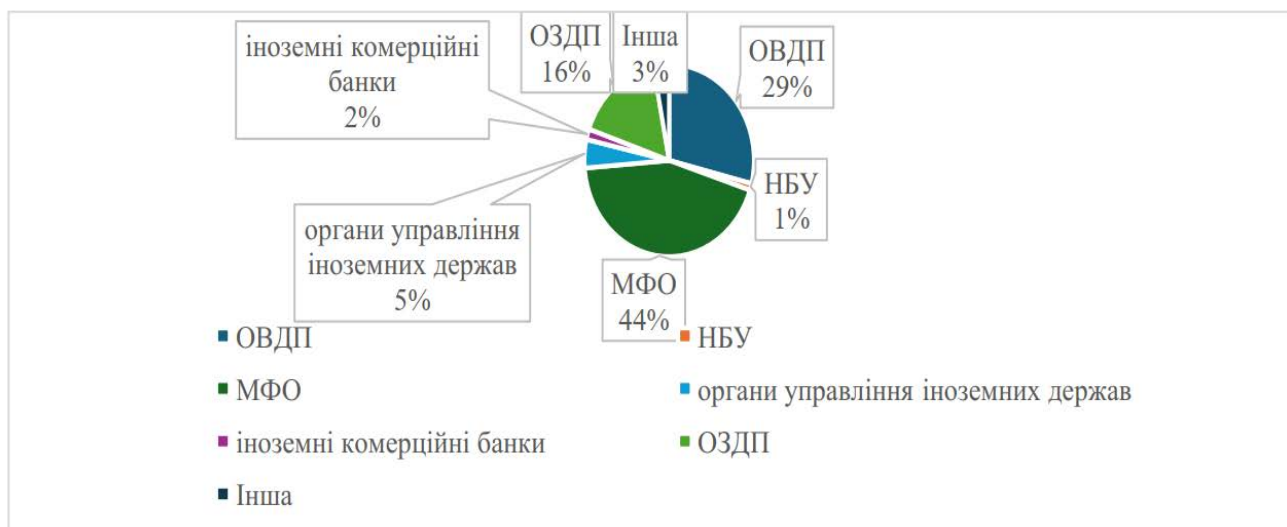


Рис. 2.7. Державний та гарантований державний борг України за типом кредитора, станом на 01.01.2024 року

Джерело: побудовано автором [32]

Щодо середньозваженої дохідності облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) на первинному ринку, лише у 2016 році вона була нижчою за критичний поріг у 11% (див. рисунок 2.8). Протягом усього періоду аналізу, щоб залучити кошти до бюджету, уряд був змушений пропонувати ставки за ОВДП, які могли загрожувати стабільності фінансової системи країни. Найвищий рівень середньозваженої дохідності ОВДП було зафіксовано у 2023 році — 18,7%.

У першому кварталі 2024 року обсяг загального державного та гарантованого державою боргу України зріс на 404,8 млрд грн у національній валюті та на 5,7 млрд доларів США у доларовому еквіваленті. Це здебільшого сталося завдяки збільшенню довгострокового пільгового фінансування від міжнародних партнерів. Така тенденція спостерігається не тільки у звітному періоді, а й упродовж останніх кількох років. Зокрема, з 2022 року до 31 березня 2024 року середньозважена вартість державного та гарантованого державою

боргу України знизилася майже в 1,4 раза — з 7,79% до 5,57%, водночас середньозважена тривалість зросла в 1,6 раза — з 6,27 року до 10,04 року.

Таким чином, враховуючи, що рівень заборгованості продовжує зростати, а прогнози економічного зростання залишаються невтішними, більшість сценаріїв розвитку державного боргу та потреби у залученні позикових коштів вказують на високу ймовірність боргової кризи в найближчому майбутньому [24, 48, 53]. У таких умовах одним із пріоритетних завдань забезпечення боргової безпеки є пошук шляхів зниження боргового навантаження. Очевидно, що уряду необхідно переглянути Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2021–2024 роки, оскільки вона вже втратила актуальність через значні зміни макроекономічної ситуації, спричинені воєнними діями.

2.2. Забезпечення фінансової стабільності внутрішнього боргового ринку в умовах війни

Обговорення можливості повномасштабного військового вторгнення росії почали активно поширюватися вже з середини осені 2021 року, що спричинило зниження інтересу інвесторів і різке падіння цін на українські єврооблігації до кінця того ж року. Однак події розвивалися надзвичайно швидко наприкінці лютого 2022 року. Відразу після початку бойових дій в Україні Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) о 11:00 припинила розміщення, обіг та викуп усіх цінних паперів. Це рішення призвело до обмеження операцій у системах депозитарного та клірингового обліку, за винятком операцій, пов'язаних з монетарною і грошово-кредитною політикою Національного банку України та обслуговуванням державного боргу Міністерством фінансів. Таким чином, НКЦПФР фактично зупинила діяльність усіх інституційних інвесторів, включаючи компанії з управління активами, зберігачів інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів і

адміністраторів НПФ. Це однозначно вплинуло на виконання розрахунків за вже укладеними угодами та обмежило можливість укласти нові угоди на значні суми між тисячами інвесторів і сотнями інвестиційних фондів щодо будь-яких цінних паперів. Очевидно, що регулятор розглядає стабільність ринку як період, коли не відбувається залучення капіталу, торгівля, інвестиції та отримання доходів, що призводить до припинення виплат працівникам і сплати податків.

Питання прийняття звітності учасниками ринку НКЦПФР стало актуальним лише з 14 квітня 2022 року. До цього часу вони змушені були звертатися до Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України за платними послугами. До 31 березня 2022 року офіційні поштові скриньки комісії також не працювали. Крім того, були проблеми з інформаційними сервісами на вебпорталі НКЦПФР: недоступними залишалися Реєстр інститутів спільного інвестування, Реєстр недержавних пенсійних фондів, Реєстр професійних учасників ринку капіталу, Державний реєстр випусків цінних паперів та інші. На відміну від Національного банку України, такі перебої в роботі вважалися неприйнятними.

За кілька днів після цього НКЦПФР дозволила первинним дилерам торгувати цінними паперами. Це стосувалося 11 банків і лише одного випуску державних облігацій з кодом UA4000221436. Наразі до торгів допущено 10 випусків гривневих облігацій, 5 в доларах США та 2 в євро, які отримали назву військових облігацій.

Міністерство фінансів визначає військові облігації як інвестиційний інструмент для підтримки державного бюджету, доступний громадянам, підприємствам і іноземним інвесторам. Таким чином, це спосіб залучення коштів на підтримку економіки та оборони. Використання військових облігацій для фінансування бюджету під час конфліктів не є новим: аналогічні механізми застосовувалися Великою Британією під час Першої світової війни та США під час Англо-американської війни 1812–1815 років.

Крім того, через військові облігації Національний банк України почав фінансувати державний бюджет, що раніше було заборонено. Це стало можливим завдяки змінам до законодавства, внесеним Верховною Радою, зокрема законом від 03.03.2022 №2118-ІХ, який тимчасово скасував окремі положення Бюджетного кодексу і закону «Про Національний банк України» на час воєнного стану, оголошеного Указом Президента від 24.02.2022 №64. Також Указ Президента від 04.03.2022 №104 рекомендував Нацбанку купувати військові облігації на первинному ринку відповідно до угоди з Кабінетом Міністрів.

На початку весни НКЦПФР дещо пом'якшила обмеження, дозволивши торгувати не одним, а двома випусками військових облігацій і дозволивши інвестиційним компаніям інвестувати в ці інструменти. Однак у порівнянні з довоєнним станом це було мізерною часткою: на початок лютого 2022 року на ринку було 182 випуски ОВДП і 14 ОЗДП, загалом 196 випусків, а через місяць інвесторам було доступно лише 1,02% цих випусків.

Щодо корпоративних цінних паперів, на кінець 2021 року на ринку було близько 4 мільйонів відкритих рахунків власників, обсяг торгів становив 1,10 трлн грн, в яких брали участь 408 випусків корпоративних облігацій на суму 70,55 млрд грн, а також 91 іноземний цінний папір.

За ініціативою НКЦПФР планується дозволити обіг іноземних боргових паперів, випущених країнами-членами G7 (США, Канада, Італія, Велика Британія, Німеччина, Франція, Японія). За даними на 24 серпня 2023 року, в Україні допущено до обігу 516 іноземних цінних паперів, з них 412 (індекс S&P 500) дозволені за ініціативою комісії.

Основним ризиком залишався продаж або отримання доходів від цінних паперів їх власниками з країни-агресора. Регулятор зіткнувся з проблемами у відстеженні власників за критерієм резидентства, але вже через півмісяця після початку війни НКЦПФР заборонила виплати власникам-росіянам за держоблігаціями. Через два місяці почався аналіз залученості резидентів Росії на

національному ринку, що вимагало перекладання частини обов'язків із регулятора на учасників ринку, оскільки НКЦПФР мала цю інформацію з моменту отримання документів на ліцензію.

Одним із ключових ризиків для економіки була недооцінка вартості цінних паперів. Падіння цін на облігації почалося ще восени 2021 року, а 24 лютого 2022 року досягло критичних рівнів. Наприклад, доларові єврооблігації XS1303921214 з терміном погашення 01.09.2022 та ставкою 7,75% за день вторгнення впали на 41% (до 50% номіналу), до 07.03.2022 втратили ще 20%, а до 05.04.2022 відновилися до 66% номіналу. Такі коливання були потенційно катастрофічними для банківської системи, адже на початок війни більше половини держпаперів утримували банки, третину – Нацбанк, і лише п'ятою часткою володіли нерезиденти, юридичні та фізичні особи.

Нацбанк і комерційні банки не поспішали панічно продавати держпапери, що могло спричинити ще більшу переоцінку портфелів. Навпаки, вони збільшили свою долю у держоблігаціях. Для контролю за справедливою вартістю паперів Національний банк використовує інструмент щоденного визначення дисконту.

З огляду на викладене, можна вважати, що регулятору було б доцільніше не повністю зупиняти обіг усіх цінних паперів, а обмежити торгівлю лише тими, що мають найбільший ризик через валюту, терміни виплат чи обіг (наприклад, ОЗДП). Натомість таке рішення призвело до зменшення ліквідності ринку. Інвестиції в Україну не заборонялися, на відміну від Росії, але регулятор не зміг ефективно це забезпечити.

Обмеження торгівлі лише кількома випусками паперів посилює недовіру до об'єктивності ціноутворення. Ускладнилося також питання організації розрахунків за угодами з відстроченим виконанням, окрім РЕПО. На початку воєнного стану кліринг дозволяли проводити лише за військовими облігаціями, пізніше – і за операціями РЕПО з держпаперами, окрім військових.

Ці обмеження стимулювали населення вкладати гроші у нерегульовані активи — криптовалюту, що є «сірою зоною» економіки, без фіскальних перспектив для країни, яка гостро потребує фінансування домогосподарств. Невідомо, чому регулятор обмежив найбільш ліквідні і надійні фінансові інструменти, що використовували банки та інші ключові учасники ринку. Такий стан справ викликав здивування і у міжнародних інвесторів та інформаційних агентств, адже офіційних пояснень від НКЦПФР не було.

Іншою сферою, на яку суттєво вплинули комплексні обмеження, стало будівництво. Основними джерелами фінансування будівельної галузі житлової нерухомості були будівельні фонди, фонди операцій з нерухомістю та інститути спільного інвестування [56]. Вони мали право здійснювати операції, укладені до 24 лютого 2022 року, однак питання щодо подальшого використання накопиченого ринкового потенціалу та його ролі у розвитку національної економіки і підтримці довіри учасників у період нестабільності залишилося без відповіді від національного регулятора. На жаль, замість того, щоб активно працювати над відновленням та розвитком внутрішнього ринку цінних паперів у сучасних умовах, регулятор зосередився на сприянні виходу українських цінних паперів на європейські ринки, зокрема Великобританії.

У червні 2022 року НКЦПФР почала посилено працювати над розширенням інвестиційних можливостей. Вже на початку місяця було дозволено розміщення цінних паперів без обов'язкової публічної пропозиції; впроваджено можливість проведення операцій у депозитарній системі для певних типів цінних паперів; дозволено операції через Центральний депозитарій та депозитарні установи для окремих видів цінних паперів. Згодом регулятор розширив дозвіл на операції з первинного розміщення, включно з цінними паперами інститутів спільного інвестування, а також дозволив укладати нові депозитні договори для інститутів спільного інвестування та запровадив

клірингові операції й внесення змін до системи депозитарного обліку цінних паперів [55].

Очевидно, що після завершення війни з Росією Україна не зможе претендувати на світове економічне лідерство, а ринок цінних паперів не розпочне динамічного зростання в умовах воєнних дій на своїй території. Водночас національна економіка вимагатиме значних зовнішніх інвестицій для відновлення, і саме ринок цінних паперів разом із прийнятими регулятором рішеннями нестимуть значну відповідальність за залучення та ефективне використання цих ресурсів.

2.3. Тенденції та виклики функціонування ринку ОВДП в умовах воєнного стану

Динаміка розміщення облігацій внутрішніх державних позик на первинному ринку цінних паперів України у період з 2016 по 2024 роки демонструє стабільну тенденцію до зростання (див. Таблиця 2.3). У останні роки відзначається суттєве збільшення обсягів розміщених державних облігацій: так, у 2020 році їхній обсяг становив 265 668,72 млн грн, у 2022 році — вже 594 384,51 млн грн, а в 2023 році — 401 785,12 млн грн. Серед різних напрямів використання коштів, залучених через продаж ОВДП на первинному ринку державних цінних паперів, особливо важливу роль відіграє їхнє спрямування до державного бюджету.

У 2022 році частка коштів, що надходили до державного бюджету від розміщення ОВДП, знизилася до 27,66% у порівнянні з попереднім роком. Це було викликано початком повномасштабної війни та необхідністю фінансової підтримки України.

Таблиця 2.3

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів України

Рік	Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні, млн. грн.	Кошти, залучені до державного бюджету	
		млн. грн.	%
2016	166240,81	37025,30	22,27%
2017	103458,01	32755,01	31,66%
2018	65127,79	65127,79	100,00%
2019	227551,81	227551,81	100,00%
2020	265668,72	258828,72	97,43%
2021	309719,48	287896,18	92,95%
2022	594384,51	164384,51	27,66%
2023	401785,12	401785,12	100,00%
1 кв.2024	95640,84	95640,84	100,00%

Джерело: побудовано автором за [39]

Станом на 31 грудня 2023 року загальний обсяг розміщених ОВДП на первинному ринку становив 401 785,12 млн грн, при цьому всі залучені кошти були спрямовані до державного бюджету. За перший квартал 2024 року обсяг розміщення ОВДП склав 95 640,85 млн грн, і ці кошти також повністю надійшли до держбюджету (див. Рис. 2.8).



Рис. 2.8 Розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів в Україні

Джерело: побудовано автором за [44]

В цілому, з початку повномасштабної війни до 29 лютого 2024 року уряд залучив на первинних аукціонах 589 020,9 млн грн, 6 094,6 млн доларів США та 2 227,3 млн євро. Водночас на погашення ОВДП було витрачено 439 561,3 млн грн, 6 684,2 млн доларів США та 1 806,1 млн євро. Завдяки спільним зусиллям уряду та Національного банку України вдалося активізувати внутрішній ринок боргових зобов'язань.

Зокрема, Національний банк дозволив банкам покривати до 50% загального обсягу обов'язкових резервів шляхом використання бенчмарк-ОВДП із визначеного переліку, який поступово розширювався. Крім того, відповідно до рішення НБУ, іноземні інвестори отримали право здійснювати перекази за кордон коштів, отриманих від виплати відсотків за ОВДП після 1 квітня 2023 року, за умови дотримання мінімального строку володіння облігаціями до моменту отримання доходу.

Для повноцінного аналізу обороту державних облігацій варто також розглянути динаміку середнього доходу від їх розміщення на первинному ринку, що відображено на рисунку 2.9.

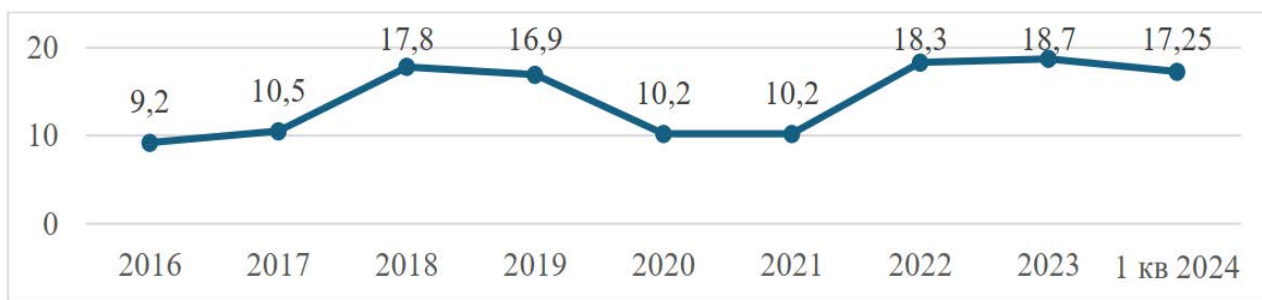


Рис. 2.9. Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики в Україні, %.

Джерело: побудовано автором за даними [44]

З рисунку 2.9 видно, що у 2018 році середня дохідність внутрішніх державних позик становила 17,79%. Протягом наступних двох років цей показник знизився на 7,59%. Проте в період з 2020 по 2022 рік доходність ОВДП зросла на 7,63%. У 2023 році також спостерігається невелике підвищення — до 18,7%. Одним із ключових факторів, що впливають на доходність державних облігацій, є рівень дефіциту державного бюджету: із його збільшенням зростає й процентна ставка за облігаціями. Важливо також враховувати облікову ставку Національного банку України, зниження якої зазвичай призводить до зменшення доходності ОВДП. Наразі ж спостерігається зворотня тенденція — середній дохід від облігацій зростав і досяг 18,26% у 2022 році, а у першому кварталі 2024 року становив 17,25%. Зростання доходності обумовлене зростаючими потребами держави у фінансах та підвищенням облікової ставки НБУ.

Уряд пропонує ставки за ОВДП на ринковому рівні: у лютому 2024 року максимальна дохідність гривневих облігацій становила 18,50% річних, у доларових — 4,66%, в євро — 3,25%. Мінімальна сума інвестиції в ОВДП — 1000 гривень. На початок 2024 року гривневі папери забезпечували доходність від 15% до 19% річних.

У 2023 році уряд залучив 566 млрд грн від продажу ОВДП на аукціонах. Загалом за період воєнного стану обсяги залучень сягнули майже 818 млрд грн, що сприяло суттєвій активізації ринку ОВДП порівняно з 2022 роком. Обсяги реалізації облігацій зросли більш ніж удвічі, а рівень роловеру підвищився з 68% до 150%. Ця активність дозволила уникнути бюджетної емісії НБУ та підтримати валютно-цінову стабільність.

В умовах війни країна вимушена шукати альтернативні способи залучення фінансових ресурсів для поповнення бюджету, підтримки Збройних Сил України та економіки, а також протидії агресору. Одним із таких інструментів є випуск військових облігацій внутрішньої державної позики, кошти від яких спрямовуються на оборону та соціальні потреби. Придбання військових облігацій

фізичними особами свідчить про їхню підтримку армії та готовність боротися за незалежність і територіальну цілісність країни.

Наступним важливим кроком є аналіз загального обсягу торгів на ринку цінних паперів, зокрема державних облігацій. За даними НКЦПФР, у період 2017–2023 років спостерігалась стабільна тенденція зростання обсягів торгівлі державними облігаціями. У 2020 році цей показник збільшився на 31,1%, досягнувши рекордних 826 млрд гривень. Також зростали обсяги торгівлі державними облігаціями на ринку цінних паперів: у 2017 році рівень торгівлі становив 54,65%, а у 2020 році — вже 82,52%. У 2021–2022 роках продовжувалося збільшення як загального обсягу торгів, так і торгів держоблігаціями. Серед усіх фінансових інструментів за обсягом торгівлі найбільшу частку займали державні облігації. Структура обсягів торгівлі за видами фінансових інструментів наведена на рисунку 2.10.

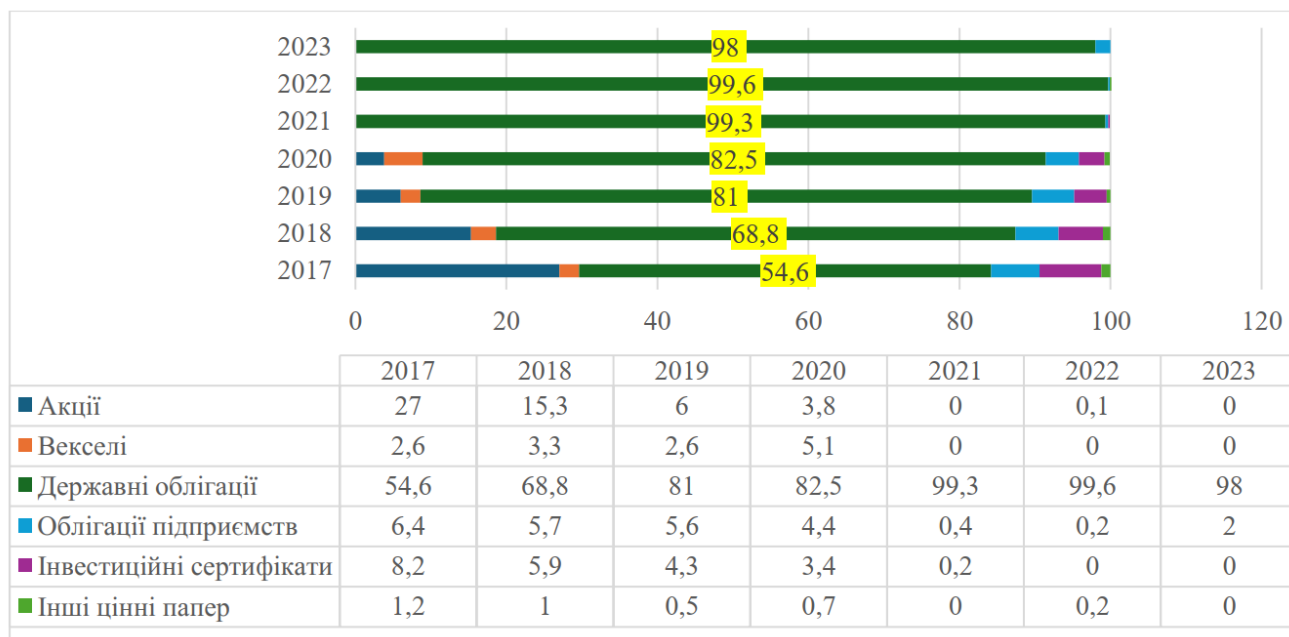


Рис. 2.10. Розподіл за фінансовими інструментами в структурі обсягів торгів на ринку цінних паперів, %

З рисунку 2.10 видно, що протягом певного періоду спостерігається стабільне збільшення частки державних облігацій у торгах порівняно з іншими фінансовими інструментами. З 2017 по 2023 рік цей показник зріс на 43,4% і у 2023 році досяг 98%. Водночас, частка інших цінних паперів на ринку зменшується. Зокрема, частка акцій знизилася на 23,2%, становлячи 3,8% у 2020 році. Останні два роки відзначаються подальшим зростанням частки державних облігацій серед усіх фінансових інструментів, яка на кінець 2022 року сягнула 99% — найвищого показника порівняно з попереднім періодом.

Протягом цього періоду на організованих ринках капіталу найбільший обсяг торгів припадав на ОВДП — 406,0 млрд грн, що становить 93% від загального обсягу торгів фінансовими інструментами у січні–грудні 2023 року. У цей же період спостерігалася концентрація торгівлі цінними паперами на двох основних операторах організованих ринків капіталу — «ПЕРСПЕКТИВА» та «ПФТС», які забезпечили 96,6% вартості торгів фінансовими інструментами.

У січні–грудні 2023 року загальний обсяг торгів фінансовими інструментами склав 1361,54 млрд грн, що на 736,6 млрд грн більше, ніж у відповідному періоді попереднього року. Також обсяг торгів у валюті становив 1,81 млрд доларів США та 95,1 млн євро.

Банки-первинні дилери, як і раніше, залишаються найбільшими утримувачами військових облігацій. Другу позицію за обсягами займає портфель військових ОВДП, що належать громадянам і підприємствам України. Станом на 1 квітня 2024 року ці активи становили: 50,92 млрд грн або 27% від загального обсягу військових облігацій у гривні (для порівняння: 51,89 млрд грн або 29,2% станом на 1 березня); 1,34 млрд дол., що становить 57,8% від загального обсягу військових ОВДП, номінованих у доларах США (проти дол.1,19 млрд або 51,6% на початок березня); 109,9 млн євро — 18,2% від загального обсягу облігацій, номінованих у євро (порівняно з 106,2 млн євро або 17,5% станом на 1 березня).

У квітні 2024 року загальна сума військових облігацій, що перебувають у власності фізичних та юридичних осіб, зросла до 107,8 млрд грн, що більш ніж удвічі перевищує показник за аналогічний місяць попереднього року.

Станом на 1 квітня 2024 року обсяг військових облігацій внутрішньої держпозики, що перебувають у власності нерезидентів, склав 14,61 млрд грн, дол.23,6 млн та 0,1 млн євро — що майже вдвічі більше порівняно з даними на 1 квітня 2023 року.

У березні 2024 року Міністерство фінансів здійснило погашення військових ОВДП на суму 15,93 млрд грн та дол.262,4 млн.

Варто зазначити, що розвиток ринку державних облігацій створює сприятливі умови для залучення коштів від фізичних осіб та інших учасників економіки з метою їх інвестування. Експерти закликають вкладати в облігації військового призначення, підкреслюючи їх доступність, вигідні комісії та високу дохідність, особливо з урахуванням податкових пільг для фізичних осіб щодо ПДФО. Прогнозована дохідність військових ОВДП у гривні на 2024 рік становить близько 20% річних, хоча очікується зниження рівня інфляції в Україні.

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМИ ПОСИЛЕННЯ РОЛІ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ У ФІНАНСУВАННІ ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ

3.1. Формування ефективної стратегії управління внутрішнім державним боргом в Україні

В умовах затяжної війни, зростаючих фіскальних дисбалансів та посиленої залежності від боргового фінансування, проблема ефективного управління внутрішнім державним боргом в Україні набула особливої ваги. Внутрішній борг виступає не лише інструментом покриття дефіциту бюджету, а й важелем впливу на макроекономічну стабільність, інфляційні очікування та довіру до державної фінансової політики. Його значення суттєво зросло після 2022 року, коли зменшився доступ до традиційних зовнішніх запозичень, і внутрішній ринок став основним джерелом фіскальної підтримки.

Формування ефективної стратегії управління внутрішнім державним боргом передбачає системне поєднання інструментів бюджетного та боргового планування з урахуванням ризиків ліквідності, валютних коливань та рівня довіри з боку внутрішніх інвесторів. Особливої уваги набуває питання оптимального термінового профілю боргу – необхідно уникати концентрації погашень у короткостроковому періоді, що може спричинити тиск на державні фінанси та ускладнити рефінансування зобов'язань.

Одним із важливих елементів стратегії є підвищення привабливості державних облігацій для внутрішніх інвесторів, зокрема банків, страхових компаній, інвестиційних фондів та населення. З метою диверсифікації інвесторської бази доцільно розширити лінійку боргових інструментів (ОВДП), включаючи індексовані облігації, воєнні облігації, облігації з фіксованим та

плаваючим купоном. Важливим також є забезпечення прогнозованості аукціонного розміщення, прозорості умов та дотримання фінансової дисципліни.

Особливу увагу слід приділити вдосконаленню нормативно-правового забезпечення функціонування внутрішнього боргового ринку. Створення середньострокової стратегії управління державним боргом із чіткими орієнтирами щодо рівня запозичень, термінів обігу облігацій та частки обслуговування боргу у структурі видатків бюджету має стати обов'язковим інструментом фінансового планування. Досягнення стійкості боргу неможливе без поєднання політики стримування нових запозичень із заходами щодо зростання доходів бюджету.

Важливим фактором успіху є також розбудова ефективної системи моніторингу боргового навантаження та управління борговими ризиками. У цьому контексті доцільно впровадити регулярну оцінку стрес-сценаріїв та аналіз сценаріїв платоспроможності, які враховують можливе зростання ставок, коливання валютного курсу, інфляцію та інші фактори нестабільності. Роль Міністерства фінансів та Національного банку України в координації боргової та монетарної політики є критично важливою для підтримки резильєнтності боргової системи.

Отже, формування ефективної стратегії управління внутрішнім державним боргом України потребує комплексного підходу, що охоплює не лише технічні аспекти запозичень, а й системну модернізацію боргової політики. Така стратегія має ґрунтуватися на принципах прозорості, відповідальності, мінімізації ризиків та забезпечення фінансової безпеки. Лише у разі дотримання вищезазначених підходів можна забезпечити контрольовану динаміку внутрішнього боргу та уникнути боргових криз у майбутньому.

У січні–грудні 2023 року загальний обсяг торгів фінансовими інструментами склав 1361,54 млрд грн, що на 736,6 млрд грн більше, ніж у

відповідному періоді попереднього року. Також обсяг торгів у валюті становив 1,81 млрд доларів США та 95,1 млн євро.

Банки-первинні дилери, як і раніше, залишаються найбільшими утримувачами військових облігацій. Другу позицію за обсягами займає портфель військових ОВДП, що належать громадянам і підприємствам України. Станом на 1 квітня 2024 року ці активи становили: 50,92 млрд грн або 27% від загального обсягу військових облігацій у гривні (для порівняння: 51,89 млрд грн або 29,2% станом на 1 березня); 1,34 млрд дол., що становить 57,8% від загального обсягу військових ОВДП, номінованих у доларах США (проти дол.1,19 млрд або 51,6% на початок березня); 109,9 млн євро — 18,2% від загального обсягу облігацій, номінованих у євро (порівняно з 106,2 млн євро або 17,5% станом на 1 березня).

У квітні 2024 року загальна сума військових облігацій, що перебувають у власності фізичних та юридичних осіб, зросла до 107,8 млрд грн, що більш ніж удвічі перевищує показник за аналогічний місяць попереднього року.

Станом на 1 квітня 2024 року обсяг військових облігацій внутрішньої держпозики, що перебувають у власності нерезидентів, склав 14,61 млрд грн, дол.23,6 млн та 0,1 млн євро — що майже вдвічі більше порівняно з даними на 1 квітня 2023 року.

У березні 2024 року Міністерство фінансів здійснило погашення військових ОВДП на суму 15,93 млрд грн та дол.262,4 млн.

Варто зазначити, що розвиток ринку державних облігацій створює сприятливі умови для залучення коштів від фізичних осіб та інших учасників економіки з метою їх інвестування. Експерти закликають вкладати в облігації військового призначення, підкреслюючи їх доступність, вигідні комісії та високу дохідність, особливо з урахуванням податкових пільг для фізичних осіб щодо ПДФО. Прогнозована дохідність військових ОВДП у гривні на 2024 рік становить близько 20% річних, хоча очікується зниження рівня інфляції в Україні.

Уряд України затвердив стратегію управління державним боргом на 2024–2026 роки [53]. Основна увага у цьому плані приділяється залученню довгострокового зовнішнього фінансування та розширенню частки безповоротної допомоги у вигляді грантів. Також передбачено стимулювання інвестиційної активності та розвиток внутрішнього ринку капіталу.

Фахівці зазначають, що цей період буде вирішальним як з огляду на обмеженість доступу до комерційних кредитів через війну та високі ставки, так і через значні обсяги запланованих виплат за раніше залученими позиками, особливо реструктуризованими.

Критичним показником для боргового навантаження є співвідношення держборгу до ВВП. Для України цей орієнтир становить близько 65%. До війни країні вдавалося утримувати цей рівень здебільшого в межах норми — за винятком 2016 року (81%) та 2017-го (71,8%). Надалі він знижувався до 61% у 2018-му та менш ніж 49% у 2021-му.

Однак військові дії суттєво змінили ситуацію. Внаслідок зростання видатків і падіння економіки держборг на кінець 2023 року сягнув 78,4% ВВП (понад 4 трлн грн), а до жовтня — 4,8 трлн. Очікується, що до кінця року ця цифра перевищить 5 трлн грн. Згідно з прогнозами МВФ, у 2025 році борг перевищить 100% ВВП (88,1% у 2024-му та 98,6% у 2025-му), після чого очікується поступове зниження.

Найбільше навантаження на державний бюджет припаде на 2025 рік, коли потрібно буде виплатити близько 23 млрд доларів. З огляду на малоімовірне завершення війни до середини 2024 року, прогнози залишаються песимістичними. Утім, експерти переконані, що за умови стабільної міжнародної підтримки Україна зможе виконати свої зобов'язання. У 2024–2026 роках обсяг платежів становитиме близько 12% ВВП.

Передбачається зменшення навантаження шляхом укладання нових угод про відтермінування виплат за реструктуризованими борговими зобов'язаннями,

зокрема відповідно до домовленостей "Standstill" щодо єврооблігацій (перші платежі мають початися вже у серпні 2024 року).

Важливу роль у підтримці України відіграють гранти, особливо фінансування зі США, що не підлягає поверненню. Позики від ЄС також не створюють значного тиску на бюджет, оскільки надаються під низькі відсотки з відстрочкою платежів на 10 років і терміном погашення до 30–35 років. Таким чином, протягом перших післявоєнних років обслуговування боргу не стане критичним. У довгостроковій перспективі, у разі вступу до ЄС, Україна зможе розраховувати на допомогу на рівні з іншими державами-членами.

Попри це, питання державного боргу потребує постійної уваги, адже воно пряму впливає на кредитну довіру до України. Уряд прагне заміщувати старі борги новими дешевшими позиками, використовуючи поточну ситуацію для перегляду умов та подовження термінів погашення.

Пріоритетним напрямом залишається співпраця з міжнародними партнерами — МВФ, Світовим банком і ЄС — з метою реалізації реформ у ключових секторах економіки. Це відкріє можливості для отримання додаткового пільгового фінансування та зниження вартості залучення коштів. Наразі пільгові кредити складають уже 46% державного боргу, тоді як до повномасштабної війни — лише чверть.

Окремо підкреслюється необхідність нарощування частки грантової допомоги, особливо у післявоєнний період для фінансування відбудови. Програма передбачає також оновлення графіка погашення боргу після завершення другого етапу реструктуризації.

Відповідно до Меморандуму щодо програми EFF, країни G7 домовилися відкласти виплати до 2027 року. Перемовини з приватними кредиторами мали стартувати наприкінці 2023 – початку 2024 року. Водночас можливе обговорення нових умов із МВФ, оскільки нині кошти, отримані від Фонду, йдуть переважно на погашення старих боргів, а нові кредити видаються під високі ставки та на

короткий термін. Розглядається можливість їх здешевлення за рахунок внесків донорських країн, як це практикувалося під час пандемії.

У 2024 році Україна мала виплатити понад 1 трлн грн за борговими зобов'язаннями. Проте, за даними Мінфіну, обсяг виплат до кінця року сягнув 1 трлн 17 млрд грн: за внутрішніми зобов'язаннями – 589,24 млрд грн (найбільші суми у травні, червні, жовтні та листопаді); погашення основної суми – 384,95 млрд грн, виплата відсотків – 204,29 млрд грн.

Ці зобов'язання переважно покриваються через ОВДП. За зовнішніми позиками заплановано сплатити 427,42 млрд грн (найбільше — у серпні, вересні та листопаді):

погашення основної суми – 179,33 млрд грн,
відсоткові платежі – 248,1 млрд грн.

Основні виплати передбачені за позиками міжнародних організацій, а найбільші відсотки – за комерційними зобов'язаннями.

До складу зовнішнього державного боргу України входять комерційні кредити, отримані переважно від приватних інвесторів, позики від міжнародних фінансових організацій (МФО), а також офіційні міждержавні запозичення, що надаються партнерами України, включаючи окремі країни та міждержавні об'єднання.

Найбільшу частину поточних боргових зобов'язань становлять кредити, отримані від міжнародних фінансових організацій та урядів інших країн.

У 2022 році країни-кредитори України, які входять до Групи семи (G7) та Паризького клубу, погодили відстрочку з обслуговування державного боргу до кінця 2023 року. Згодом, у грудні 2023 року, строк реструктуризації було продовжено до березня 2027 року [58].

З огляду на триваючий збройний конфлікт у 2025 році, Україна продовжує потребувати значного обсягу зовнішнього фінансування, необхідного для покриття бюджетних витрат, підтримання фінансової стабільності та реалізації

заходів із економічного відновлення. З метою структуризації співпраці з міжнародними партнерами було опубліковано оновлений «Меморандум про економічну та фінансову політику», що є основою взаємодії між урядом України, Міжнародним валютним фондом (МВФ) та іншими донорами.

У документі визначено такі ключові напрями боргової політики:

Забезпечення фінансової підтримки з боку ЄС, МФО та двосторонніх донорів задля збереження економічної та фінансової стійкості;

Оновлення Середньострокової стратегії управління державним боргом з урахуванням потреб воєнного часу та перспектив повоєнної відбудови;

Стимулювання повернення інвесторів на внутрішній ринок державних цінних паперів та поступове відновлення доступу до зовнішніх ринків капіталу;

Продовження співпраці з МВФ на засадах прозорості та відкритості;

Забезпечення фінансування заходів із відновлення фіскальної стабільності та досягнення боргової стійкості.

Для збереження боргової стійкості наголошується на обмеженні надання державних гарантій. У той же час, окремі проекти, що фінансуються міжнародними організаціями та іноземними урядами і спрямовані на відновлення та реконструкцію, можуть супроводжуватися відповідними державними гарантіями [58].

Загострення економічної ситуації, обумовлене збройною агресією, та необхідність фінансування значних оборонних витрат зумовлюють потребу в активному залученні зовнішніх ресурсів у 2024 році. Попри складнощі із балансуванням державного бюджету, Україна продовжує сумлінно виконувати свої боргові зобов'язання. Для забезпечення своєчасності розрахунків було створено Фонд обслуговування та погашення державного боргу.

Управління державним боргом вимагає поглиблення інституційного підходу до планування та контролю, що передбачає активне управління

запозиченнями, посилення контролю за їх цільовим використанням та удосконалення механізмів регулювання заборгованості.

Згідно з положеннями Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024–2026 роки [56], найбільші виплати за борговими зобов'язаннями припадають саме на цей період, що зумовлено різким зростанням потреби в борговому фінансуванні внаслідок війни. Середньорічний обсяг платежів у 2024–2026 роках оцінюється на рівні 1184 млрд грн [58] (Таблиця 3.1).

Таблиця 3.1.

Виплати за державним боргом України у 2023–2026 роках (за поточними зобов'язаннями)

Виплати за державним боргом	2023	2024	2025	2026
Всього, млрд. грн.	721	1028	1189	1184
Виплати за державним боргом у ВВП, %	11,1	13,4	13,3	11,7
Виплати за державним боргом відносно доходів державного бюджету, %	25,3	32,2	32,4	28,6

Джерело: розраховано автором за даними [44, 58]

Скорочення ризиків, пов'язаних із піковими обсягами рефінансування державного боргу, можливе шляхом залучення довгострокових пільгових запозичень (із терміном погашення понад п'ять років), а також реалізації заходів з ефективного управління борговими зобов'язаннями у найближчій перспективі. Такі дії сприятимуть мінімізації ризику рефінансування у коротко- та середньостроковому періодах. До інструментів управління боргом належать операції з дострокового рефінансування внутрішніх і зовнішніх боргів, що дає змогу оптимізувати графік виплат, зменшити борговий тиск на бюджет, подовжити середньозважений строк обігу зобов'язань та знизити середню вартість державних запозичень.

Обсяг державного боргу на кінець 2025 року визначатиметься низкою ключових чинників, зокрема:

обсягами залучених фінансових ресурсів, включаючи кредити, позики та грантову допомогу з боку міжнародних партнерів;

відхиленням фактичного валютного курсу гривні від прогнозного, який був врахований при формуванні державного бюджету на 2025 рік;

проведенням капіталізації державних банків, суб'єктів державного сектору економіки та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

З метою підвищення ефективності управління зовнішнім боргом і забезпечення фінансової стабільності державного бюджету, доцільно вжити наступних заходів:

стимулювання економічного зростання, що сприятиме збільшенню податкових надходжень, зменшенню потреби у зовнішніх запозиченнях і зниженню боргового навантаження;

розширення податкової бази та підвищення ефективності адміністрування податків і зборів для посилення фіскального потенціалу;

проведення реструктуризації зовнішнього боргу з урахуванням сучасних викликів, пов'язаних із воєнними діями та економічною нестабільністю;

посилення інституційної спроможності Агентства з управління державним боргом України, з метою забезпечення прозорості, ефективності та своєчасності управлінських рішень;

активізація міжнародного співробітництва з організаціями та урядами іноземних країн для повернення конфіскованих і заарештованих активів, які можуть бути спрямовані на фінансування бюджетних потреб.

Ефективне розв'язання боргових проблем відіграє важливу роль у формуванні позитивного міжнародного іміджу України, зміцненні національної валюти, стабілізації рівня процентних ставок, покращенні інвестиційного клімату та підвищенні довіри з боку внутрішніх і зовнішніх кредиторів.

3.2. Потенціал внутрішніх запозичень у забезпеченні фінансових потреб післявоєнного відновлення

З початком повномасштабної агресії Україна зазнала прямих економічних збитків на сотні мільярдів доларів США, і, за інформацією представників спеціальних служб, ворог не має наміру припиняти бойові дії. Існує висока ймовірність продовження цілеспрямованих атак на критичну інфраструктуру держави. Унаслідок війни спостерігається безпрецедентне зростання обсягу державного боргу. Відтак у пріоритеті державної політики постає необхідність відновлення зруйнованих об'єктів інфраструктури та реалізація заходів із реструктуризації державного боргу, який досяг рекордних обсягів.

У зв'язку з цим доцільним виглядає врахування світового досвіду впровадження концепції "зеленого" відновлення, яка набуває дедалі більшого поширення у міжнародній практиці. Її суть полягає у можливості списання частини боргових зобов'язань держави в обмін на реалізацію проєктів, спрямованих на охорону довкілля або пом'якшення наслідків змін клімату, з використанням вивільнених ресурсів.

Оцінкою збитків, завданих російською збройною агресією, займаються як українські, так і міжнародні організації. Згідно з оцінками Програми розвитку ООН та Світового банку, втрати енергетичної інфраструктури України — електроенергетики, газової та теплової галузей — становлять орієнтовно 10 мільярдів доларів США. Разом із тим представники державних органів наголошують, що надані розрахунки є попередніми, і точний обсяг збитків можна буде встановити лише після завершення бойових дій та деокупації всієї території, зокрема об'єктів енергетичного комплексу, включаючи ЗАЕС, що істотно впливає на загальний розмір втрат.

Очевидним є факт, що післявоєнне відновлення України потребуватиме колосальних фінансових ресурсів — обсягом у сотні мільярдів доларів США. В

умовах пошуку нових джерел фінансування важливу роль можуть відіграти "зелені" облігації, які набувають зростаючої популярності як інструмент залучення коштів на реалізацію проєктів сталого розвитку. Попри те, що в Україні ринок таких цінних паперів ще перебуває на етапі становлення, інтерес до нього поступово зростає.

"Зелені" облігації є борговими інструментами, випуск яких здійснюється з метою акумулювання коштів на реалізацію екологічних проєктів, спрямованих на покращення стану довкілля та зменшення негативного антропогенного впливу (рис. 3.1). Отримані інвестиції мають цільове призначення та спрямовуються виключно на підтримку екологічно сталих ініціатив.



Рис. 3.1. Тенденції світового ринку зелених облігацій

Аналізуючи світовий досвід, варто зазначити, що станом на 1 січня 2024 року організацією Climate Bonds Initiative було зафіксовано понад 43 000 погоджених фінансових інструментів категорії GSS+ (Green, Social, Sustainability та інші) загальним обсягом 4,4 трильйона доларів США.

Упродовж 2023 року випуски кліматичних облігацій сягнули 870 мільярдів доларів США, що на 3% перевищує показник 2022 року, коли обсяг становив 842,8 мільярда доларів. Значна частка залучених коштів — близько 67,5% — припадає на "зелені" облігації, обсяг яких склав 587,6 мільярда доларів, що свідчить про зростання на 15% у порівнянні з попереднім роком.

Водночас спостерігалось скорочення обсягів соціальних облігацій та облігацій сталого розвитку: на 7% та 30% відповідно порівняно з аналогічним періодом 2022 року. Найменший сегмент ринку — облігації зі стимулами до сталого розвитку (Sustainability-Linked Bonds, SLB) — демонстрував динамічне зростання: їх обсяг збільшився на 83%, досягнувши 21,4 мільярда доларів США у 2023 році порівняно з 11,7 мільярда доларів у 2022 році. Climate Bonds прогнозує прискорення темпів зростання сегменту SLB у 2024 році.

Європейський Союз відіграє активну роль у стимулюванні розвитку ринку зелених облігацій, зокрема через впровадження нормативно-правового регулювання, таксономії сталого фінансування та процесів стандартизації. Єврокомісія реалізує комплексну стратегію щодо активізації "зелених" інвестицій, ключовим елементом якої є Європейський зелений курс. Ця ініціатива передбачає мобілізацію сотень мільярдів євро задля досягнення цілей сталого розвитку.

Обсяг випуску інструментів GSS+ у 2023 році досяг позначки 870 мільярдів доларів США, що підтверджує стійке зростання інтересу до інвестицій, орієнтованих на екологічні, соціальні та управлінські критерії.

Рекомендації Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) щодо випуску "зелених" облігацій орієнтовані передусім на фінансування проєктів, що мають екологічне спрямування. До таких належать ініціативи в галузях альтернативної енергетики, підвищення енергоефективності, скорочення, утилізації та переробки відходів, впровадження екологічно чистого транспорту, розвиток органічного землеробства, збереження біорізноманіття,

водних і земельних ресурсів, а також адаптація до змін клімату. Крім того, важливою метою є реалізація проєктів, спрямованих на впровадження екологічних стандартів та зниження рівня шкідливих викидів у довкілля.

За оцінками, загальна потреба України у фінансуванні заходів з відновлення, включаючи сталий розвиток, становить близько 411 млрд доларів США. Цілі сталого фінансування, які передбачаються у рамках випуску "зелених" облігацій, повністю відповідають стратегічним орієнтирам екологічної політики, зокрема:

- переорієнтація фінансових потоків на проєкти сталого та інклюзивного зростання;

- управління ризиками, що виникають внаслідок змін клімату, виснаження природних ресурсів, деградації довкілля та соціальних проблем;

- підвищення прозорості у сфері фінансів та економіки з акцентом на довгостроковий ефект інвестування в екологічні та соціально значущі ініціативи.

Кошти, отримані від розміщення зелених облігацій, можуть бути спрямовані на фінансування або рефінансування витрат, пов'язаних із реалізацією екологічних проєктів, зокрема у сферах "чистої" енергетики, зменшення шкідливих викидів, розвитку зеленого транспорту, екофермерства та охорони природного середовища.

До повномасштабного вторгнення РФ в Україну очікувалося, що до 2030 року обсяг залучених коштів шляхом випуску "зелених" облігацій сягне 36 млрд доларів США. За оцінками Міжнародної фінансової корпорації (IFC), потенціал українського ринку енергоефективних та "зелених" технологій до 2030 року оцінювався в 73 млрд доларів США.

Основу нормативних рекомендацій НКЦПФР становлять міжнародні стандарти та національні акти, зокрема:

- принципи випуску зелених облігацій;

- регламент та Стандарт ЄС щодо "зелених" облігацій;

міжнародні стандарти Climate Bonds Initiative та механізми сертифікації; законодавчі акти України; рекомендації Мережі сталого банкінгу та фінансів (SBFN) та нормативні документи країн-учасниць.

Ринок облігацій внутрішніх державних позик України посідає ключове місце у фінансовій архітектурі країни, забезпечуючи уряд необхідними коштами для реалізації соціально-економічних ініціатив. Незважаючи на його значний потенціал до стабільного зростання, цей сегмент фінансового ринку стикається з низкою суттєвих викликів, що стримують ефективність його функціонування та перспективний розвиток.

Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів свідчить про наявність низки системних проблем, зокрема: недосконалість законодавчого регулювання; слабо розвинена інфраструктура розміщення та обігу цінних паперів; обмежена лінійка доступних інструментів; низький рівень довіри з боку населення до фінансової системи загалом.

Зокрема, повільне реагування законодавчих органів на динамічні зміни ринкових умов обмежує адаптивність механізмів регулювання. Для подолання цієї проблеми доцільним є врахування кращих міжнародних практик і впровадження норм глобального фінансового управління.

Крім того, недостатньо розвинута система первинного та вторинного розміщення державних цінних паперів ускладнює доступ інвесторів до цих інструментів. Оптимізація інфраструктури цього ринку передбачає створення зручних сервісів для приватних інвесторів, підвищення прозорості у розкритті інформації щодо емісій та запровадження більш жорстких вимог до емітентів.

Ще однією важливою перешкодою є низький рівень довіри населення до фінансового ринку, що обумовлений недостатньою обізнаністю громадян щодо механізмів його функціонування, а також побоюваннями щодо неспроможності держави своєчасно виконати свої боргові зобов'язання.

Водночас, розвиток ринку внутрішніх державних облігацій створює потенціал для залучення заощаджень домогосподарств та фінансових ресурсів інших економічних агентів до інвестиційного процесу. Проте для забезпечення ефективного функціонування цього сегмента необхідно дотримуватись певних умов (див. рис. 3.2), що сприятимуть його подальшій стабілізації та зростанню.

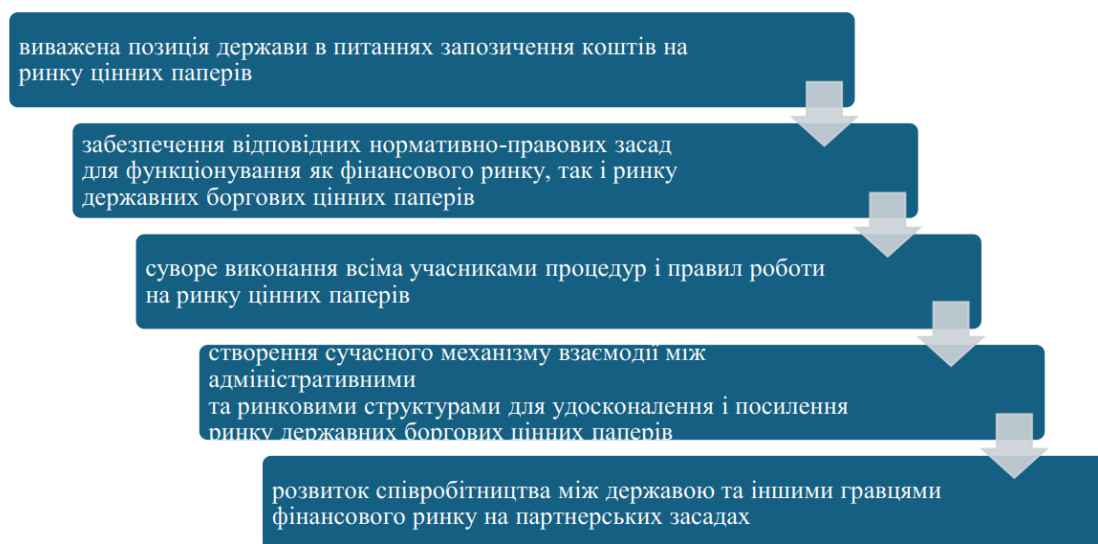


Рис. 3.2. Фактори, що забезпечують результативне функціонування ринку державних боргових інструментів

Джерело: складено автором на основі [59]

Варто підкреслити, що розвиток ринку державних облігацій відіграє надзвичайно важливу роль у формуванні системного підходу до управління борговими інструментами. Активний та ефективний ринок державних облігацій із широким спектром строків погашення створює підґрунтя для побудови кривої дохідності, яка виконує роль базового орієнтира для всього ринку цінних паперів. Формування такої кривої дохідності за державними зобов'язаннями забезпечує основу для справедливого ціноутворення на корпоративні цінні папери. У зв'язку з відсутністю кредитного ризику, притаманного державним облігаціям, їх ринкова вартість є відправною точкою для побудови кривої дохідності, яка відображає дохідність фінансових інструментів із найнижчим рівнем ризику на різні терміни.

Аналіз ключових параметрів функціонування ринку ОВДП дає змогу виокремити характерні риси вітчизняного ринку державних боргових цінних паперів і його основних учасників, що відображено на рисунку 3.3.

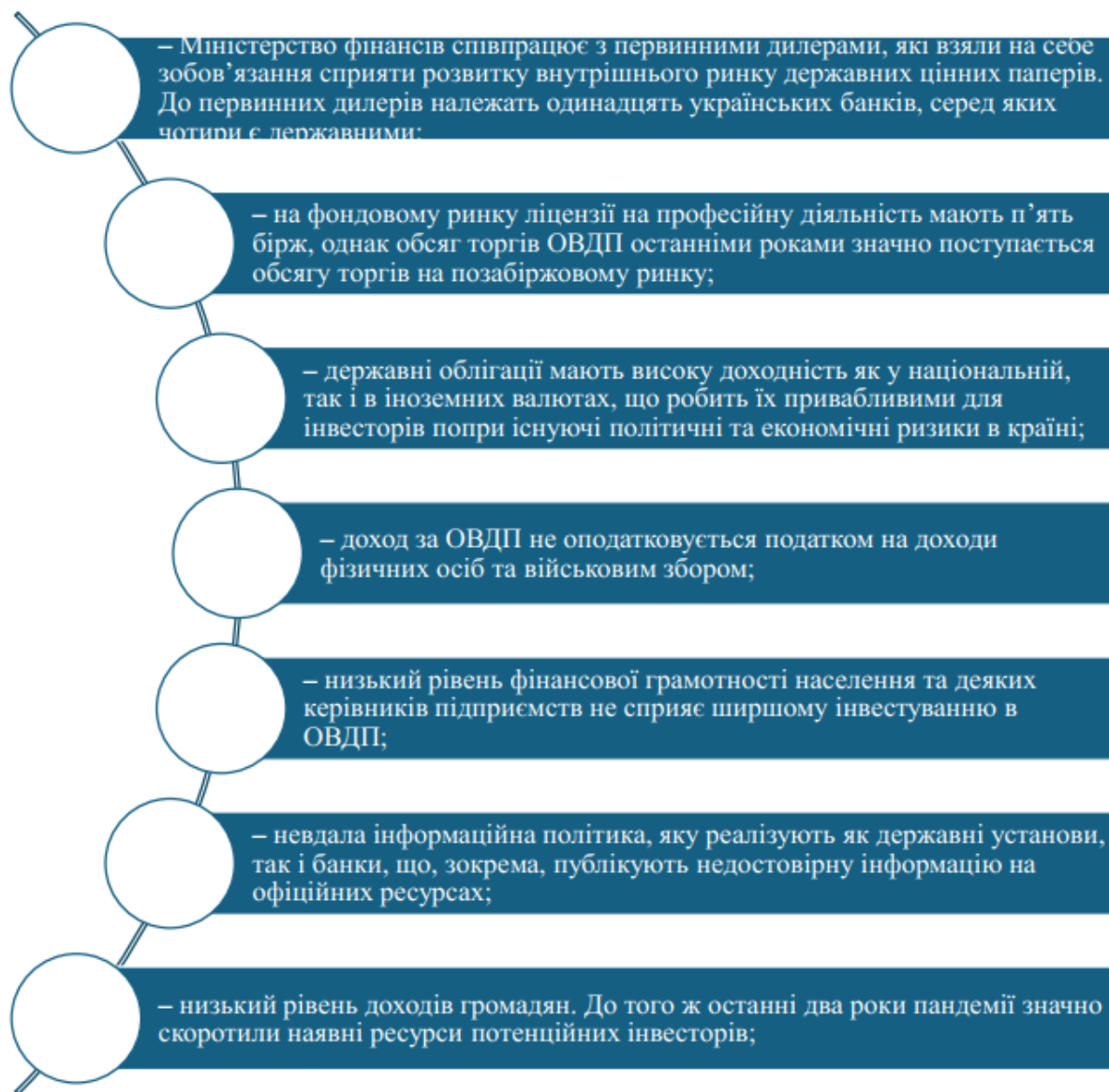


Рис. 3.3. Характеристики вітчизняного ринку державних цінних паперів та його учасників

Джерело: систематизовано автором за даними [53, 55, 59, 60]

Варто підкреслити, що подолання актуальних проблем, з якими стикається ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) в Україні, значною мірою

залежить від загального економічного та політичного контексту в країні. Стабілізація й розвиток фінансового ринку, зокрема його важливої складової — ринку цінних паперів, можливі лише за умов сталого економічного зростання.

Система управління внутрішнім державним боргом передбачає використання специфічного набору інструментів та підходів, спрямованих на мобілізацію фінансових ресурсів на внутрішньому ринку для реалізації пріоритетів боргової політики. Зокрема:

- Міністерство фінансів активно співпрацює з первинними дилерами — одинадцятьма українськими банками, з яких чотири мають державну форму власності, що взяли на себе зобов’язання підтримувати розвиток внутрішнього ринку ОВДП;

- на фондовому ринку функціонують п’ять ліцензованих бірж, утім обсяги торгів ОВДП на біржовому сегменті суттєво поступаються обсягам позабіржових операцій;

- державні облігації залишаються інвестиційно привабливими завдяки високому рівню дохідності як у національній, так і в іноземній валюті, незважаючи на існуючі економічні та політичні ризики;

- доходи від інвестування в ОВДП звільнені від оподаткування податком на доходи фізичних осіб і військовим збором;

- низький рівень фінансової обізнаності населення й окремих управлінців обмежує ширше залучення інвесторів до ринку ОВДП;

- неефективна інформаційна політика державних інституцій та банків, зокрема поширення недостовірної інформації через офіційні джерела, створює бар’єри для довіри;

- загальне зниження доходів населення, посилене наслідками пандемії, зменшило обсяг доступних інвестиційних ресурсів.

Для стимулювання розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів доцільно вжити низку заходів:

Розширити лінійку ОВДП, пропонуючи цінні папери з різними термінами обігу, що відповідатимуть державному графіку запозичень, а також упровадити ринкові механізми ціноутворення з урахуванням інтересів інвесторів.

Чітко ідентифікувати боргові ризики та управляти ними задля ефективного використання бюджетних коштів і зменшення відсоткового навантаження.

Підвищити ліквідність державних цінних паперів.

Формувати позитивний імідж України як надійного емітента через забезпечення прозорості та передбачуваності державних запозичень і активізацію біржового обігу ОВДП.

Розвинений ринок державних облігацій також відіграє критично важливу роль у регулюванні рівня ліквідності у фінансовій системі. В умовах зростання економічної активності контроль за ліквідністю стає дедалі складнішим завданням для центрального банку. Відсутність повноцінного ринку середньо- та довгострокових державних паперів, а також переважання короткострокових інструментів, обмежує інструментарій регулятора. Надмірне використання короткострокових ОВДП веде до зростання короткострокових ставок і стимулює переорієнтацію інвестицій саме на ці інструменти, що може призвести до дисбалансів у структурі капіталу. У зв'язку з цим важливо активізувати емісію середньо- та довгострокових паперів для зменшення таких ризиків [74].

Оскільки можливості повноцінного управління ризиками державного боргу в умовах воєнного стану є обмеженими, необхідно впроваджувати адаптивні механізми їх мінімізації, зокрема шляхом коригування структури випуску ОВДП:

Ризик рефінансування — зменшення залежності від короткострокових зобов'язань шляхом випуску облігацій із довшими термінами погашення та поступового скорочення частки короткострокових ОВДП. Залучення пільгового довгострокового фінансування дозволить подовжити середньозважений строк обігу державного боргу.

Відсотковий ризик — очікуване зниження ставок за ОВДП унаслідок зниження інфляції та зменшення облікової ставки НБУ.

Ризик ліквідності — удосконалення графіку обслуговування боргових зобов'язань для уникнення пікових навантажень.

Валютний ризик — пріоритетне залучення запозичень у національній валюті задля забезпечення роловеру гривневих ОВДП. Залучення іноземної валюти здійснюється виключно в обсягах, необхідних для виконання чинних валютних зобов'язань, що мінімізує валютні ризики в поточному році.

ВИСНОВКИ

Узагальнюючи результати проведеного дослідження, можна сформулювати такі ключові висновки:

В роботі розкрито основні функціональні аспекти та завдання ринку державних цінних паперів в Україні. Державні боргові інструменти формують окремий сегмент цього ринку, в межах якого здійснюються угоди щодо запозичень та мобілізації фінансових ресурсів. Основні функції ринку охоплюють залучення коштів, здійснення розрахункових операцій, перерозподіл ресурсів та регуляторні механізми. Серед основних причин випуску державних цінних паперів виділено: вплив на обсяг грошової маси; рефінансування раніше випущених боргових зобов'язань; касове забезпечення бюджету; згладжування податкових надходжень протягом року; забезпечення ліквідності банківського сектору шляхом інвестування в державні папери з мінімальними ризиками.

Проаналізовано місце облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у структурі національного ринку державних цінних паперів. Зазначено, що залучення коштів через випуск ОВДП є фінансово вигіднішим, ніж банківські кредити. Це обумовлює домінування цього інструменту в структурі державного боргу. Досвід зарубіжних країн підтверджує високу ліквідність та інвестиційну привабливість таких облігацій як для інституційних, так і для приватних інвесторів.

Досліджено особливості боргової політики України в умовах війни. Дефіцит покривався за рахунок грантів, внутрішніх і зовнішніх позик. З огляду на наростання боргового навантаження та невизначеність економічних перспектив, існує висока ймовірність боргової кризи.

Оцінено рівень фінансової безпеки ринку державних цінних паперів у воєнний період. Задля уникнення знецінення паперів, НБУ та комерційні банки не здійснювали масових розпродажів, натомість збільшили частку таких активів

у своїх портфелях. НБУ запровадив щоденне визначення справедливої вартості цінних паперів для прозорого ринкового оцінювання. Крім того, НКЦПФР забезпечила додаткові можливості для інвесторів, включаючи спрощене розміщення паперів та активізацію депозитарної інфраструктури.

Проаналізовано вплив воєнного стану на динаміку ринку ОВДП. Емісія ОВДП виявилася економічно доцільною стратегією фінансування, що демонструє стабільне зростання обсягів. Так, у 2020 році їх випущено на суму понад 265 млрд грн, у 2022 році — понад 594 млрд грн, у 2023 — понад 401 млрд грн. За I квартал 2024 року розміщено ОВДП на понад 95 млрд грн, кошти з яких було спрямовано до держбюджету. З 2017 по 2024 роки спостерігалось поступове зростання обсягів торгівлі цими паперами.

Розкрито стратегічні напрями управління державним боргом України. У структурі зовнішньої допомоги значна частка припадає на гранти, зокрема від США. Позики від ЄС надаються на довгостроковій основі з низькими відсотковими ставками, що мінімізує борговий тиск. Урядова стратегія передбачає оптимізацію боргового портфеля, переорієнтацію на довгострокові кредити та залучення безповоротної допомоги. Акцент зроблено на тіснішій співпраці з МВФ, МБРР та ЄС задля структурних реформ у ключових секторах економіки.

Окреслено значення боргових цінних паперів у фінансуванні повоєнного відновлення. Пріоритетними завданнями держави мають стати реконструкція інфраструктури та реструктуризація боргу. Доцільним виглядає залучення механізмів "зеленого" відновлення, зокрема обмін боргу на природоохоронні ініціативи. Це передбачає співпрацю з міжнародними фондами, зокрема Green Climate Fund, для фінансування проєктів у сфері довкілля з паралельним залученням приватних інвестицій.

Виявлено проблеми та можливості розвитку ринку ОВДП. До основних викликів належать: повільне реагування регуляторів на ринкові зміни,

недосконалість інфраструктури первинного та вторинного ринку, обмежений доступ приватних інвесторів, а також низький рівень довіри до фінансового ринку серед населення. Подолання цих проблем можливе через запозичення міжнародного досвіду, удосконалення інформаційної політики, зміцнення інституційної спроможності та підвищення фінансової грамотності громадян.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Blanchard, O. "Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates," Tech. rep., Policy Briefs PB19-2, Peterson Institute for International Economics. 2019: URL: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/public-debt-fiscal-and-welfare-costs-time-low-interest-rates> (дата звернення: 12.04.2025)
2. Bondaruk T., Medynska T., Nikonenko U., Melnychuk I., Loboda N. Fiscal policy as a guarantee of sustainable development under military conditions. *International Journal of Sustainable Development and Planning*. 2023 Vol. 18. № 4. Pp. 1097-1102. URL: <https://doi.org/10.18280/ijstdp.180412>; <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=57219844998>
3. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75-92. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2018_4_7
4. Богдан Т. П. Державний борг і позики під час війни та методи їх поствоєнного врегулювання. *Фінанси України*. 2022. №. 4. С. 27-45. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2022.04.027>
5. Богдан Т. П. Рятівне коло й побічні наслідки зовнішнього фінансування України. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/01/30/696492/>
6. Богріновцева, Л., & Ключка, О. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2023. №53. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-14> (дата звернення: 1.04.24)
7. Бондарук Т.Г. Державний борг України: механізм управління та обслуговування : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.04.01. Київ, 2001. 19 с.

8. Бондарук Т.Г., Богріновцева Л.М. Роль ринку цінних паперів як джерела фінансування державного боргу. *Інтернаука. Серія: Економічні науки*. 2023. №7. URL: <https://www.inter-nauka.com/uploads/public/16905405619086.pdf>
9. Бондарук Т.Г., Бондарук О.С., Мельничук Н. Ю. Державний борг України та видатки бюджету на його обслуговування. *Статистика України*. 2018. № 1. С. 30-39. URL: <https://su-journal.com.ua/index.php/journal/article/view/169/148>
10. Бондарук Т. Фіскальна політика поствоєнного економічного відновлення та її вплив на розвиток економіки територій. *Економічні горизонти*. 2024. №2-3(28). С. 179–189. [https://doi.org/10.31499/2616-5236.3\(28\).2024.309548](https://doi.org/10.31499/2616-5236.3(28).2024.309548)
11. Бондарук Т. Г. Внутрішній борг України та проблеми його регулювання. *Наукові праці НДФІ*. 1998. Вип. 6. С. 40-45
12. Бондарук Т. Г. Державний борг в контексті економічної безпеки. *Гуманітарні науки: проблеми, пошуки, перспективи*. 2000. С.30-35
13. Бондарук Т. Г. Державні позики в системі державних фінансів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2002. Вип. 17. С. 45-52
14. Бондарук Т. Г. Динаміка формування зовнішньої заборгованості України. *Збірник наукових праць НДЕІ*. 2000. Вип. 11. С. 182-186
15. Бондарук Т. Г. Зарубіжний досвід використання механізму управління і обслуговування державного зовнішнього боргу та можливості його застосування в Україні. *Збірник наукових праць Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України*. 2003. Вип. 34. С. 187-193
16. Бондарук Т. Г. Зовнішній державний борг України та механізм його обслуговування. *Фінанси України*. 1999. № 5. С. 94-102
17. Бондарук Т. Г. Місцеві позики як інструмент залучення зовнішніх інвестицій. *Ринкова трансформація економіки України: проблеми регулювання: кол. моногр.* Київ : НДЕІ, 2005. С. 504-514.

18. Бондарук Т. Г. Проблеми обслуговування державного зовнішнього боргу України. *Вісник Тернопільської академії народного господарства*. 2000. Вип. 16. С. 119-120
19. Бондарук Т. Г. Розвиток державного кредиту в Україні. *Збірник наукових праць вчених*. 1997. Вип. 6. С. 36-40
20. Бондарук Т. Г., Степаненко В.О. Проблеми утворення та обслуговування державного внутрішнього боргу. *Фінанси України*. 1998. №4. С. 5-10
21. Бондарук Т., Чеховська М., Бондарук О. Економічна безпека України під час військових дій: виклики та шляхи протидії. *Економічні горизонти*. 2024. №1(27). С. 129–141. URL: [https://doi.org/10.31499/2616-5236.1\(27\).2024.299201](https://doi.org/10.31499/2616-5236.1(27).2024.299201)
22. Боргова статистика Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/borgova-politika>.
23. Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. 712 с.
24. Боргові платежі та прогнози. *Міністерство фінансів України*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi>
25. Бондарук Т.Г., Бондарук О.С., Мельничук Н. Ю. Державний борг України та видатки бюджету на його обслуговування. *Статистика України*. 2018. № 1. С. 30-39. URL: <https://su-journal.com.ua/index.php/journal/article/view/169/148>
26. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>
27. Інноватика на фінансових ринках : монографія / за наук. ред. д.е.н., проф. С.В. Онишко. Ірпінь : УДФСУ, 2018. 466 с.
28. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки. Київ: Альтерпрес, 2000. 152 с.

29. Виклюк М. І. Система управління державним боргом України. *Ефективна економіка*. 2012. №11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1585>.
30. Власенко Т. А. Управління державним боргом: сутність поняття та обґрунтування методів реструктуризації. *Бізнесінформ*. 2015. №10. С. 310-317.
31. Гайбура Ю. А. Управління державним боргом України: стан і перспективи. *Подільський вісник: сільське господарство, техніка, економіка*. 2024. №1(42). URL: <https://doi.org/10.37406/2706-9052-2024-1.12>
32. Ганцяк М. О. Державний борг і кредит: особливості прояву макроекономічних ефектів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2019. № 11. С. 50–58. URL: <http://doi.org/10.5281/zenodo.3606196>
33. Ганцяк М. О., Вергелюк Ю. Ю. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору. *Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій: монографія / за науковою редакцією д.е.н., професора, заслуженого діяча науки і техніки України С. В. Онишко*. Ірпінь : Державний податковий університет. 2023. С. 525-549.
34. Ганцяк М. О., Мамонова Г. В. Ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу України та Польщі. *Науково-виробничий журнал «Бізнес-навігатор»*. 2022. №1(68). DOI: <https://doi.org/10.32847/business-navigator.68-23>
35. Державний борг та гарантований державою борг. Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg_osn_inf.
36. Інформація щодо виконання Зведеного та Державного бюджетів України. *Міністерство фінансів України*. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/budget_2023-582

37. Колобов Ю. Управління державним боргом в контексті пріоритетів боргової політики України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2014. № 1 (154). С. 18-22.

38. Крайчак Є. Оцінка рівня зовнішнього державного боргового навантаження України. *Ринок цінних паперів України*. 2017. №5-6. URL: <http://securities.usmdi.org/?p=22&n=101&s=1012>

39. Кремень О., Швидка В. Військові облигації як інструмент фінансування видатків державного бюджету України в умовах воєнного часу. *Проблеми інтеграції освіти, науки та бізнесу в умовах глобалізації* : тези доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 7 жовтня 2022 року). Київ : КНУТД, 2022. С. 98–100

40. Лист про наміри та Меморандум про економічну і фінансову політику від 11 березня 2024 року. Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/memorandum_of_economic_financial_policies-677

41. Мелих О. Ю. Державний кредит і сучасний стан державного боргу України. *Ефективна економіка*. 2019. №12. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/12_2019/85.pdf.

42. Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу у вимірі України. *Національний інститут стратегічних досліджень*. 27.06.2022. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/mizhnarodnyy-dosvid-restrukturyzatsiyi-derzhavnoho-borhu-u-vymiri-ukrayiny>

43. Мунько А. Особливості управління державним боргом України до та після введення воєнного стану. *Науковий вісник: Державне управління*. 2023. №2 (14). URL: <https://nvdu.undicz.org.ua/index.php/nvdu/article/view/325/289>

44. Наглядова статистика Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

45. Обушний С. М., Дзядевич Л. В. Управління зовнішнім державним боргом України. *Європейський науковий журнал економічних та фінансових інновацій*. 2018. №1. DOI: <https://doi.org/10.32750/2018-0103>.
46. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills>
47. ОЗДП. Міністерство фінансів України URL: <https://mof.gov.ua/uk/ozdp>
48. Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості в умовах воєнного стану в Україні. *Національний інститут стратегічних досліджень*. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2023-02/finmonitoring_4_pdf.pdf
49. Онишко С. В. Роль державних цінних паперів у реструктуризації боргових зобов'язань України. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. №. 4(2). С. 65-69.
50. Петренко І. П. Видова систематизація боргових цінних паперів Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана URL: <https://sworld.education/simpoz7/13>. Pdf
51. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики “Військові облігації”: Постанова Кабінету міністрів України: за станом на 9 червня 2022р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF#Text>
52. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021-2024 роки: постанова КМУ від 9 грудня 2021 р. № 1291. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1291-2021-%D0%BF#Text>.
53. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки: Постанова Кабінету міністрів України від 27 жовтня 2023 р. № 1117. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-zatverdzhennia-serednostrokovoi-stratehii-upravlinnia-derzhavnym-borhom-na-20242026-roky-1117-271023>

54. Про утворення Агентства з управління державним боргом України: Постанова Кабінету міністрів України від 12 лютого 2020 р. № 127. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-%D0%BF#Text>
55. Савченко М. В., Біла І. В. Реструктуризація боргів: перспективи для України. *Економіка і організація управління*. 2023. С. 88-95. URL: <https://doi.org/10.31558/2307-2318.2022.4.10>
56. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS2024-2026.pdf>
57. Слав'юк Н. Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни. — Київ: НаУКМА, 2019. — 172 с.
58. Статистика державного бюджету України по роках. *Міністерство фінансів України*. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/budget_2023-582
59. Стеценко, Б. ., Буряченко, А. ., Захожай, К. ., Прісняк, С. Боргова безпека України: ключові імперативи воєнного стану. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. №1. Р. 194–199. <https://doi.org/10.31891/mdes/2023-7-27>(дата звернення: 25.04.2025)
60. Трофімчук М., Трофімчук О. Особливості управління державним боргом України в умовах війни. *Вісник економіки*. 2023. Вип. 3. С. 198–211. URL: <https://doi.org/10.35774/visnyk2023.03.198>
61. Федоров В. А. Роль боргових зобов'язань у формуванні ефективної державної політики: зарубіжний досвід та рекомендації для України. Ідея і дія : колективна монографія / за заг. ред. О. А. Івакіна, Д .В. Яковлева. Херсон : Видавничий дім "Гельветика", 2017. С. 153-167.