



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Чорноморський національний університет
імені Петра Могили

Кафедра фінансів і кредиту

Расулов Мірсамір Ахмед огли

Внутрішні державні запозичення України в умовах
воєнного стану

Кваліфікаційна робота магістра на здобуття
ступеня вищої освіти магістр
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»
за освітньо-професійною програмою «Фінанси і кредит з поглибленим
вивченням іноземної мови»

Керівник кваліфікаційної роботи магістра:
канд. екон. наук, доцент Васильєв А.А.
Рецензент:
д-р. екон. наук, професор Великий Ю.В.

Миколаїв 2024

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ	8
1.1. Сутність та основні поняття державного боргу.....	8
1.2. Особливості внутрішніх державних запозичень як джерела наповнення бюджету	16
2. МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ РОЛІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ	23
3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ РОЛІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ	31
3.1. Аналіз динаміки показників залучення внутрішніх запозичень до Державного бюджету України	31
3.2. Кореляційно-регресійна модель впливу обсягів викуплених ОВДП на фінансову стабільність в Україні	45
4. ОЦІНКА РЕЗУЛЬТАТІВ ТА ОБҐРУНТУВАННЯ НАПРЯМКІВ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ	52
ВИСНОВКИ	69
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	74

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У зв'язку з початком повномасштабної війни, Україна зіткнулася з безпрецедентними викликами, що суттєво вплинули на економічну стабільність держави. Зростаючі військові витрати, руйнування інфраструктури та скорочення економічної активності створили гостру потребу в додаткових фінансових ресурсах для підтримки національної економіки та забезпечення обороноздатності країни.

В умовах обмеженого доступу до зовнішніх ринків капіталу, внутрішні державні запозичення стали важливим інструментом мобілізації коштів для покриття дефіциту бюджету, який суттєво зростає через необхідність фінансування оборонних витрат, соціальних програм, відновлення інфраструктури та інших невідкладних потреб. Для покриття цього дефіциту держава змушена шукати різні джерела фінансування, серед яких особливе місце займають внутрішні державні запозичення.

Однак, у поточних умовах обмежених ресурсів і підвищених ризиків виникає низка проблем, пов'язаних з ефективністю використання внутрішніх запозичень, їх впливом на макроекономічну стабільність, інвестиційну привабливість та забезпечення довгострокової фінансової безпеки країни. З огляду на це, важливим є залучення внутрішніх боргових ресурсів для стабілізації ситуації з дефіцитом бюджету.

Особливості наповнення державного бюджету за допомогою ОВДП досліджували такі науковці: Береславська О. І., яка аналізувала банківські заощадження домогосподарств під час кризових станів; Браткова І. М., яка здійснила аналіз та оцінку ОВДП як інвестиційного інструменту; Житар М. О., яка проаналізувала активізацію ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструмент впливу на економіку України; Мединська Т. В., яка аналізувала облігації внутрішньої державної позики як інструмент інвестування в економіку

України в умовах війни; Пернарівський О. В., який аналізував державні облигації як інвестиційний інструмент для населення в умовах цифровізації та воєнного стану; Федевич Л. С., який аналізував облигації внутрішньої державної позики як інструмент для інвестицій та підтримки економіки України; Хома І. Б., який аналізував особливості діяльності вітчизняного ринку облигацій внутрішньої державної позики в умовах воєнного стану; та інші науковці. Незважаючи на велику кількість наукових праць, які присвячені дослідженню особливостей ОВДП та наповнення бюджету за допомогою них, невирішеним поки що залишається визначення значущості військових ОВДП для скорочення державного бюджету, який посилюється внаслідок війни.

Гіпотеза дослідження полягає в тому, що внутрішні державні запозичення суттєво впливають на макрофінансову стабільність держави під час воєнного стану, проте надмірне їх залучення призводить до підвищення рівня інфляції та зниження ефективності бюджетного управління. Передбачається, що викуп ОВДП Нацбанком найбільше сприяє підвищенню рівня інфляції в Україні.

Метою дослідження є оцінка значення внутрішніх державних запозичень України в наповненні бюджету в умовах воєнного стану та розробка рекомендацій щодо підвищення ефективності використання даного інструменту в скороченні дефіциту державного бюджету України.

Відповідно до мети, були поставлені такі завдання:

- визначити сутність та основні поняття державного боргу та державних запозичень як складової державного боргу;
- проаналізувати особливості внутрішніх державних запозичень як джерела наповнення бюджету;
- сформулювати методологію дослідження ролі державних запозичень України в умовах воєнного стану;
- здійснити аналіз динаміки показників залучення внутрішніх запозичень до Державного бюджету України;

- сформувати кореляційно-регресійну модель впливу обсягів викуплених ОВДП на фінансову стабільність в Україні;
- навести рекомендації щодо підвищення ефективності використання ОВДП для скорочення дефіциту державного бюджету України.

Об'єктом роботи є внутрішні державні запозичення України в умовах воєнного стану. Предметом роботи є заходи, пов'язані із забезпеченням фінансової стабільності в Україні під час повномасштабної війни.

Методи дослідження. Основними методами дослідження є аналіз, синтез (для дослідження теоретичних аспектів державних запозичень, державного боргу, внутрішніх запозичень), табличний, графічний методи (для наочного відображення результатів), порівняння (дослідження особливостей впливу внутрішніх державних запозичень до повномасштабної війни та після її початку), експертний метод (для огляду поглядів експертів щодо доречності поточної політики залучення коштів за рахунок продажу ОВДП Міністерством фінансів), кореляційно-регресійний аналіз (для дослідження впливу обсягів викуплених ОВДП на макроекономічну стабільність України).

Новизна одержаних результатів дослідження полягає у визначенні позитивних та негативних аспектів використання внутрішніх державних запозичень у фінансуванні дефіциту державного бюджету України, визначенні міри впливу обсягів залучених коштів від продажу ОВДП на інфляційні процеси в Україні під час повномасштабної війни.

Основні результати, що відображають наукову новизну роботи, полягають у такому:

- удосконалено теоретичний підхід до оцінки сутності державного боргу та внутрішніх державних запозичень;
- проаналізовано особливості проведення боргової політики Міністерством фінансів в аспекті залучення ОВДП в умовах воєнного стану;

- сформована кореляційно-регресійна модель, яка дозволяє оцінити кількісний вплив обсягів викуплених ОВДП на фінансову стабільність в Україні;
- сформовані основні рекомендації щодо підвищення ефективності внутрішніх державних запозичень України в умовах воєнного стану.

Інформаційна база дослідження. В роботі використовувались дані НБУ щодо обсягів депозитів населення та юридичних осіб за різний проміжок часу; матеріали вітчизняних та зарубіжних вчених, що досліджували особливості впливу внутрішніх запозичень на фінансову стабільність; Інтернет-ресурси, в яких викладено аналіз залучення ОВДП від різних інвесторів Міністерством фінансів; бізнес-видання, які відображають всі аспекти ситуації з внутрішнім та зовнішнім державним боргом в умовах воєнного стану.

Для досягнення поставлених завдань у першому розділі досліджено теоретичні основи державного боргу та внутрішніх державних запозичень. В рамках даного розділу було здійснено дослідження сутності та основних понять державного боргу, особливостей внутрішніх державних запозичень як джерела наповнення бюджету.

Другий розділ присвячений методології оцінки ролі державних запозичень України в умовах воєнного стану. В розділі розглядаються основні методологічні припущення, завдяки яким можна робити висновок про ефективність залучення внутрішніх запозичень або її відсутність.

Третій розділ присвячений емпіричному аналізу ролі державних запозичень України в умовах воєнного стану. Зокрема, проведено аналіз динаміки показників залучення внутрішніх запозичень до державного бюджету України, а також побудована кореляційно-регресійна модель впливу обсягів викуплених ОВДП на фінансову стабільність в Україні.

Четвертий розділ присвячений оцінці результатів та обґрунтуванню напрямків підвищення ефективності внутрішніх державних запозичень України в умовах воєнного стану. Було визначено основні заходи, які дозволять в

перспективі скоротити обсяги більш дорогих в обслуговуванні зовнішніх боргів, а натомість профінансувати дефіцит бюджету за рахунок внутрішньої заборгованості.

Апробація результатів дослідження. Результати магістерського дослідження були апробовані на студентській науковій конференції «Університетська молодь для сталого майбутнього України» та XXVII Всеукраїнській науково-практичній конференції «Могилянські читання-2024» «Досвід та тенденції розвитку суспільства в Україні: глобальний, національний та регіональний аспекти» (листопад 2024 р.). Результати роботи висвітлено в одній одноосібній статті: «Внутрішні державні запозичення України в умовах воєнного стану».

Практична значущість роботи полягає в тому, що на основі кореляційно-регресійного аналізу визначено ступінь впливу внутрішніх запозичень на фінансову стабільність в Україні та темпи інфляції зокрема. Визначено найбільш пріоритетні заходи посилення інвестування в ОВДП з боку певних груп інвесторів.

Обсяг і структура кваліфікаційної роботи магістра. Робота складається зі вступу, чотирьох розділів, висновків і списку використаних джерел. Повний обсяг роботи становить 71 сторінку тексту. Список використаних джерел налічує 90 найменувань. Робота містить 3 таблиці, 20 рисунків.

1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

1.1. Сутність та основні поняття державного боргу

Державний борг є одним із основних показників фінансової стабільності держави та відображає складні економічні взаємодії між державою, кредиторами та внутрішніми економічними суб'єктами. Розуміння природи державного боргу та пов'язаних із ним основних концепцій є важливим для економістів, політиків та фінансових експертів.

Перші наукові дослідження щодо державного боргу були пов'язані з меркантилістами і датуються початком XVI століття. Меркантилісти розглядали державу як головного економічного актора та підтримували активне втручання держави в економіку, вважаючи гроші (золото і срібло) абсолютним показником багатства. Їхні дослідження зосереджувалися на сфері обігу, і приплив капіталу в національну економіку розглядався як позитивний фактор, що виправдовувало використання державного кредиту як важливого джерела доходів [8, с. 33].

На відміну від них, фізіократи досліджували виробничу сферу і вважали, що джерелом національного багатства є сільське господарство. Вони виступали за повний економічний лібералізм («нехай все йде своєю чергою») [15]. Фізіократи вважали, що державні запозичення відволікають ресурси від продуктивних секторів економіки. Наприклад, Ф. Кене вважав, що державні кредити «збільшують непродуктивний клас населення» [17].

Класична школа економічної теорії, на відміну від меркантилістів, сприймала державний борг як негативне явище. А. Сміт писав про «зростання величезних боргів, що тиснуть на великі нації Європи і врешті-решт можуть їх розорити» [19]. Він зазначав, що збільшення державного боргу веде до

підвищення податків, що спричиняє відтік капіталу і послаблює державу, аж до можливого банкрутства.

Інший представник класичної школи, Д. Рікардо, стверджував, що «система запозичень не є найефективнішим способом покриття державних витрат», оскільки вона знижує заощадливість, створюючи ілюзію про реальний стан економіки [71]. Він також вважав, що «країна стає біднішою через марнотратство як уряду, так і приватних осіб, а також через запозичення» [71]. Проте Рікардо не бачив виплату відсотків як тягар для майбутніх поколінь, вважаючи це внутрішніми трансфертами, подібними до оподаткування.

Дж. С. Мілль також аналізував питання державного боргу. Він вважав, що великі масштаби державної заборгованості можуть призвести до кризових явищ, оскільки спричиняють зростання цін, що, в свою чергу, провокує торгові кризи. Однак, Мілль вважав короткострокові позики, терміном до одного року, не лише зручними, але й у деяких випадках необхідними. Хоча такі кредити не збільшують національне багатство, вони дозволяють перерозподілити капітали для ефективнішого їх використання у виробничій діяльності. Загалом Мілль критично оцінював систему державних запозичень, називаючи її «найгіршим із фінансових інструментів, що все ще використовується» [8].

Втім, не всі класичні економісти негативно ставилися до державного боргу. Т. Мальтус, наприклад, бачив у борговому фінансуванні спосіб підвищення попиту. Він був одним із небагатьох класиків, хто вважав, що значний державний борг може сприяти зростанню виробництва та усуненню надлишку товарів на ринку. Мальтус підкреслював, що «непродуктивне» споживання підтримує високий рівень загального споживання, а ліквідація боргу могла б призвести до його зниження. Він, вражений зростанням продуктивних сил з 1770 року, аргументував необхідність балансування між національним виробництвом і зростанням боргового навантаження [8].

Французький економіст П. П. Леруа-Больє у своїй роботі «Державний борг Франції, походження і розвиток боргу, засоби для пом'якшення» (1874 р.) зауважив, що державний борг має як позитивні, так і негативні аспекти. Неефективне використання позичених ресурсів може мати серйозні наслідки для фінансової системи. Водночас завдяки кредиту людство досягло значних успіхів у цивілізаційному розвитку, для чого раніше знадобилися б століття [8, с. 116].

Новий етап у розвитку теорії державного кредиту і боргу розпочався з появою кейнсіанської теорії. Основна ідея праці Дж. М. Кейнса «Загальна теорія зайнятості, процента і грошей» (1936 р.) полягала в тому, що ринкова система не є ідеальною та саморегулюючою, і для забезпечення економічного зростання необхідне активне втручання держави. Кейнс писав: «Витрати, що фінансуються через позики, є зручним виразом загального чистого приросту державної заборгованості, незалежно від того, чи відносяться ці витрати до капітальних вкладень, чи виступають у формі бюджетного дефіциту».

У першому випадку позикове фінансування витрат сприяє зростанню інвестицій, а в другому – збільшує схильність до споживання [9]. Таким чином, кейнсіанці стверджували, що державний кредит здатний стимулювати як інвестиції, так і сукупне споживання в економіці. Вони також запропонували концепцію мультиплікативного ефекту зростання сукупного попиту в результаті збільшення державних витрат за рахунок запозичень. Підвищений сукупний попит сприяє розширенню виробництва, що ще більше стимулює попит. Цей мультиплікативний ефект дозволяє державі вчасно обслуговувати боргові зобов'язання.

Значний внесок у теорію державного боргу зробили К. Макконнелл і С. Брю у праці «Економікс». Вони вбачають у державному боргу суспільний актив, що включає фінансові ресурси всіх учасників ринку, що призводить до зростання попиту та вартості інших активів [24]. Відповідаючи на питання, чи може державний борг спричинити банкрутство країни або стати тягарем для

майбутніх поколінь, вони заперечують: «Борг не є фактором, через який країна може збанкрутувати, і не є тягарем для майбутніх поколінь, за винятком окремих випадків». Загрози банкрутства можна уникнути через рефінансування, підвищення податків або емісію грошей. Проте це твердження стосується лише внутрішнього боргу. Щодо зовнішнього боргу, автори вважають його «тягарем для країни», оскільки виплати за ним вимагають передачі частини реального продукту іншим державам [24]. У загальному підсумку, вони дійшли висновку, що державний борг допомагає уникнути перенакопичення заощаджень.

Серед сучасних теоретиків проблеми державного боргу вирізняється Нобелівський лауреат Дж. Ю. Стігліц, який є прихильником кейнсіанської теорії. Він підтримує активне державне втручання в економіку та критикує жорсткі заходи бюджетної економії під час кризи. Стігліц вважає, що такі заходи лише загострюють кризу, знижуючи попит і стримуючи економічне зростання. На його думку, відновлення здатності держави обслуговувати борг, зниження процентних ставок і створення нових можливостей для інвестицій можливі лише за рахунок стратегії економічного зростання. Тому він підтримує дефіцитне фінансування державних програм і збільшення державного боргу [9].

Сутність державного боргу розкривається через його основні функції. Функція відображає зовнішній прояв властивостей об'єкта в певній системі відносин [9]. Дослідники виділяють дві основні функції: фіскальну і регулятивну [8, с. 30]. Фіскальна функція полягає у залученні необхідних ресурсів для фінансування державних витрат, тоді як регулятивна функція передбачає контроль за обсягом коштів через операції купівлі-продажу цінних паперів центральним банком. Т. Вахненко додає до цього перерозподільчу функцію (перерозподіл капіталу між секторами фінансового ринку) і валютно-фінансову функцію (формування міжнародних резервів через зовнішні позики) [8].

Основні функції державного боргу відображені на рис. 1.1.

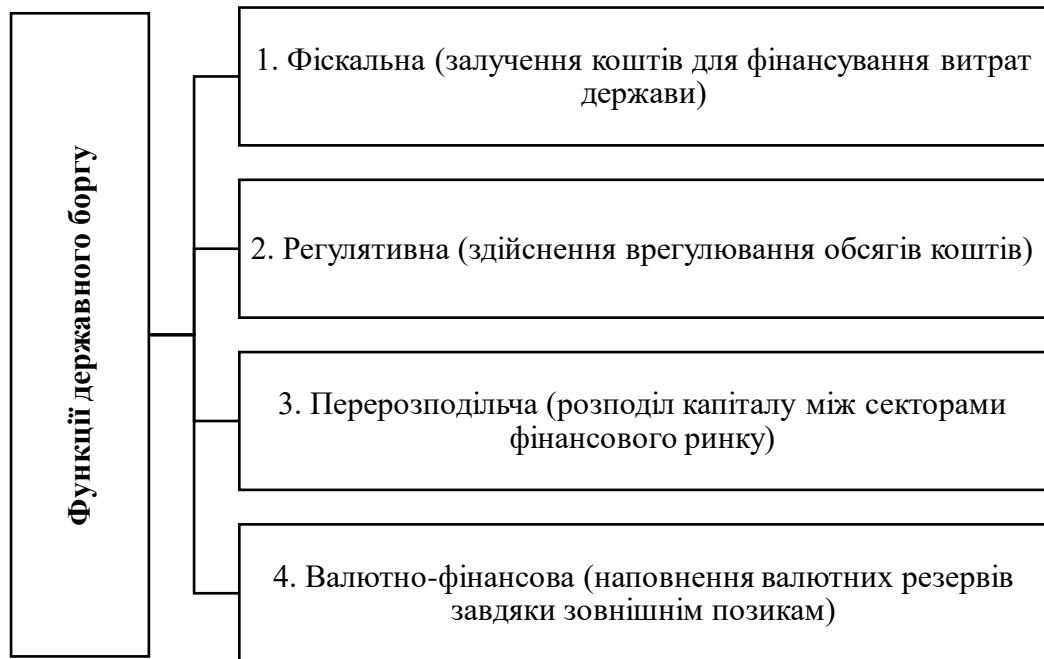


Рисунок 1.1 – Основні функції державного боргу

Джерело: складено автором за даними [12]

Державний борг як економічна категорія має низку характеристик, що відокремлюють його як самостійний елемент фінансового ринку в рамках фінансової системи. Державний борг має здатність накопичуватися; рух коштів у системі запозичень відбувається як у прямому, так і в зворотному напрямках; він пов'язаний з процесами перерозподілу ВВП; борг має строковий характер, визначений учасниками угоди; одним із ключових учасників є держава, яка має особливі повноваження під час залучення коштів; борг укладається на добровільних засадах; запозичення відбувається на умовах оплати та повернення. Г. Кучер визначає сутність боргу через відносини між кредитором і позичальником, що включають розподіл ризиків та ВВП останнього [12].

Також важливо відзначити роль держави як гаранта в цих фінансових відносинах. П. А. Самуельсон описує державний борг через його форму,

ззначаючи, що це сукупність короткострокових позик і облігацій, випущених урядом [82].

Водночас у цьому визначенні не враховано таку форму забезпечення, як договір. О. Хайдадаєва розглядає борг як результат кредитних відносин, що виникають через трансформацію капіталу з приватного сектору або з-за кордону на основі принципу запозичення [10, с. 16]. Це визначення охоплює економічну сутність боргу, але не деталізує розміри заборгованості, де держава виступає гарантом. І. Верещака визначає державний борг як фінансові відносини, де держава є позичальником, а загальний обсяг запозичень формує величину державного боргу [12].

При оцінці значення державного боргу варто зазначити, що багато науковців вважають його неоднозначним, оскільки існують різні мотиви для таких запозичень. Позитивною стороною державних позик є те, що за умов ефективного економічного розвитку ці додаткові фінансові ресурси можуть сприяти підвищенню виробничої активності та конкурентоспроможності на міжнародному ринку, за умови інвестування їх у зовнішні та внутрішні ринки. У контексті швидкої глобалізації це стає одним із важливих чинників посилення позицій країни в міжнародному поділі праці. Крім того, наявність потужних інституцій, здатних ефективно управляти запозиченими ресурсами, є критичною для успіху [22].

У наукових дослідженнях економічного та правового характеру немає єдиної точки зору на визначення державного боргу. Наприклад, М. Кучерявенко трактує державний борг через систему правових відносин, що виникають у процесі його обслуговування, випуску та погашення [31, с. 206].

Огороднік С. та Федосов В. трактують державний борг як сукупність непогашених зобов'язань, випущених державою, тобто як загальну суму її фінансових зобов'язань перед іноземними кредиторами [34]. Державний борг поділяється на зовнішній і внутрішній. Зовнішній борг є частиною валового

внутрішнього боргу країни і виражає заборгованість перед іншими державами, міжнародними фінансовими інституціями або іншими економічними суб'єктами. Внутрішній борг, у свою чергу, являє собою заборгованість перед власниками державних цінних паперів або іншими національними кредиторами [39].

Державний борг як об'єктивне явище відображає рух коштів від кредитора до позичальника під час залучення фінансів, а згодом – повернення коштів під час їх використання. Для повного розуміння цього явища важливо розглянути як його зміст, так і форму. Зміст включає всі елементи, що формують державний борг, тобто це сукупність непогашених зобов'язань і невиконаних відсотків. Формами його вираження є гарантії, цінні папери та угоди [44].

Щоб точніше зрозуміти сутність державного боргу за семантичним підходом, можна звернутися до словників. Вони визначають борг як заборгованість, що виникає внаслідок надання або отримання позики [55]; або як суму, яку держава винна кредиторам [68].

Існує також тлумачення, за яким борг – це сума непогашеного зобов'язання [70], а боргове зобов'язання – це документ, який видається при отриманні позики із зазначенням суми і строків її погашення [78].

Згідно зі статтею 2 Бюджетного кодексу України, державний борг – це «загальна сума зобов'язань держави щодо повернення залучених, але ще не погашених кредитів (позик) на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення». Причиною виникнення державного боргу є постійний дефіцит бюджету [36].

Бюджетний дефіцит в економічній літературі часто розглядається як «об'єктивні економічні відносини, що виникають між учасниками відтворювального процесу в ситуації, коли держава витрачає більше коштів, ніж отримує». Іншими словами, дефіцит є наслідком незбалансованості бюджету, коли державних доходів не вистачає для покриття витрат [36, с. 310]. Тому важливим завданням для економіки є визначення причин цього явища.

Державний борг і державні запозичення є взаємопов'язаними, але не тотожними поняттями, які використовуються у сфері державних фінансів. Державний борг – це сукупність фінансових зобов'язань держави перед внутрішніми та зовнішніми кредиторами, які виникли внаслідок залучення позик у минулому. Він включає основну суму боргу (зобов'язання з повернення запозичених коштів) та відсотки, що сплачуються за користування цими коштами. Державний борг може бути внутрішнім (зобов'язання перед резидентами країни) та зовнішнім (зобов'язання перед іноземними кредиторами чи міжнародними організаціями).

Державні запозичення – це процес залучення державою коштів для фінансування поточних потреб бюджету або рефінансування існуючого боргу. Вони можуть здійснюватися шляхом випуску державних цінних паперів, укладання кредитних договорів або отримання позик від міжнародних фінансових організацій. Запозичення є джерелом фінансування, тоді як державний борг – це результат накопичених зобов'язань за всіма попередніми запозиченнями. Отже, державний борг є однією з основних економічних категорій, яка відображає фінансові зобов'язання країни перед внутрішніми та зовнішніми кредиторами. У загальному сенсі, державний борг – це сукупність запозичених коштів, які держава зобов'язана повернути разом з відсотками у встановлені терміни.

Державний борг виступає важливим інструментом фінансового управління, що дає змогу урядам оперативного реагувати на економічні виклики та забезпечувати стабільний розвиток країни. Проте його використання повинно бути ретельно прорахованим, щоб уникнути негативних наслідків для економіки. Розуміння сутності державного боргу та його основних концепцій є ключовим для усвідомлення його ролі та значення в сучасній економіці. Державні запозичення створюють державний борг, а державний борг є сумою всіх несплачених запозичень держави разом із відсотками за ними.

1.2. Особливості внутрішніх державних запозичень як джерела наповнення бюджету

Дефіцит бюджетів є характерною рисою сучасної фіскальної політики. Нестача фінансів для покриття постійно зростаючих витрат бюджету зумовлює потребу в пошуку додаткових джерел фінансування, одним із яких є внутрішні державні запозичення. Важливо зазначити, що вітчизняні запозичення є джерелом коштів для розвитку національної економіки, якщо їх використовують ефективно. Відсотки за позиками, залученими державою, погашаються з коштів державного бюджету, які, в основному, формуються за рахунок податкових надходжень [25, с. 270].

Внутрішні державні запозичення можна розглядати в кількох категоріях, що виявляють їх функції:

- як економічна категорія, вони поєднують фінанси та кредит, виконуючи роль елемента фінансової системи, що забезпечує формування та використання централізованих грошових фондів держави;
- як фінансова категорія, державні запозичення реалізують три функції: розподільчу, регулюючу та контролюючу;
- як політична категорія, вони відображають внутрішньополітичну ситуацію в державі (зокрема, довіру громадян до влади) та слугують економічним барометром у зовнішньоекономічній і геополітичній сферах [1, с. 80].

Отже, внутрішні державні запозичення – це кошти, які держава залучає через відповідні фінансові установи, пов'язані з внутрішніми фінансовими ринками, і забезпечують перерозподіл доходів у межах країни.

Основною формою внутрішнього державного кредиту є випуск і продаж різних видів державних цінних паперів, що дозволяє залучати вільні кошти від фізичних та юридичних осіб для фінансування суспільного попиту [2, с. 37].

Облігація – найпоширеніший вид державних цінних паперів, яка є символом державного боргового зобов'язання і дає право її власникові на повернення суми боргу та відсотків після закінчення певного терміну. Продаючи облігацію, держава зобов'язується повернути суму боргу в установлені терміни з виплатою відсотків або протягом усього терміну позики [76, с. 53].

Облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП) – це цінні папери, які розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку та підтверджують зобов'язання України відшкодувати їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов розміщення [39].

Також використовуються казначейські зобов'язання (векселі), які є борговими цінними паперами, що служать для збалансування бюджетного дефіциту. Виплати за ними здійснюються у вигляді відсотків і, як правило, випускаються як короткострокові позики.

Оскільки бюджетний дефіцит має хронічний характер, державі необхідно балансувати дохідну та видаткову частини бюджету, забезпечуючи фінансування дефіциту на раціональних і вигідних умовах. Одним із джерел фінансування дефіциту бюджету є запозичення на внутрішньому ринку. Під час проведення активної політики залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку формується внутрішній державний борг [16, с. 166].

Внутрішній державний борг – це зобов'язання держави перед підприємствами та населенням, що виникає внаслідок залучення їх коштів для виконання державних програм, а також внаслідок випуску державних облігацій та інших цінних паперів [77, с. 60].

Внутрішній державний борг як фінансово-правова категорія визначається як публічні боргові зобов'язання держави у національній валюті перед необмеженим колом кредиторів, включаючи зобов'язання в іноземній валюті перед державою в межах використання цільових кредитів. Це підтверджує, що

внутрішній державний борг є комплексною категорією з як позитивними, так і негативними наслідками [68, с. 122].

Поняття управління державним боргом В. А. Федоров трактує як багатоплановий процес, що є складовою частиною фінансової політики уряду. Його мета – досягнення балансу між державою, її структурними елементами та зовнішнім середовищем для досягнення визначених цілей. Є. В. Пономаренко розуміє управління державним боргом як систему дій, спрямованих на регулювання його обсягу, структури та вартості обслуговування. Основні завдання полягають у підтримці економічно безпечного рівня боргу, мінімізації витрат на його обслуговування, забезпеченні своєчасного повернення боргу на вигідних для емітента умовах та підтримці курсу державних цінних паперів [68].

І. Б. Заверуха, узагальнюючи міжнародний досвід, визначає управління державним боргом як комплекс заходів, спрямованих на пошук надійних джерел фінансування та мінімізацію негативних наслідків боргу [23, с. 315].

О. О. Присяжнюк розглядає управління державним боргом у двох аспектах: широкому та вузькому. У широкому сенсі це напрям фінансової політики держави, що включає її діяльність як позичальника та гаранта. У вузькому сенсі – це сукупність дій, пов'язаних із випуском, розміщенням, обслуговуванням і погашенням боргових зобов'язань [57].

І. Б. Заверуха пропонує ще більш деталізоване розуміння: у широкому сенсі це складова фінансової політики, пов'язана з борговою стратегією, організацією планування, контролем державного боргу, мінімізацією витрат на обслуговування. У вузькому сенсі – це повноваження органів державної влади щодо оптимізації структури боргу, визначення джерел фінансування та реалізації боргових інструментів [23].

Деякі науковці трактують управління державним боргом у широкому сенсі як напрямок економічної політики держави, що стосується її діяльності як позичальника. Ця діяльність залежить від органів державної влади та управління,

є прерогативою законодавчих органів і включає формування грошово-кредитної політики щодо внутрішнього та зовнішнього боргу. Вона також охоплює встановлення загальної межі державної заборгованості, зокрема обсягів бюджетного дефіциту та необхідних для його фінансування позик, визначення напрямів впливу на макро- та мікроекономічні показники, а також доцільність фінансування державних програм через запозичення. У вузькому сенсі управління державним боргом охоплює заходи щодо підготовки, випуску та розміщення довгострокових боргових зобов'язань, обслуговування, рефінансування боргу та регулювання ринку державних цінних паперів, надання кредитів і гарантій [13, с. 373].

І. І. Плєць і М. М. Білий, спираючись на різні підходи до управління внутрішнім боргом, визначають його як комплекс заходів для оптимізації його обсягу й структури, мінімізації витрат на обслуговування та погашення позик, зменшення боргових ризиків і максимізації вигід від запозичених коштів. Ці заходи спрямовані на забезпечення стабільного соціально-економічного розвитку держави за умови платоспроможності та збалансованості інтересів учасників боргових відносин. Вчені підкреслюють, що управління внутрішнім боргом охоплює організаційні, стратегічні, фінансові, облікові та контрольні заходи для регулювання його структури та вартості обслуговування [55, с. 23].

Беручи до уваги ці підходи, слід погодитися із В. А. Федоровим, що основними цілями управління державним боргом є підтримання його на економічно безпечному рівні, забезпечення своєчасного виконання боргових зобов'язань та мінімізація вартості боргу. В. А. Федоров додає, що управління внутрішнім боргом також повинно сприяти економічному зростанню, стимулювати інвестиції та протидіяти відтоку капіталів за кордон. Занадто велика частка внутрішнього боргу щодо ВВП може негативно впливати на економічний розвиток країни [69, с. 58].

Згідно з пріоритетами внутрішньої боргової політики України, І. М. Лютий та К. К. Курищук пропонують серед цілей управління внутрішнім державним боргом виділити оптимізацію його структури з урахуванням ефективності макроекономічного регулювання та забезпечення стабільності фінансової системи. Вони також акцентують на запобіганні піковим навантаженням на державний бюджет, що пов'язані з виплатами за внутрішнім боргом; підвищенні ліквідності внутрішніх боргових інструментів для стимулювання попиту серед інвесторів; спрямуванні внутрішніх запозичень на розвиток пріоритетних секторів економіки; забезпеченні прозорості процесу запозичень та управління боргом через публічний доступ до інформації, а також на ефективній співпраці з міжнародними рейтинговими агентствами для присвоєння суверенного кредитного рейтингу Україні та її борговим зобов'язанням [34].

І. І. Плєць пропонує виділяти стратегічні, тактичні та оперативні цілі управління внутрішнім державним боргом. Стратегічне управління передбачає довгострокове планування та керівництво, визначення конкретних цілей і розробку стратегій для їх досягнення з урахуванням зовнішніх та внутрішніх умов, а також забезпечення виконання планів через постійний розвиток [54, с. 192].

Т. Г. Бондарук зазначає, що стратегічна мета управління державним боргом полягає в мінімізації вартості його обслуговування, при цьому всі зусилля спрямовані на зменшення реальної вартості обслуговування боргу, враховуючи динаміку економічного зростання [5, с. 128].

І. І. Плєць додає, що стратегічними цілями є обмеження боргового навантаження на бюджет, мінімізація вартості обслуговування, оптимізація структури боргу, задоволення урядових потреб у фінансових ресурсах для фінансування загальнодержавних програм і забезпечення інвестиційної складової запозичень [54].

До тактичних цілей І. І. Плєць відносить збільшення частки довгострокових позик із одночасним зменшенням частки короткострокових, контроль за ефективністю використання запозичених ресурсів, розширення та диверсифікацію портфеля фінансових інструментів державного боргу. Оперативні цілі, спрямовані на досягнення короткострокових результатів, включають підтримання стабільності курсу державних цінних паперів та мінімізацію витрат на залучення й обслуговування позик [54].

Отже, внутрішній державний борг слід розглядати як комплексну категорію. Відповідно, підхід до визначення управління внутрішнім державним боргом, як невід'ємної частини фінансово-економічної політики держави, також має бути комплексним. Це передбачає встановлення адміністративно-правових основ управління внутрішнім боргом, визначення заходів для оптимізації боргових зобов'язань держави, а також визначення суб'єктів, відповідальних за реалізацію цих заходів і юридичну відповідальність за порушення законодавчих норм у цій сфері.

В Україні поняття «облігації внутрішніх державних позик» регулюється Законом України від 23 лютого 2006 року № 3480 «Про цінні папери і фондову біржу» [39]. Згідно з п. 3 ст. 10 цього закону, облігації внутрішніх державних позик України є державними цінними паперами, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку та засвідчують зобов'язання України повернути їх власникам номінальну вартість з виплатою доходу на умовах розміщення. Випуск державних облігацій є частиною бюджетного процесу і регулюється Законом України «Про Державний бюджет» на відповідний рік, який визначає граничні розміри державного боргу. Відповідно до Бюджетного кодексу України, право здійснювати державні запозичення належить державі в особі Міністра фінансів України, який діє за дорученням Кабінету Міністрів України [48].

Міністерство фінансів України за погодженням з Кабінетом Міністрів і Національним банком визначає обсяги емісії. Порядок розміщення облігацій

встановлює Національний банк за погодженням із Міністерством фінансів. НБУ також виконує функції агента Міністерства фінансів на первинному ринку державних цінних паперів. На вторинному ринку облігаціями торгують організатори фондових бірж. Біржова торгівля державними облігаціями здійснюється на фондових біржах «ПФТС», «Перспектива» та Українській фондовій біржі [45].

Отже, нами було визначено, що внутрішні запозичення є важливим елементом фінансової системи, оскільки забезпечують формування централізованих грошових фондів і дозволяють уряду акумулювати ресурси для реалізації державних програм. Важливою формою внутрішніх запозичень є державні облігації, які служать засобом перерозподілу доходів серед громадян та підприємств країни.

Водночас, ефективне управління державним боргом потребує ретельного планування та регулювання для мінімізації витрат на його обслуговування і забезпечення макроекономічної стабільності. Комплексний підхід до управління борговими зобов'язаннями, включаючи оптимізацію структури боргу, є необхідним для досягнення стійкого економічного зростання та фінансової стабільності держави.

2. МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ РОЛІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

В умовах воєнного стану державні запозичення набувають ключового значення у забезпеченні фінансової стійкості держави, підтримці економіки та виконанні соціальних зобов'язань. Сучасні виклики, зумовлені бойовими діями, потребують комплексного підходу до аналізу та оцінки впливу зовнішніх і внутрішніх запозичень на економічну стабільність, а також ефективного управління державним боргом для мінімізації його негативних наслідків у майбутньому.

Слід розглянути методологію оцінки ролі державних запозичень у зазначених умовах, яка враховує специфіку воєнного стану, зокрема нестабільність фінансових ринків, обмеженість доступу до зовнішніх ресурсів та необхідність мобілізації внутрішніх фінансових резервів. Особливу увагу варто приділити вибору методів та інструментів дослідження, які дозволяють об'єктивно оцінити ефективність запозичень для підтримки обороноздатності, стабілізації бюджетної системи та стимулювання економічного зростання [39].

На початковому етапі дослідження нами був застосований монографічний метод дослідження. Даний метод передбачав детальне дослідження конкретного об'єкта або явища. У даному випадку його використання спрямоване на глибокий аналіз внутрішніх запозичень як джерела фінансування державного бюджету України. Завдяки цьому методу можна виявити особливості, закономірності та ключові фактори, які впливають на роль і ефективність внутрішніх запозичень в умовах економічної нестабільності [13].

Завдання монографічного методу полягали в таких аспектах:

– ідентифікація ролі внутрішніх запозичень. Дослідження, як різні механізми залучення коштів (ОВДП, банківські кредити, інвестиції фізичних осіб) теоретично впливають на наповнення бюджету;

- аналіз впливу на економіку. Теоретична оцінка, як використання внутрішніх запозичень впливає на економічну стабільність, інфляційні процеси, державний борг і макрофінансову ситуацію;

- порівняння джерел фінансування. Співставлення теоретичної ефективності внутрішніх запозичень із зовнішніми позиками, їх ризиків та можливостей.

Особливості використання монографічного методу:

- детальний підхід. Монографічний метод забезпечує глибоке теоретичне вивчення одного аспекту внутрішніх запозичень, наприклад, динаміки випуску ОВДП або ролі НБУ як кредитора останньої інстанції;

- конкретизація результатів. Використання методу дозволяє якісно оцінити важливість внутрішніх запозичень, враховуючи вплив різних економічних, політичних і соціальних факторів;

- системність. Метод включає аналіз нормативно-правової бази, історичного розвитку та сучасних тенденцій використання внутрішніх запозичень [32].

Застосування монографічного методу дозволило отримати цілісну картину теоретичного значення внутрішніх запозичень для державного бюджету України та в подальшому розробити рекомендації щодо їх оптимального використання.

На наступному етапі для оцінки ролі державних запозичень в наповненні державного бюджету та забезпеченні фінансової стабільності було використано кілька наукових підходів:

1. Макроекономічний підхід, який досліджує вплив запозичень на основні економічні показники, такі як валовий внутрішній продукт (ВВП), рівень інфляції, інвестиційна активність.

2. Фінансово-бюджетний підхід, що фокусується на аналізі співвідношення боргу до ВВП, боргового навантаження на бюджет та умов обслуговування боргу.

3. Соціально-економічний підхід, який оцінює вплив запозичень на соціальну стабільність, рівень доходів населення та фінансування соціальних програм.

4. Системний підхід, що враховує взаємозв'язок державних запозичень із внутрішніми і зовнішніми викликами, такими як військові дії, міжнародна підтримка та економічні ускладнення внаслідок війни [32].

Оцінка динаміки таких показників, як державний борг у відсотках ВВП України та дефіцит бюджету, є ключовим інструментом у дослідженні ролі державних запозичень в умовах воєнного стану, оскільки дозволяє проаналізувати поточну ситуацію, оцінити ефективність боргової політики та визначити її вплив на економіку.

Державний борг у відсотках ВВП дозволив оцінити рівень боргового навантаження на економіку країни. Він відображає, наскільки обсяг державного боргу відповідає розміру економіки країни. Високе значення (понад 60%, згідно з Маастрихтськими критеріями) свідчить про ризик перевищення стійкого рівня боргу, що може ускладнити його обслуговування. Порівняння цього показника до війни та під час воєнного стану допомагає оцінити, наскільки зросло боргове навантаження через додаткові запозичення.

Аналіз структури боргу використовується для визначення частки внутрішнього та зовнішнього боргу. Це важливо, оскільки зовнішні боргові зобов'язання пов'язані з валютними ризиками, а внутрішні можуть сприяти розвитку національної фінансової системи. Аналіз динаміки цього показника дозволяє зрозуміти, чи зростання боргу супроводжується відповідним збільшенням ВВП, що свідчить про ефективне використання залучених коштів.

Дефіцит бюджету демонструє розрив між державними доходами і витратами, що покривається, зокрема, через запозичення. Розмір дефіциту бюджету визначає потребу у фінансових ресурсах. Під час воєнного стану

дефіцит зростає через зменшення доходів (спад економічної активності) та збільшення витрат (військові, гуманітарні потреби) [33].

Суттєвий дефіцит (більш ніж 3% ВВП) без належного фінансування може спричинити емісію коштів, що загрожує інфляцією. Аналіз дефіциту та джерел його покриття (запозичення, гранти, емісія) дозволяє оцінити стратегію фінансової стабільності уряду.

Аналіз динаміки дефіциту бюджету допомагає зрозуміти, наскільки ефективно використовуються запозичення. Наприклад, якщо дефіцит зростає, але значна частина коштів спрямовується на фінансування інфраструктурних проектів, це свідчить про довгострокові позитивні ефекти [33].

В емпіричному дослідженні розглянуто два основних способи покриття дефіциту бюджету: купівля ОВДП Національним банком України напряму (емісійний шлях), і внутрішні запозичення, зокрема за рахунок купівлі ОВДП економічними агентами (комерційними банками, фізичними та юридичними особами).

В рамках дослідження динаміки депозитного ринку проведено аналіз змін у поведінці населення та бізнесу щодо розміщення вільних коштів на депозитах банків. Досліджувались такі показники: загальна сума депозитів у гривневому еквіваленті, темпи зростання депозитів у порівнянні з інфляцією.

Для розкриття суті дослідження розглядались такі показники:

1. Динаміка загальної суми активних депозитів. Використання цього показника дозволяє визначити фінансові можливості банківської системи та оцінити зацікавленість населення і бізнесу у заощадженнях через банківські установи.

2. Темпи зростання депозитів порівняно з інфляцією. Аналіз цього співвідношення демонструє відновлення довіри до фінансових інструментів після економічної нестабільності.

3. Обсяги ОВДП у розрізі власників. Розподіл власності серед банків, НБУ та інших інвесторів дозволяє визначити основних учасників ринку державного боргу.

4. Ставки за депозитами та ОВДП. Порівняльний аналіз дозволяє показати, чи виглядають ОВДП в умовах воєнного стану більш привабливими для інвесторів через вищу дохідність і податкові переваги, ніж банківські депозити [35].

Оцінка динаміки фінансових інструментів та ролі державних запозичень дозволить підтвердити або спростувати гіпотезу про їхню важливість у підтримці економічної стабільності України в умовах воєнного стану.

Кореляційно-регресійний аналіз у даному дослідженні спрямований на визначення сили та напрямку взаємозв'язку між обсягами внутрішніх запозичень та ключовими макроекономічними показниками, зокрема, темпом інфляції. Основна мета полягає в тому, щоб виявити закономірності та специфіку впливу різних механізмів залучення фінансових ресурсів через ОВДП на інфляцію. Отримані результати дозволять розробити практичні рекомендації для вдосконалення державної політики управління внутрішнім боргом з метою забезпечення фінансової стабільності [44].

Завданнями аналізу є:

- оцінити, наскільки приріст обсягів викуплених ОВДП Нацбанком, комерційними банками та фізичними особами впливає на темпи інфляції в Україні;
- визначити характер впливу (прямий чи обернений) різних джерел фінансування внутрішніх запозичень на макрофінансову стабільність;
- оцінити силу впливу кожного з факторів за допомогою коефіцієнтів детермінації;
- надати обґрунтовані рекомендації щодо оптимізації політики державного управління внутрішнім боргом.

Основні етапи проведення аналізу є такими:

1. Формування бази даних. Збір даних про обсяги викупу ОВДП Національним банком, комерційними банками та фізичними особами, а також про темпи інфляції. Дані структуровані по місяцях за період 2022–2024 рр.

2. Кореляційний аналіз. Аналіз кореляційних зв'язків між темпами приросту обсягів придбаних ОВДП різними суб'єктами та темпом інфляції. Це дозволяє оцінити силу взаємозв'язку та його напрямок (прямий або обернений).

3. Регресійний аналіз. Побудова регресійних моделей для оцінки залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів ОВДП. Залежна змінна – темп інфляції (% до попереднього місяця), незалежна змінна – темп приросту обсягів ОВДП (% до попереднього місяця).

4. Оцінка адекватності моделі. Оцінка статистичних показників моделі: коефіцієнтів регресії, коефіцієнта детермінації (R^2), що характеризує частку варіації залежної змінної, пояснену моделлю, та залишкової варіації.

5. Інтерпретація результатів. Аналіз отриманих рівнянь регресії для кожного джерела фінансування. Інтерпретація знаків і значень коефіцієнтів регресії для виявлення специфіки впливу кожного чинника.

6. Формування висновків. Розробка рекомендацій щодо оптимізації розподілу внутрішнього боргу з метою мінімізації інфляційних ризиків.

Також деякі методи наукових досліджень дозволяють комплексно аналізувати вплив внутрішніх державних запозичень на макрофінансову стабільність в Україні, а також розробити рекомендації для вдосконалення політики щодо використання ОВДП.

Був використаний аналіз причинно-наслідкових зв'язків. Оцінка впливу викупу ОВДП НБУ на інфляційні процеси є прикладом застосування цього методу. Припускається, що збільшення грошової маси через викуп ОВДП НБУ спричиняє додатковий інфляційний тиск. Це обґрунтовано зв'язком між монетарною політикою НБУ і макрофінансовими показниками країни.

Також використовується прогнозний метод. В дослідженні описано можливий вплив різних заходів, таких як залучення коштів від населення та юридичних осіб, на наповнення державного бюджету. Прогнозується, що залучення лише 15% коштів з депозитних вкладів фізичних та юридичних осіб дозволить отримати значний приріст інвестицій в ОВДП. Для цього проводиться розрахунок можливого приросту інвестицій у державні цінні папери та обсягів фінансування бюджету.

Було використано метод порівняння різних варіантів залучення коштів: через внутрішні запозичення, облігації, участь фізичних осіб, комерційних банків, зовнішні запозичення. Виявляються переваги та недоліки кожного варіанту, що дозволяє запропонувати найбільш оптимальні стратегії.

В результаті аналізу було застосовано метод рекомендацій, за яким формулюються конкретні рекомендації щодо вдосконалення державної політики: зменшення участі НБУ в купівлі ОВДП, стимулювання участі фізичних осіб, посилення ролі комерційних банків у фінансуванні бюджету, а також розширення джерел фінансування через зовнішні запозичення та міжнародну допомогу.

За допомогою методу моделювання та екстраполяції у дослідженні представлені розрахунки, які дозволяють оцінити можливий приріст залучених коштів від внутрішніх заощаджень населення та юридичних осіб у державні цінні папери. Математичні формули для оцінки цих обсягів використовуються для того, щоб зрозуміти, як ці кошти можуть вплинути на стабільність бюджету та зменшення зовнішнього боргу.

Використання цих методів дослідження дозволяє не лише теоретично обґрунтувати висновки, але й навести конкретні статистичні та математичні розрахунки для пропонованих заходів, що робить дослідження більш практично орієнтованим.

Методологія дослідження, застосована в роботі, охоплює різноманітні підходи, включаючи макроекономічний, фінансово-бюджетний, соціально-

економічний та системний, що дозволяє всебічно оцінити роль державних запозичень у поточних умовах. Зокрема, важливими інструментами аналізу є оцінка динаміки державного боргу, дефіциту бюджету, а також кореляційно-регресійний аналіз, який дозволяє виявити вплив внутрішніх запозичень на ключові макроекономічні показники, такі як темп інфляції.

У результаті дослідження було визначено, що внутрішні запозичення, зокрема ОВДП, є важливим інструментом фінансування бюджету під час воєнного стану. Залучення коштів через ОВДП надає можливість збільшити національні фінансові резерви та зменшити залежність від зовнішніх позик, що є особливо важливим у період геополітичної нестабільності.

Однак, важливо зазначити, що надмірна емісія грошей для покриття дефіциту бюджету через викуп ОВДП Нацбанком може призвести до інфляційного тиску, що вимагає обережного управління цим процесом. Тому одним з основних напрямків вдосконалення політики є зменшення участі НБУ у викупі ОВДП, що дозволить знизити ризики інфляції та забезпечити стійкість фінансової системи. З огляду на це, доцільно розширювати участь комерційних банків та фізичних осіб у купівлі ОВДП, що дозволить знизити боргове навантаження на Національний банк і залучити додаткові фінансові ресурси для державного бюджету. Також важливо активізувати зовнішні запозичення та міжнародну допомогу, що дозволить диверсифікувати джерела фінансування та мінімізувати внутрішні економічні ризики.

Загалом, ефективне управління державними запозиченнями, враховуючи всі ризики та виклики, є необхідною умовою для забезпечення економічної стабільності України під час воєнного стану та після його завершення.

3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ РОЛІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

3.1. Аналіз динаміки показників залучення внутрішніх запозичень до Державного бюджету України

Для багатьох країн, включно з Україною, проблема виникнення та покриття дефіциту державного бюджету є надзвичайно актуальною. Особливо ця проблема загострюється в періоди економічних криз, спричинених форс-мажорними обставинами, такими як пандемія або війна. За різними оцінками, реальний дефіцит бюджету України на 2024 рік може коливатися від 20 до 50 млрд дол США [48].

Значний дефіцит бюджету в Україні (більший за 3% від ВВП) спостерігався не лише у кризові роки. В 2022-2023 рр. українська економіка вимагала посилення оборонних видатків, внаслідок чого виник суттєвий дефіцит бюджету (рис. 3.1).

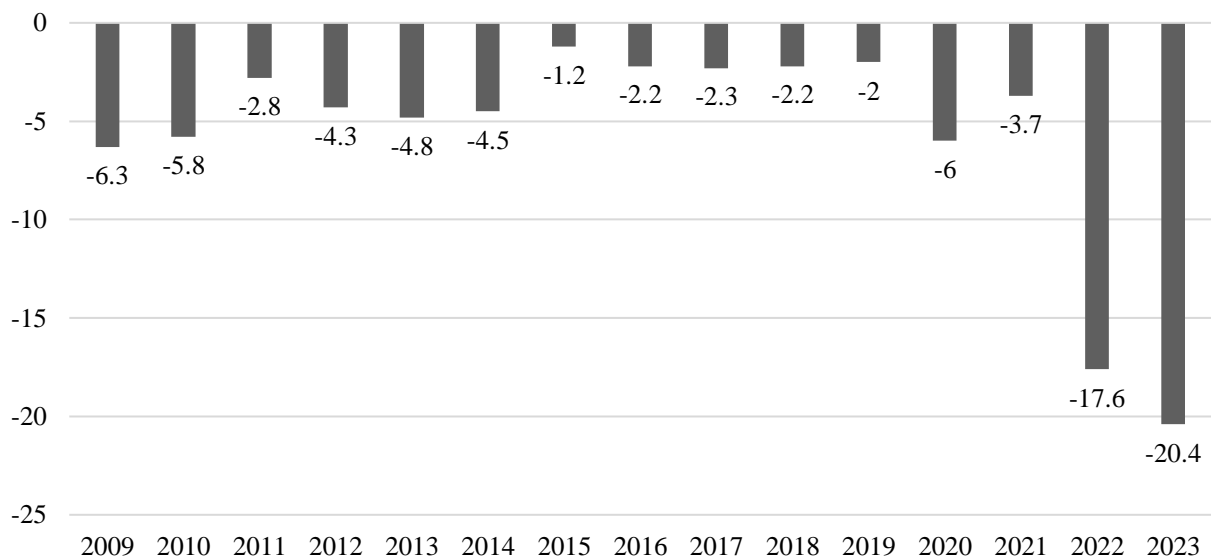


Рисунок 3.1 – Сальдо державного бюджету України протягом 2009-2023 рр., % ВВП

Джерело: складено автором за даними [48]

У 2020 р. дефіцит в Україні склав 6% від ВВП, а в 2022 р. – 17,6%, в 2023 р. – 20,4%. Це неминуче відібулося на зростанні державного боргу, частка якого у відсотках до ВВП зменшилася у 2019 р. нижче 60% (граничного рівня згідно з європейськими критеріями), а пізніше зросла. Станом на 2022 р. державний борг України склав 78,4% ВВП, а станом на кінець 2023 р. – 84,4%, що свідчить про суттєве зростання боргового навантаження (рис. 3.2).

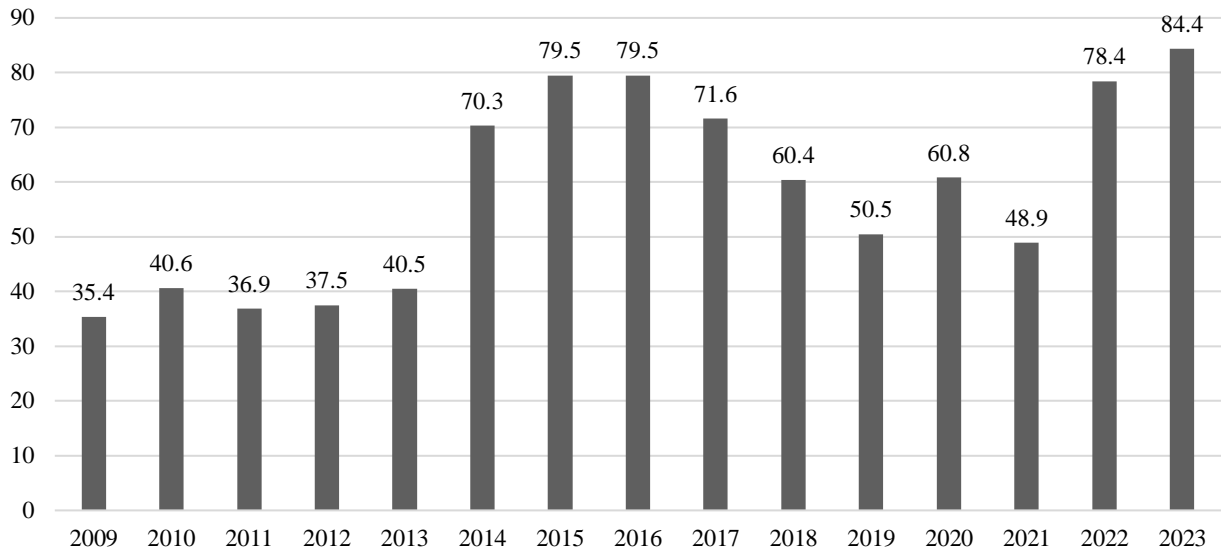


Рисунок 3.2 – Державний борг України на кінець року протягом 2009-2023 рр.,
% ВВП

Джерело: складено автором за даними [48]

Суттєвий приріст державного боргу в Україні стався у 2014 р., а у 2015 р. борг зріс до 79,5%, протягом одного року піднявшись на 30 відсоткових пунктів. Найвище зростання боргу сталося у 2014 р. Подібне життя в борг може призвести до того, що першочерговою задачею фіскальної політики стане не стимулювання економіки, а фіскальна консолідація, спрямована на скорочення бюджетного дефіциту та державного боргу. В Україні в 2022 р. внаслідок зниження номінального ВВП зріс показник державного боргу до ВВП дуже суттєво, і державний борг до ВВП продовжує зростати в 2023-2024 рр.

В сучасних умовах виділяють два основних способи покриття бюджетного дефіциту:

- прямі позики від Національного банку України (емісійний шлях), які повинні застосовуватися лише у крайніх випадках, оскільки це може призвести до неконтрольованого зростання інфляції та девальвації національної валюти;
- внутрішні запозичення, тобто залучення коштів від внутрішніх інвесторів, зокрема банків, юридичних і фізичних осіб [37].

Одним з ключових інструментів для покриття дефіциту бюджету є випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Військові облігації – цільові державні боргові цінні папери, призначені для запозичень на ринку задля фінансування потреб ЗСУ та держави в умовах війни. Виплати за таким облігаціями на 100% гарантуються державою, податки і збори з доходу за ними не стягуються (і це, на додаток до вищих ставок, – значна перевага ОВДП над банківськими депозитами). Номінальна вартість однієї гривневої облігації – близько 1 тис. грн, доларової – 1 тис. дол. США, євро – 1 тис. євро. Вкладаючись у такий інструмент, фізичні та юридичні особи отримують гарантований прибуток, а держава – гроші на поточні бюджетні витрати – передовсім, на потреби Сил оборони [37].

Поки що левову частку таких запозичень Мінфіну забезпечують банки, які є найбільшими тримачами українських ОВДП. Але їхній ресурс не безмежний: майже всю вільну ліквідність банківські установи вже вклали в цінні папери держави та в депозитні сертифікати НБУ. Тому важливо активніше залучати й кошти інших юридичних, а також фізичних осіб. Не кажучи вже про важливий за нинішніх умов ефект «зв'язування» вільної гривні, аби вона не чинила зайвого тиску на валютний і на споживчий ринки, посилюючи девальвацію та інфляцію [37].

Основною альтернативою вітчизняних ОВДП для населення є розміщення тимчасово вільних коштів на депозит. Більш того, депозитний ринок та ринок

вітчизняних облігацій є взаємопов'язаними. Депозитний ринок є ключовим сегментом фінансової системи, адже він виступає основним джерелом залучення коштів для банків, забезпечуючи ліквідність банківської системи та сприяючи розвитку кредитування. Вивчення динаміки його показників дозволяє виявити не лише загальні макроекономічні тренди, але й зміни у поведінці населення та бізнесу в частині розміщення вільних коштів у банківських установах.

Як можна побачити з динаміки суми залучених депозитів банками України, з кінця 2020 р. сума депозитів в українських банках зростає майже вдвічі у гривневому еквіваленті (рис. 3.3).

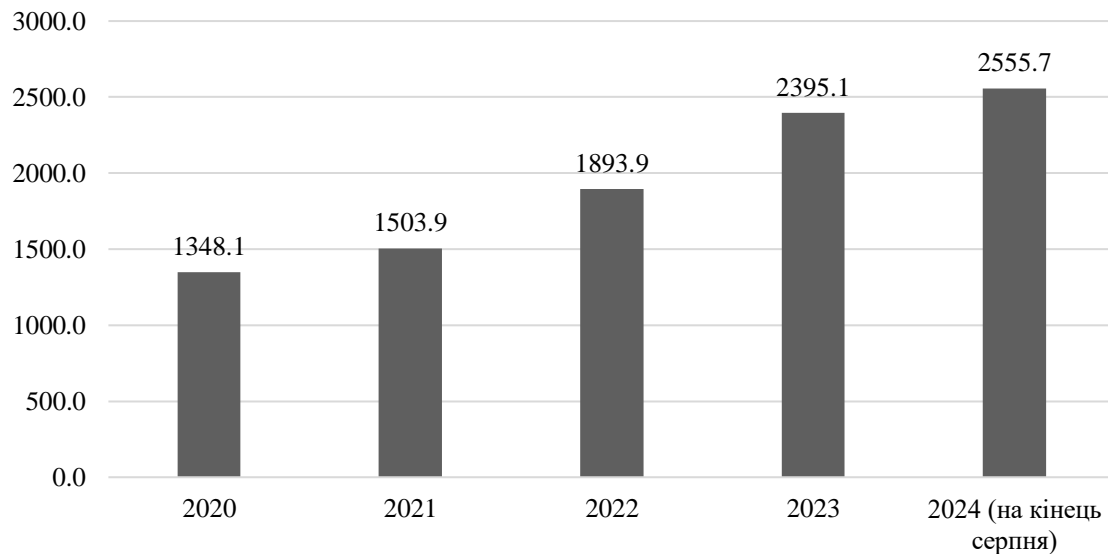


Рисунок 3.3 – Динаміка загальної суми активних депозитів, залучених банками України протягом 2020-2024 рр., млрд грн

Джерело: складено автором за даними [45]

Варто зазначити, що загальна сума депозитів почала активно зростати після початку повномасштабної війни в Україні. Причинами були девальвація гривні на 25% (частина вкладів, яка розміщена у валюті, стала більшою у гривневому еквіваленті), погіршення безпекової ситуації та як наслідок зниження обсягів зберігання готівкових коштів, зростання відсоткових ставок за депозитами у

зв'язку з жорсткішою монетарною політикою НБУ, яка стала застосовуватися з початку повномасштабної війни.

Помітно, що протягом 2023-частини 2024 рр. темп зростання депозитів перевищував темп інфляції за аналогічний період, що свідчить про відновлення довіри населення до депозитних інструментів після суттєвої девальвації та високого рівня інфляції в 2022 р. (рис. 3.4).

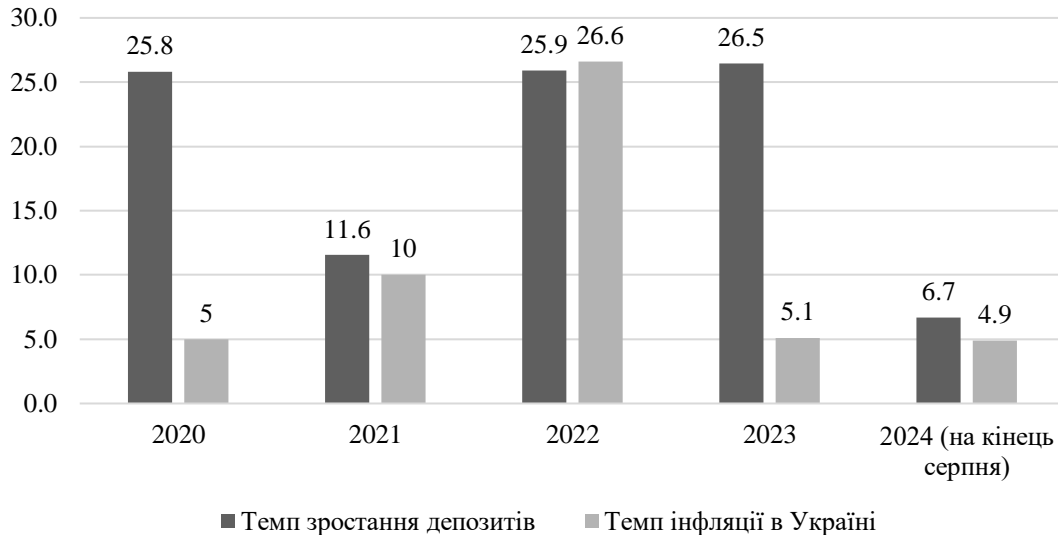


Рисунок 3.4 – Динаміка темпу зростання депозитів та темпу інфляції в Україні, % до попереднього року

Джерело: складено автором за даними [45]

Традиційно більшу частину вкладів населення та бізнес тримають в депозитах на вимогу (до запитання), оскільки в рамках договору такого депозиту є можливість зняття частини коштів у будь-який момент. Відповідно, ставки за такими депозитами є нижчими, ніж за строковими депозитами.

Уповільнення темпів зростання депозитів домашніх господарств також викликано підвищенням привабливості ОВДП, зокрема – військових облігацій, які можна придбати через додаток «Дія» або в банківських додатках («Монобанк», «Сенс Банк», «Укргазбанк»). За даними Депозитарію НБУ, за січень – червень 2024 року уряд залучив від розміщення державних ОВДП на

аукціонах понад 251 млрд грн в еквіваленті; загалом упродовж воєнного стану залучено понад 1069 млрд грн в еквіваленті [52].

На рис. 3.5 наведена динаміка вартості ОВДП за поділом на власників державних цінних паперів.

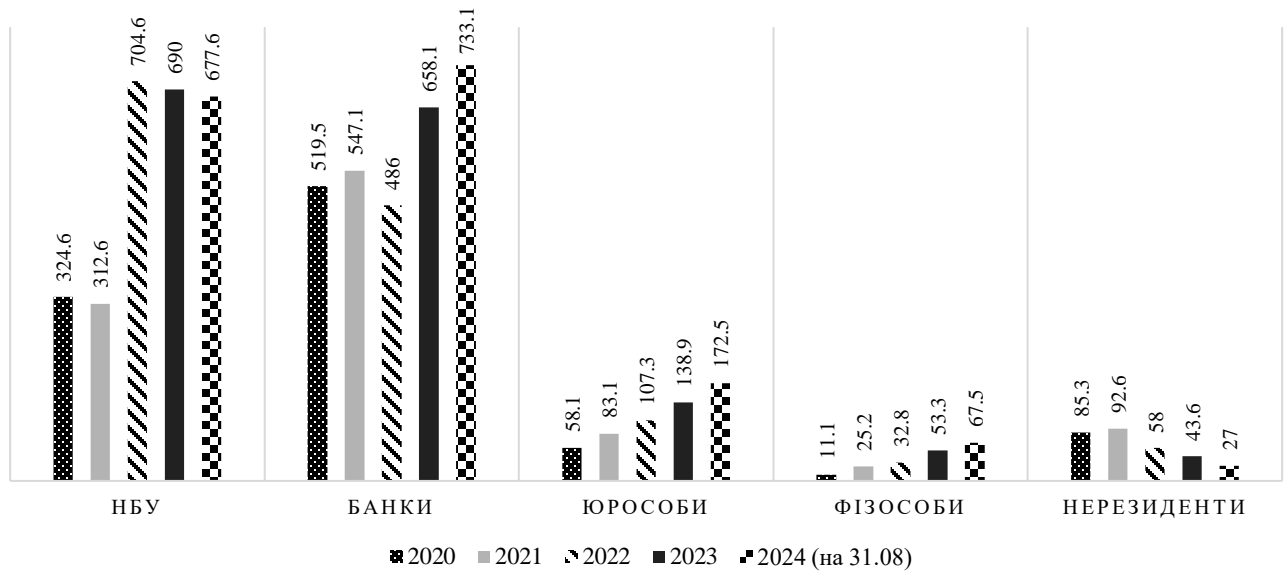


Рисунок 3.5 – Динаміка вартості ОВДП за поділом на власників протягом 2020-2024 рр., млрд грн

Джерело: складено автором за даними [46]

Внаслідок початку повномасштабної війни та підвищеного обсягу відтоку коштів з банків з боку населення та бізнесу в 2022 р., НБУ почав викуповувати ОВДП банків, тим самим збільшуючи ліквідність банківської системи, що дало змогу видавати населенню готівкові кошти з рахунків, на які був підвищений попит на початку війни. Це мало також негативні наслідки, оскільки темп інфляції зріс до 26,6% за підсумками року.

В подальшому Міністерство фінансів почало підвищувати ставки за ОВДП в середньому до 17% річних з 2023 р. Цей варіант зберігання заощаджень виглядав перспективніше для частини населення та підприємців, аніж класичні депозити, оскільки фізичні особи не сплачують податок на доходи фізичних осіб

та військовий збір з інвестиційного доходу від ОВДП. Натомість, з інвестиційних депозитних доходів фізична особа має сплатити 18% ПДФО та 1,5% військового збору (з жовтня 2024 р. – 5%).

Для оцінки загальних обсягів ОВДП в обігу, наведемо динаміку з початку 2017 р. до вересня 2024 р. (рис. 3.6).

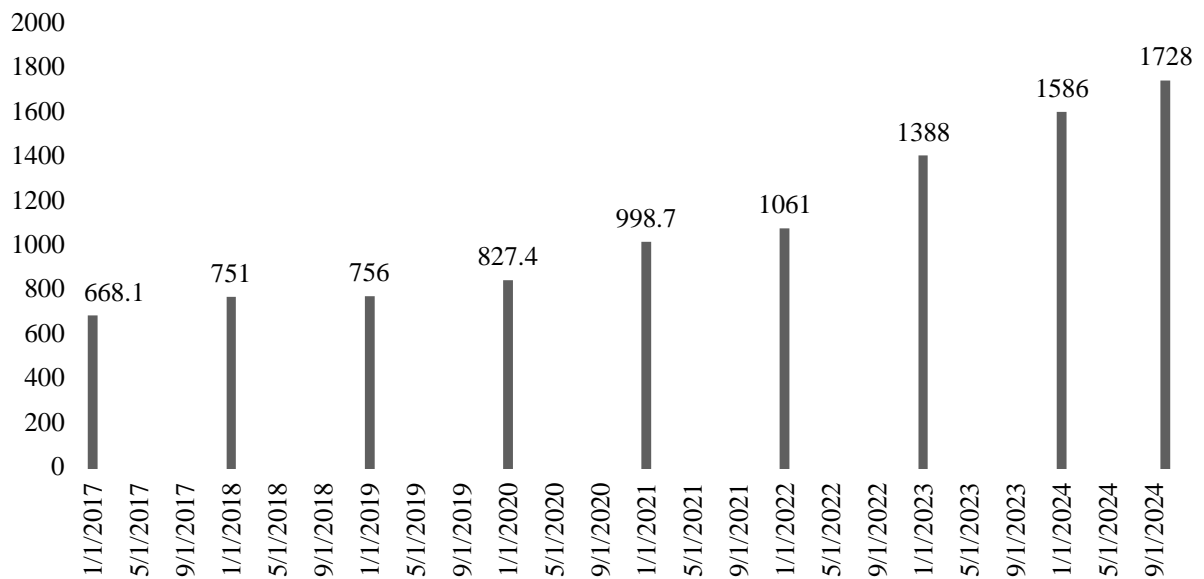


Рисунок 3.6 – Динаміка обсягів ОВДП, які знаходяться в обігу, протягом 2017-2024 рр., млрд грн

Джерело: складено автором за даними [46]

З 2017 р. обсяг ОВДП в обігу постійно зростає, з 668,1 млрд грн станом на 01.01.2017 до 1728 млрд грн на 01.10.2024. Це вказує на вищу зацікавленість інвесторів у державних облігаціях, а також на збільшення внутрішніх боргових зобов'язань уряду України.

Найбільші обсяги приросту спостерігаються в період з 2021 до 2022 рр., коли обсяг ОВДП збільшився з 998,7 млрд грн до 1061 млрд грн (приріст на 62,3 млрд грн) і потім з 1061 млрд грн до 1388 млрд грн (приріст на 327 млрд грн) у період з 2022 до 2023 р. Це пов'язано зі зростанням ставок за ОВДП внаслідок

залучення коштів на військові потреби, а також необхідністю швидкого фінансування державного бюджету у зв'язку з даними викликами.

Загальний тренд вказує на збільшення внутрішніх боргових зобов'язань України, що відображає необхідність підвищеного фінансування державних видатків і збільшення залежності від внутрішнього ринку запозичень. Проте, збільшення обсягів ОВДП підвищує навантаження на бюджет у вигляді обслуговування боргу, що може створити додаткові ризики для економічної стабільності в довгостроковій перспективі.

Для кращої наочності розглянемо структуру вартості ОВДП Міністерства фінансів України за власниками цінних паперів (рис. 3.7).

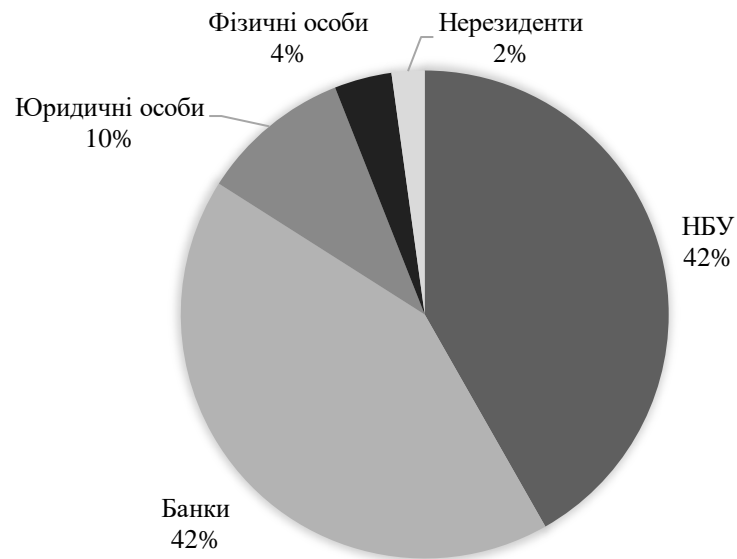


Рисунок 3.7 – Структура вартості ОВДП Міністерства фінансів України за власниками цінних паперів, % до підсумку

Джерело: складено автором за даними [46]

Можна побачити, що основними інвесторами у внутрішній державний борг України є банки та НБУ, які на двох мають частку власності всіх ОВДП України в розмірі 84%. Варто зазначити, що НБУ викупував ОВДП у комерційних

банків на початку повномасштабного вторгнення РФ, що дозволило банкам уникнути банківської кризи та видати всі кошти клієнтам на вимогу.

Оскільки середні ставки за новими депозитами суттєво нижчі в 2023-2024 рр., ніж ставки за ОВДП, виглядає більш доцільним вкладення саме в державні облігації, аніж в депозити (табл. 3.1).

Таблиця 3.1 – Динаміка середніх ставок за новими депозитами та ставок за ОВДП в Україні, % річних

Рік	Депозити		ОВДП	
	Гривня	Долар США	Гривня	Долар США
2020	6,1	1,9	10,2	2,2
2021	4,7	0,9	11,3	1,2
2022	7,6	1	18,3	1,4
2023	12,6	0,8	18,7	3,3
2024 (на 31.08)	8,8	1	16,2	3

Джерело: складено автором за даними [46]

Таким чином, ставки за новими депозитами є суттєво нижчими, оскільки велику частину депозитів розміщено на вкладах до запитання, за якими ставки зазвичай є найнижчими. Станом на 2024 р. ставки за новими гривневими депозитами є майже вдвічі нижчими, ніж ставки за гривневими ОВДП, що стимулює населення та юридичних осіб вкладати саме в ОВДП, а не в депозити [52].

Отже, важливим фактором, який вплинув на зростання депозитів, є активний перехід частини вкладників на ОВДП як більш вигідну та надійну альтернативу депозитам. Водночас доларизація депозитного ринку знизилася, що свідчить про поступове зростання довіри до національної валюти.

Якщо аналізувати загалом частку кожного з інструментів та джерел формування державного боргу України, можна відзначити, що найбільшу частку серед кредиторів займають міжнародні фінансові організації та країни ЄС (рис. 3.8).

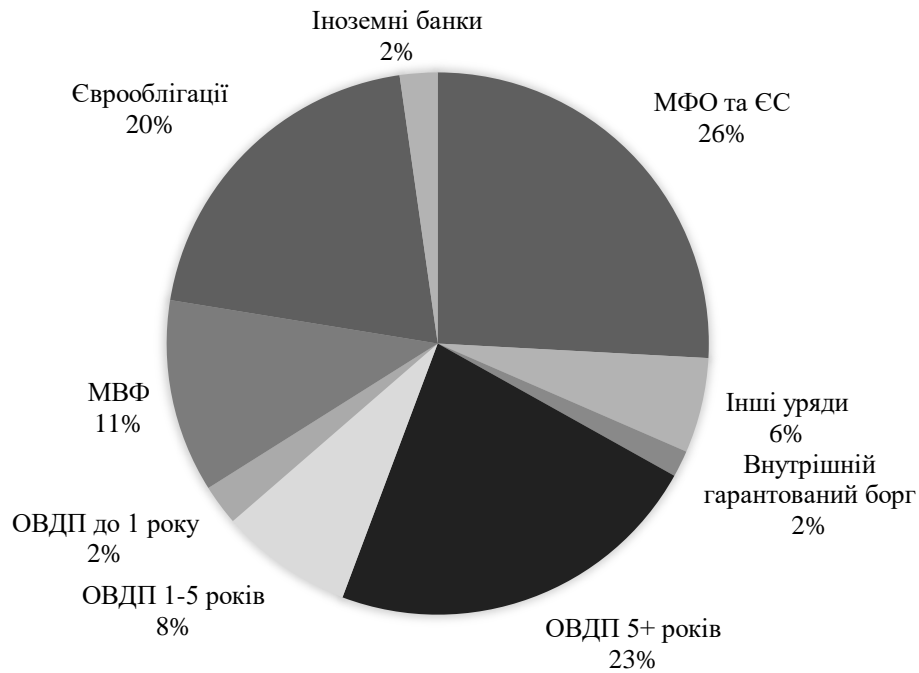


Рисунок 3.8 – Частка джерел державного боргу України станом на кінець 2023

р.

Джерело: складено автором за даними [46]

Протягом 2022–2023 рр. Україна значною мірою покладалася на зовнішнє пільгове фінансування, що призвело до зростання частки зовнішнього боргу з 45% на кінець 2021 р до майже 70% станом на кінець 2023 р., а на 2024 р. заплановано подальше її збільшення до 76,9%. Такий відсоток є відносно високим показником. Для порівняння: у країнах-аналогах членах ЄС частка зовнішнього боргу становить 43%, у країнах-аналогах не членах ЄС – 70%.

Незначна місткість ринку ОВДП, їхня короткостроковість і висока вартість визначають помірну роль внутрішніх позик у фінансуванні дефіциту бюджету [62].

Таким чином, найбільшу частку у державному боргу України займають єврооблігації, ОВДП на довгий строк та кредити від міжнародних фінансових організацій. Зовнішній борг є домінуючим у структурі державного боргу України, на відміну від внутрішніх запозичень (ОВДП). А тому, перспективами

є збільшення привабливості внутрішніх запозичень для населення та юридичних осіб, збільшення обсягів проданих облігацій Міністерством фінансів, поступове заміщення іноземних позик внутрішніми, для зниження боргових ризиків, які наразі є значними.

Також варто проаналізувати частку бюджетних видатків на обслуговування державного боргу від усіх видатків державного бюджету України (рис. 3.9).

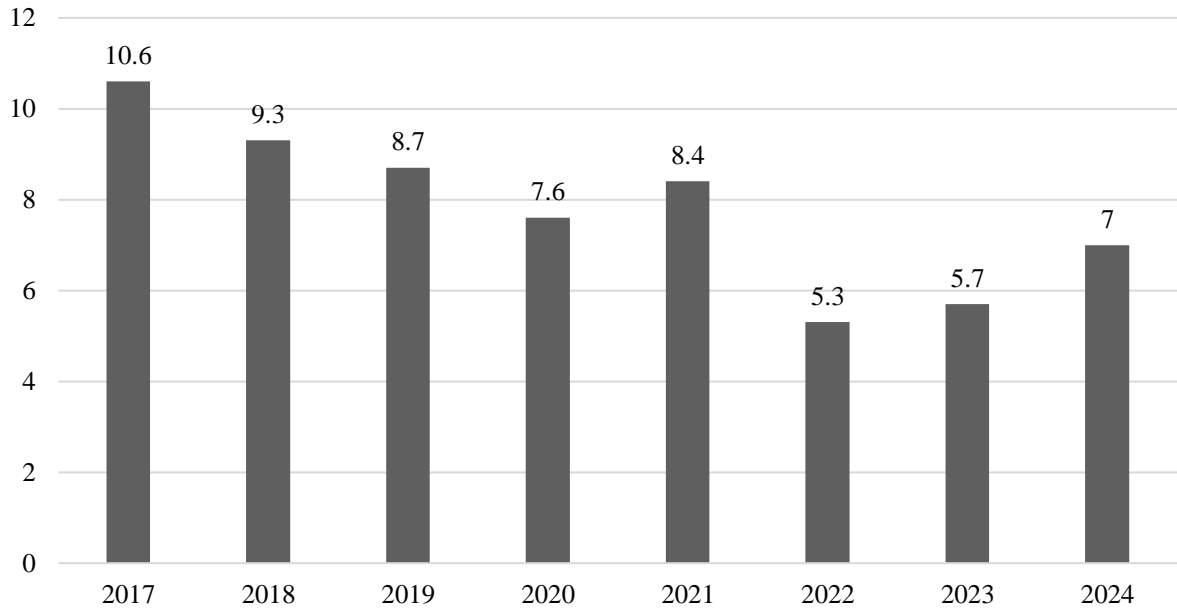


Рисунок 3.9 – Динаміка частки планових бюджетних видатків на обслуговування державного боргу від усіх видатків державного бюджету України, %

Джерело: складено автором за даними [48]

В 2017 р. частка бюджетних видатків на обслуговування державного боргу України складала 10,6% всіх видатків, що було дуже високим значенням, оскільки розмір державного боргу до ВВП тоді перевищував 71%, і, відповідно, платежі з погашення тіла кредитів та відсотків були вищими.

В подальшому, зі зниженням розміру державного боргу до ВВП, знижувалась частка бюджетних видатків на обслуговування державного боргу, а в 2023 р. внаслідок суттєвого зростання воєнних витрат частка видатків на

обслуговування державного боргу майже не зросла. Також варто відзначити, що в умовах повномасштабної війни ця частка не зросла суттєво, оскільки Україна в серпні 2022 р. домовилася про відстрочку на два роки погашення та виплату відсотків за 13 випусками суверенних єврооблігацій загальною номінальною вартістю 17,26 млрд дол США та 2,25 млрд євро, а також про перегляд умов щодо ВВП-варантів [63].

У 2024 р. Україна досягла принципових домовленостей з Комітетом власників єврооблігацій. За угодою, існуючі єврооблігації в обігу будуть обмінані на пакет нових єврооблігацій із номінальним зниженням вартості боргу на 37% на початковому етапі та зменшенням чистої приведеної вартості боргу на близько 60% [63].

У результаті цієї угоди державний та гарантований державою борг України скоротився на близько 9 млрд дол США. «Це означає номінальне зниження вартості боргу на 37% з першого дня дії угоди і зменшення чистої приведеної вартості боргу на близько 60% (при ставці дисконтування 14%). Це одне з найбільших списань боргу в нещодавніх реструктуризаціях суверенного боргу», – пояснили в Мінфіні [63].

Боргові виплати знижуються на 93%, що призведе до економії 11,4 млрд дол США протягом наступних трьох років. Окрім цього, витрати на обслуговування і погашення боргу до 2033 р. зменшаться на 77%, що дасть можливість заощадити загалом 22,8 млрд дол США, наголосив Мінфін.

Загальна сума планових витрат на обслуговування державного боргу була найвищою в 2023 р. і становила майже 254 млрд грн, а в 2024 р. вдалося скоротити виплати за державним боргом, основна заслуга цього – в запланованій на 2024 р. реструктуризації зовнішнього державного боргу (рис. 3.10).

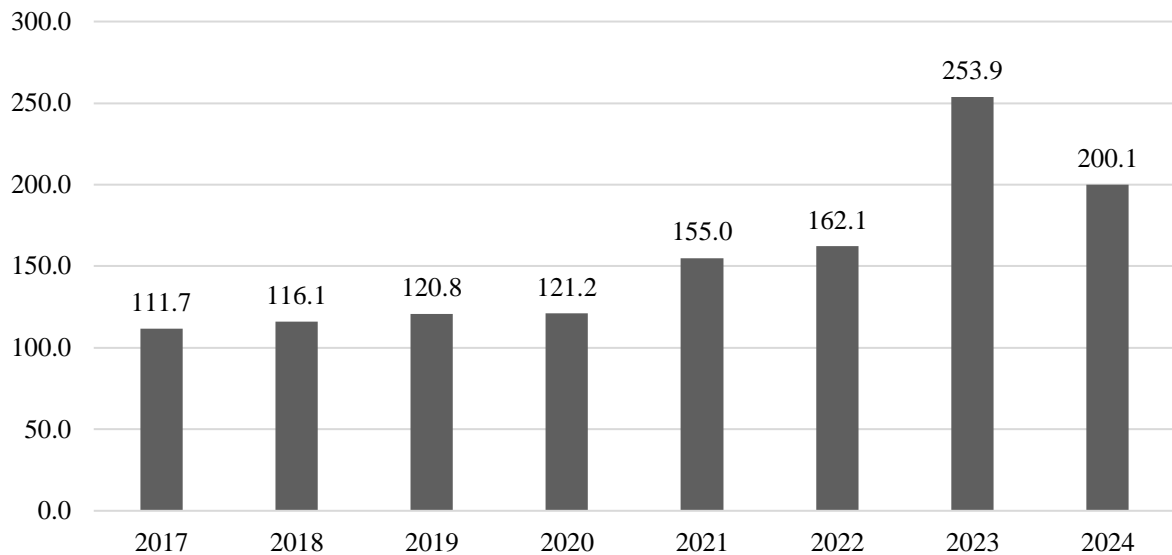


Рисунок 3.10 – Динаміка суми планових бюджетних видатків на обслуговування державного боргу України, млрд грн

Джерело: складено автором за даними [48]

За даними Міністерства фінансів України, з 2022 р. станом на 31.03.2024 р. середньозважена вартість державного та гарантованого державою боргу України скоротилася майже в 1,4 раза – з 7,8% до 5,6%, а середньозважена строковість збільшилася в 1,6 раза – з 6,3 року до 10,0 років. Зокрема, станом на червень 2024 р. найбільша частка державного внутрішнього боргу припадає на боргові інструменти зі строком погашення понад 10 років – 53,6 % (табл. 3.2).

Таблиця 3.2 – Структура державного внутрішнього боргу України за строками до погашення, частка від загальної суми, %

Строки погашення	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Червень 2024 р.
< 3 р.	43	30	26,5	28,0
3-5 р.	12	7	9,4	13,2
5-7 р.	6	7	5,2	2,5
7-10 р.	14	12	4,0	1,6
>10 р.	24	44	55,0	53,6
Всього	100	100	100	100

Джерело: складено автором за даними [48]

Отже, завдяки залученню більшої частки боргу на пільгових умовах, параметри строковості й вартості всього боргу за час війни поліпшилися.

У проєкті держбюджету на 2025 р. Мінфін заклав залучення лише 17 млрд грн «чистими» (залучення мінус погашення) від ОВДП, бо наблизився до граничних можливостей на внутрішньому борговому ринку. Про це повідомив міністр фінансів Сергій Марченко. В урядовому проєкті бюджету-2025 закладено 579 млрд грн запозичень через ОВДП. Погашення за цим інструментом – 562 млрд грн [41].

Роловер за ОВДП на наступний рік – 103%, Мінфін справді наблизився до граничних можливостей у частині внутрішніх запозичень, заявив Марченко. «Це не безкінечна можливість, є певні обмеження у частині запозичень – вони пов'язані не тільки з обсягами запозичень, а й з борговою стійкістю», – наголосив міністр. Не можна запозичувати по максимум і не звертати уваги, скільки потім доведеться погашати за ОВДП, пояснив очільник Мінфіну. «У наступні роки ми маємо збалансувати внутрішні запозичення, щоб була можливість їх обслуговувати та погашати, – зазначив Марченко. – Наші можливості на внутрішнього ринку вичерпні» [41].

Отже, аналіз бюджетного дефіциту та структури державного боргу України засвідчує суттєве зростання боргових зобов'язань, викликане збільшенням бюджетних витрат в умовах кризових подій, зокрема повномасштабної війни та економічної нестабільності. Рівень дефіциту бюджету та відповідне навантаження на державний борг вимагають рішучих заходів для забезпечення економічної стабільності, зокрема залучення коштів через ОВДП та інші інструменти внутрішнього запозичення. Водночас варто зауважити, що перевищення боргового навантаження спричиняє додаткові ризики для економіки, обмежуючи можливості фіскальної політики сприяти економічному розвитку. У цих умовах важливо збільшувати привабливість внутрішніх інструментів запозичень для юридичних і фізичних осіб, щоб зменшити

залежність від зовнішнього фінансування і поступово стабілізувати внутрішній ринок капіталу.

3.2. Кореляційно-регресійна модель впливу обсягів викуплених ОВДП на фінансову стабільність в Україні

З метою глибшого розуміння цих процесів і їхнього впливу на макрофінансову стабільність необхідно провести кореляційно-регресійний аналіз, який дозволить виявити взаємозв'язок між обсягом внутрішніх запозичень та ключовими макроекономічними показниками. Це сприятиме виявленню закономірностей, які допоможуть удосконалити державну політику щодо управління внутрішнім боргом і забезпечення фінансової стабільності.

Таким чином, основною метою проведення кореляційно-регресійного аналізу є дослідження сили і напряму взаємозв'язку між обсягами внутрішніх запозичень та показниками макрофінансової стабільності, основним з яких в даному випадку є темп інфляції. Таке дослідження дозволить розробити практичні рекомендації для покращення політики державного управління внутрішнім боргом і стабілізації макрофінансової ситуації в Україні.

Передбачається, що обсяг викуплених ОВДП Нацбанком України суттєво впливає на темпи інфляції. На рис. 3.11 наведена динаміка ОВДП у власності НБУ по місяцям з початку повномасштабної війни.

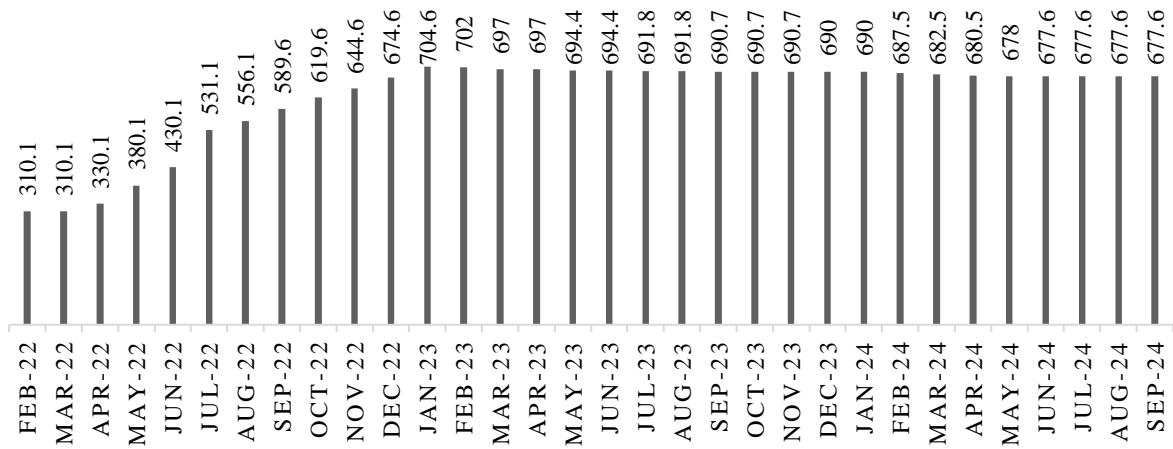


Рисунок 3.11 – Динаміка ОВДП у власності НБУ з початку російської військової агресії проти України, млрд грн на кінець місяця

Джерело: складено автором за даними [45]

Можна побачити, що вже в квітні 2022 р. НБУ почав активно викуповувати ОВДП, і цей процес продовжувався до кінця січня 2023 р. У 2023 р. налагодилося постачання військового обладнання, а також міжнародна фінансова допомога почала надходити в підвищеному обсязі, а тому потреби у викупленні ОВДП з боку НБУ більше не було. Тим більше, такий метод фінансування державних витрат призводить до значної інфляції, яка спостерігалася в 2022 р. (рис. 3.12).

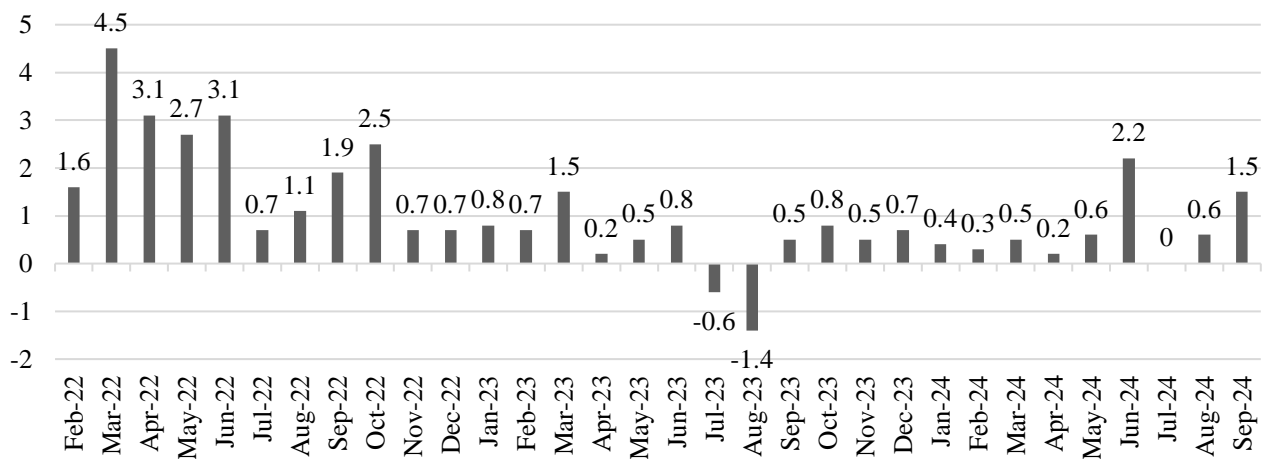


Рисунок 3.12 – Динаміка темпів інфляції з початку російської військової агресії проти України, % до попереднього місяця

Джерело: складено автором за даними [45]

Як можна побачити, з початку повномасштабної війни в 2022 р. спостерігалися доволі високі темпи інфляції, частково це пов'язано з ліквідацією частини дефіциту бюджету за рахунок наповнення бюджету за допомогою викупу ОВДП напряду НБУ. Загалом з початку повномасштабної війни протягом березня-грудня 2022 р. із зовнішніх джерел було залучено 562,9 млрд грн або 46,4%, що стало основним джерелом фінансування державного бюджету у 2022 р. Ще 400 млрд грн (33% фінансування бюджету) забезпечив НБУ через прямий викуп військових облігацій. На аукціонах з розміщення ОВДП уряд залучив 250,4 млрд грн (20,6% фінансування). Більшість цих облігацій придбали банки [17].

Якщо проаналізувати силу впливу темпів приросту обсягів придбаних ОВДП НБУ за кожен місяць на темп інфляції до попереднього місяця, отримаємо такі результати (рис. 3.13).

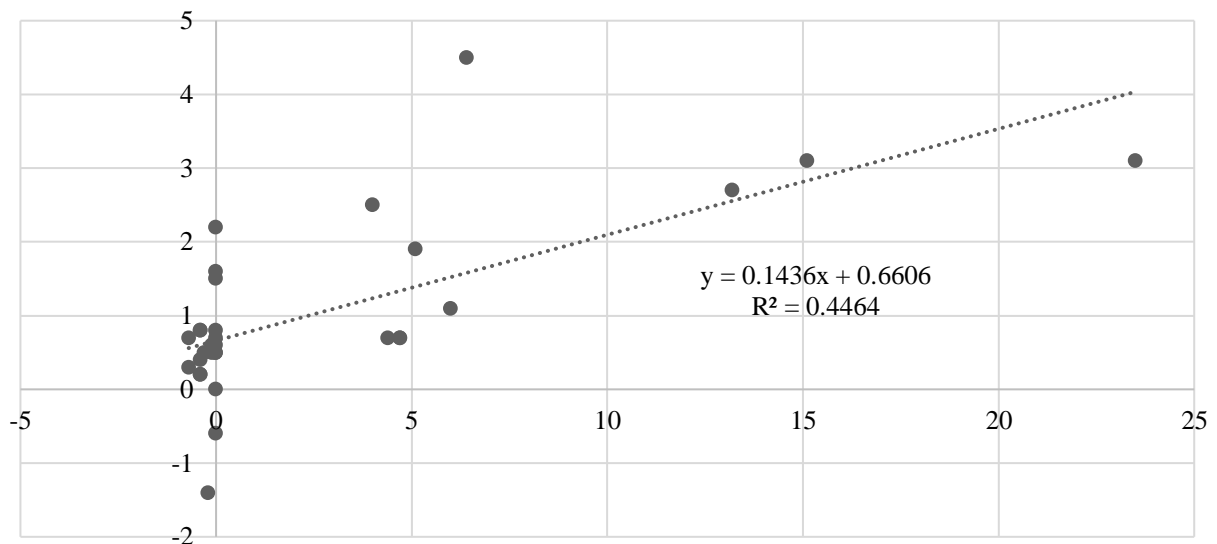


Рисунок 3.13 – Кореляційно-регресійна модель залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів придбаних ОВДП НБУ протягом 2022-2024 рр.

Джерело: розроблено автором

Таким чином, рівняння регресії має вигляд:

$$y = 0,1436x + 0,6606, \quad (3.1)$$

Де x – темп приросту обсягів придбаних ОВДП НБУ, % до попереднього місяця; y – темп інфляції в Україні, % до попереднього місяця.

Таким чином, зі зростанням темпів приросту обсягів придбаних ОВДП НБУ на 1% до попереднього місяця, темп інфляції зростає на 0,143%. При цьому, без викупування ОВДП з боку НБУ, темп інфляції складає 0,66% за місяць згідно з даною моделлю. Коефіцієнт детермінації дорівнює 0,4464, що свідчить про те, що в умовах воєнного стану темп приросту обсягів придбаних ОВДП НБУ впливає на темп інфляції на 44,64%, решта 55,36% – сила впливу інших факторів. До того ж, напрямок впливу є прямим, тобто зі зростанням обсягу купівлі ОВДП НБУ зростає й інфляція, що негативно впливає на макрофінансову стабільність в країні.

Крім того, варто проаналізувати, як вплинула купівля ОВДП комерційними банками та населенням на головний показник, який намагається контролювати НБУ, – темп інфляції. На рис. 3.14 наведена кореляційно-регресійна модель залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів придбаних ОВДП фізичними особами в період повномасштабної війни.

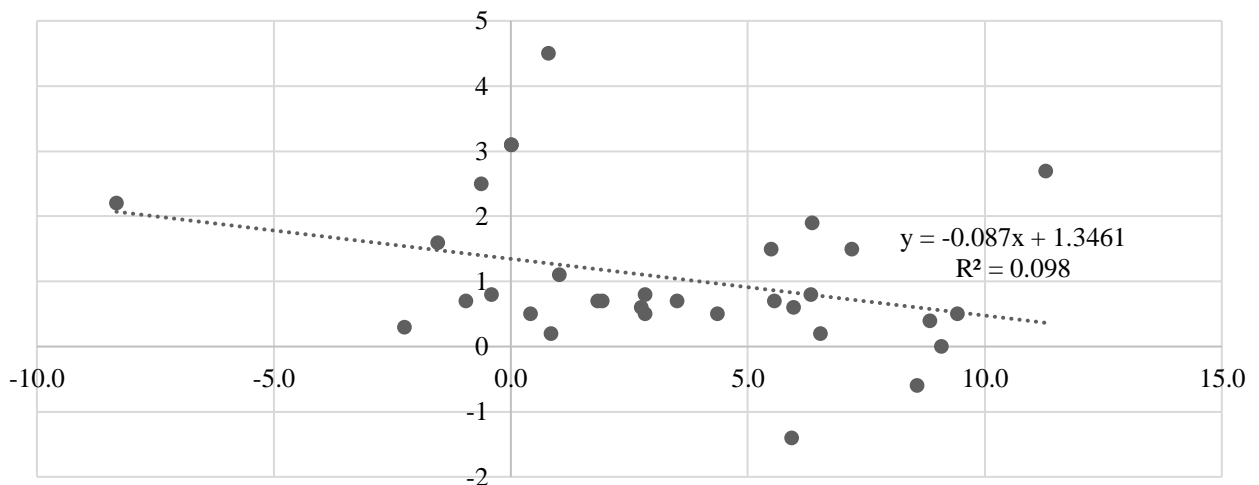


Рисунок 3.14 – Кореляційно-регресійна модель залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів придбаних ОВДП фізичними особами протягом 2022-2024 рр.

Джерело: розроблено автором

Таким чином, рівняння регресії має вигляд:

$$y = -0,087x + 1,3461, \quad (3.2)$$

Де x – темп приросту обсягів придбаних ОВДП фізичними особами, % до попереднього місяця; y – темп інфляції в Україні, % до попереднього місяця.

Таким чином, зі зростанням темпів приросту обсягів придбаних ОВДП фізичними особами на 1% до попереднього місяця, темп інфляції знижувався на 0,087%. При цьому, без викупування ОВДП з боку фізичних осіб, темп інфляції складав в середньому на 1,346% за місяць згідно з даною моделлю.

Коефіцієнт детермінації дорівнює 0,098, що свідчить про те, що в умовах воєнного стану темп приросту обсягів придбаних ОВДП фізичними особами впливає на темп інфляції на 9,8%, решта 90,2% – сила впливу інших факторів. До того ж, напрямок впливу є оберненим, тобто зі зростанням обсягу купівлі ОВДП фізичними особами скорочується темп інфляції, що позитивно впливає на макрофінансову стабільність в країні.

На рис. 3.15 наведена кореляційно-регресійна модель залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів придбаних ОВДП комерційними банками України в період повномасштабної війни.

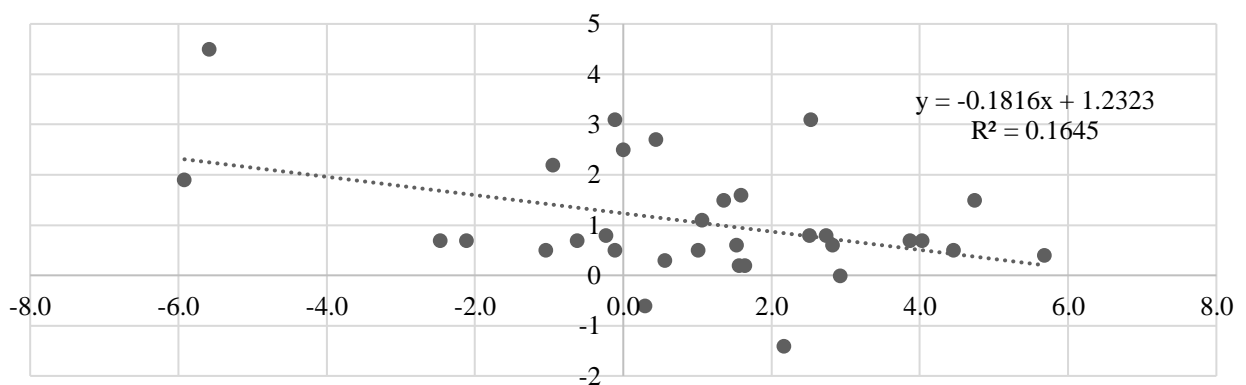


Рисунок 3.15 – Кореляційно-регресійна модель залежності темпу інфляції від темпів приросту обсягів придбаних ОВДП банками України протягом 2022-2024 рр.

Джерело: розроблено автором

Таким чином, рівняння регресії має вигляд:

$$y = -0,1816x + 1,2323, \quad (3.3)$$

Де x – темп приросту обсягів придбаних ОВДП банками, % до попереднього місяця; y – темп інфляції в Україні, % до попереднього місяця.

Таким чином, зі зростанням темпів приросту обсягів придбаних ОВДП банками на 1% до попереднього місяця, темп інфляції знижувався на 0,181%. При цьому, без викупування ОВДП з боку банків, темп інфляції складав в середньому на 1,23% за місяць згідно з даною моделлю.

Коефіцієнт детермінації дорівнює 0,1645, що свідчить про те, що в умовах воєнного стану темп приросту обсягів придбаних ОВДП банками впливає на темп інфляції на 16,45%, решта 83,55% – сила впливу інших факторів. До того ж, напрямок впливу є оберненим, тобто зі зростанням обсягу купівлі ОВДП банками скорочується темп інфляції, що позитивно впливає на макрофінансову стабільність в країні.

Проведений кореляційно-регресійний аналіз демонструє різнонаправлений вплив обсягів викуплених ОВДП на темпи інфляції в Україні в умовах воєнного стану. Зокрема, викуп ОВДП НБУ має прямий зв'язок з інфляційними процесами, спричиняючи зростання інфляції зі збільшенням обсягів придбаних облігацій. Цей вплив пояснюється тим, що значні обсяги викупу ОВДП НБУ, спрямовані на покриття дефіциту бюджету, додають грошову масу в економіку, що чинить тиск на цінову стабільність.

Водночас, викуп ОВДП фізичними особами та комерційними банками показав обернений вплив на інфляційні процеси в умовах воєнного стану, знижуючи темп інфляції, що свідчить про стабілізаційний ефект таких інвестицій. Цей результат є важливим для розробки оптимальної політики управління внутрішнім боргом і показує, що залучення коштів від приватних

інвесторів і банків має позитивний вплив на інфляцію, сприяючи збереженню макрофінансової стабільності.

Коефіцієнти детермінації у моделях засвідчують, що темпи приросту обсягів придбаних ОВДП лише частково пояснюють коливання інфляції, вказуючи на значний вплив інших чинників, яких в умовах воєнного стану досить багато. Таким чином, результати цього аналізу можуть слугувати основою для ухвалення рішень щодо розподілу внутрішнього державного боргу між НБУ, банківським сектором та приватними інвесторами, що дозволить зменшити інфляційний тиск та підвищити фінансову стабільність в Україні.

Проведений кореляційно-регресійний аналіз висвітлив важливі особливості впливу внутрішніх запозичень через ОВДП на інфляцію в Україні в умовах воєнного стану. Результати дослідження свідчать, що використання різних джерел фінансування державного бюджету має різний вплив на макрофінансову стабільність. Зокрема, покладання на НБУ як основного покупця ОВДП підсилює інфляційні процеси, тоді як залучення фізичних осіб і банків має стабілізаційний ефект. Важливо відзначити важливість подальшої оптимізації державної політики управління внутрішніми запозиченнями. Зокрема, доцільно зменшувати обсяги викупу ОВДП НБУ та збільшувати роль комерційних банків і приватних інвесторів у фінансуванні дефіциту бюджету. Залучення коштів від населення через ОВДП є важливим інструментом підвищення довіри до держави та мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів.

Таким чином, для досягнення макрофінансової стабільності в умовах війни Україні необхідно продовжувати диверсифікацію джерел фінансування, сприяти залученню інвестицій від приватного сектору та банків і зменшувати залежність від прямого монетарного фінансування.

4. ОЦІНКА РЕЗУЛЬТАТІВ ТА ОБҐРУНТУВАННЯ НАПРЯМКІВ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

В сучасних умовах воєнного стану в Україні питання забезпечення фінансової стабільності та покриття дефіциту державного бюджету набуває особливого значення. Внутрішні державні запозичення, зокрема через ОВДП, стали ключовим інструментом залучення коштів для підтримки економіки, фінансування соціальних програм і військових потреб. Водночас їх використання супроводжується низкою викликів, серед яких високий інфляційний тиск, обмеження ресурсів на фінансових ринках та ризики зростання державного боргу. Для ефективного застосування цього механізму необхідно детально узагальнити його вплив на макрофінансові показники країни.

Результати дослідження дозволяють обґрунтувати напрями підвищення ефективності внутрішніх державних запозичень, зокрема через зниження інфляційного тиску, оптимізацію участі різних фінансових агентів та забезпечення макрофінансової стабільності.

У жовтні 2023 р. Кабінет Міністрів затвердив стратегію управління державним боргом на 2024–2026 рр., розроблену Міністерством фінансів. Одним із головних пріоритетів цього документа є розвиток внутрішнього ринку капіталу та залучення національних ресурсів. Однак чіткі механізми реалізації цих цілей у стратегії не прописані. Мінфін лише зазначає необхідність активнішого залучення банків, населення та іноземних інвесторів до купівлі ОВДП [37].

Дохідність військових облігацій поступово знижується, що пов'язано зі зменшенням облікової ставки НБУ (з 14 червня вона становить 13%). Так, у липні 2023 р. облігації в гривні продавалися з дохідністю близько 20% річних, а в липні 2024 р. цей показник впав до 14,6–16,8%. Внаслідок цього знижується привабливість облігацій як інвестиційного інструменту [53].

Ресурси для купівлі облігацій залишаються обмеженими. За даними НБУ, банки вже спрямували на ОВДП майже чверть своїх активів, тому подальше стимулювання таких вкладень не є необхідним. Сам Нацбанк не може купувати облігації, щоб уникнути емісійного фінансування бюджету, на яке уряд поки що не наважується. Населення також не є значним джерелом коштів, оскільки облігації не є пріоритетною статтею витрат для українців. Ситуація з іноземними інвесторами ще складніша: через низький рівень довіри Україна сприймається ними як ненадійний позичальник [53].

На основі проведеного аналізу можна запропонувати такі рекомендації для вдосконалення державної політики щодо використання ОВДП (рис. 4.1).

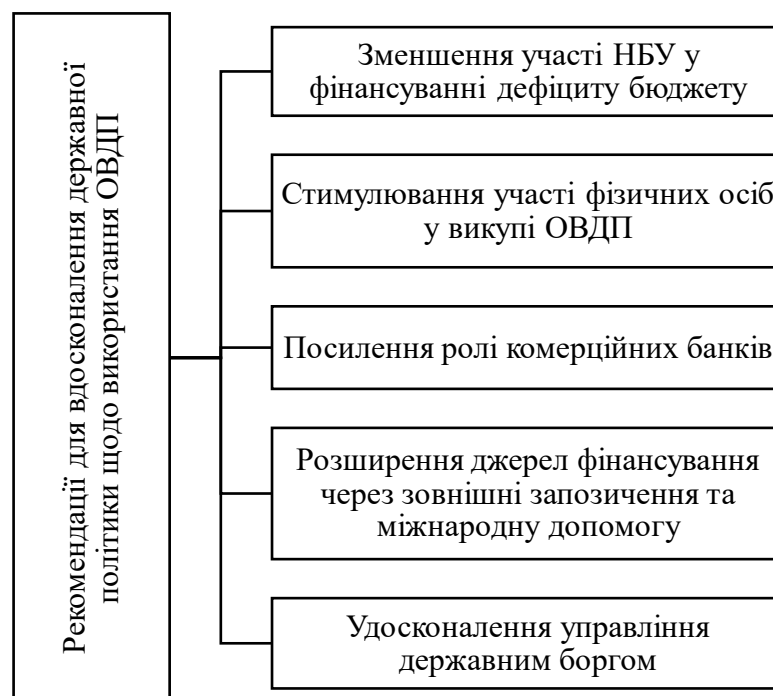


Рисунок 4.1 – Рекомендації для вдосконалення державної політики щодо використання ОВДП

Джерело: розроблено автором

Нами визначено, що викуп ОВДП НБУ має прямий зв'язок з інфляційними процесами, що пояснюється збільшенням грошової маси в економіці для фінансування державних витрат. Це створює додатковий інфляційний тиск, особливо в умовах обмеженої економічної активності під час воєнного стану. Натомість, залучення коштів фізичних осіб не створює додаткового тиску на грошову масу, а сприяє збалансуванню фінансування державного бюджету. Комерційні банки відіграють важливу роль у фінансуванні бюджету, використовуючи свої ресурси для придбання ОВДП, що допомагає зменшити інфляційний тиск в умовах дефіциту державних фінансів.

Розглянемо запропоновані заходи детальніше:

1. Зменшення участі НБУ у фінансуванні дефіциту бюджету. Враховуючи високий інфляційний вплив викупу ОВДП НБУ, необхідно мінімізувати його участь у придбанні облігацій, особливо в періоди стабілізації зовнішньої допомоги та економічної активності. Замість цього доцільно збільшити залежність від ринкових механізмів.

2. Стимулювання участі фізичних осіб у викупі ОВДП. Розробка програм заохочення приватних інвесторів через підвищення привабливості ОВДП, наприклад, шляхом створення гнучких умов погашення, конкурентних відсоткових ставок та інформаційної підтримки. Це сприятиме не лише зменшенню інфляційного тиску, але й залученню додаткових ресурсів.

3. Посилення ролі комерційних банків. Для збільшення ефективності участі банківського сектору необхідно запроваджувати інструменти мотивації, такі як пільгові умови для банків, які активно беруть участь у придбанні ОВДП, або зниження регуляторного тиску для підтримки ліквідності.

4. Розширення джерел фінансування через зовнішні запозичення та міжнародну допомогу. Скорочення дефіциту бюджету за рахунок зовнішніх джерел дозволить зменшити навантаження на внутрішній ринок ОВДП та запобігти створенню інфляційного тиску. При цьому слід шукати можливостей

залучити кредити з низькими відсотковими ставками або кошти на основі грантової допомоги, яка є безповоротною, що суттєво допомогло у 2022-2023 рр.

5. Удосконалення управління державним боргом. Необхідно впровадити комплексну політику управління державним боргом, спрямовану на оптимальний розподіл зобов'язань між різними категоріями кредиторів, мінімізацію витрат на обслуговування боргу та збереження макрофінансової стабільності.

Впровадження цих рекомендацій сприятиме ефективнішому використанню внутрішніх запозичень для фінансування державного бюджету, зниженню інфляційного тиску та забезпеченню макрофінансової стабільності в Україні.

Частково покращити ситуацію з наповненням бюджету за допомогою ОВДП можна шляхом залучення коштів, які перебувають у населення на руках, до купівлі державних облігацій. Населення України у жовтні 2024 р. купило у банках 1,394 млрд доларів – рекордний за 12 років обсяг валюти (у листопаді 2012 року – 1,523 млрд доларів). З початку року українці купили у банках 9,626 млрд доларів [11].

Іноземна валюта (долари та євро) є головною формою заощаджень українців. За даними НБУ, за січень-вересень 2024 року зростання обсягів готівкової валюти поза банками оцінено в 11,7 млрд доларів (торік – 8,1 млрд доларів). Загалом на руках у населення та бізнесу може бути близько 130 млрд доларів, що набагато більше за всі гривневі активи (2,4 трлн гривень) [11].

Як зазначив колишній голова Ради НБУ Богдан Данилишин, починаючи з липня по нетто-підсумку спостерігається повна конвертація нових надходжень гривневих коштів в іноземну валюту, тобто конвертуються не лише нові потоки, але вже накопичені гривневі заощадження.

Крім того, на руках населення перебуває досить багато готівкових коштів. Динаміка сум гривневої готівки на руках у населення наведена на рис. 4.2.

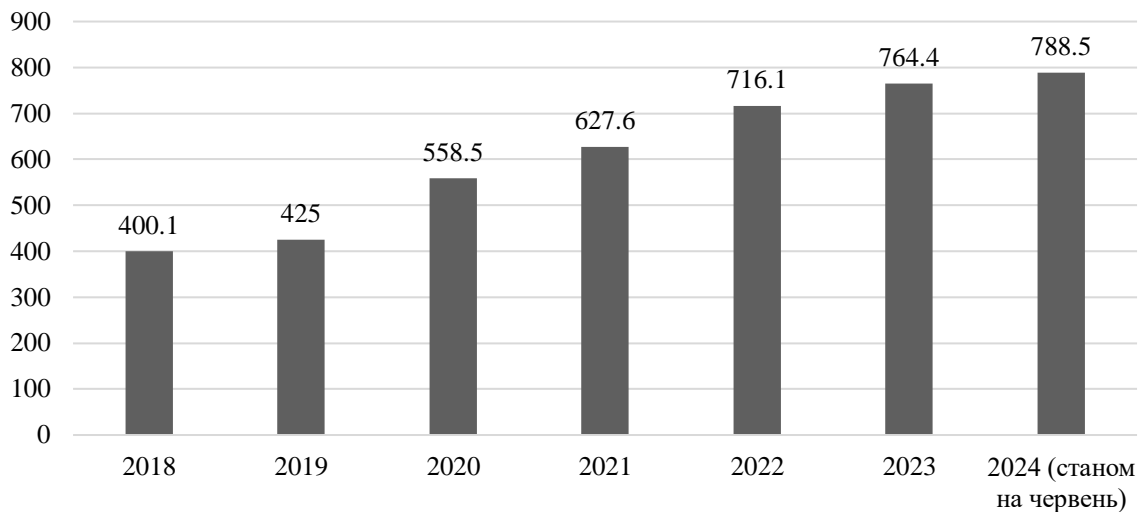


Рисунок 4.2 – Сума готівкових коштів на руках у населення України на кінець року протягом 2018-2024 рр., млрд грн

Джерело: складено автором за даними [45]

У Нацбанку розповіли, що на початку повномасштабного вторгнення попит українців на готівку значно зріс через невпевненість у тому, чи працюватимуть банки та платіжні картки. Але з квітня це побоювання зникло і попит почав поступово зменшуватись. Друга хвиля попиту відбулася у жовтні після початку ударів РФ по енергетичній інфраструктурі та як наслідок перебоїв зі світлом. На початку 2023 р. сума готівки в обігу збільшилася на 14,1% – до 716,1 млрд гривень. Найбільше в обігу було банкнот номіналом 500 гривень (у НБУ відзначили зростання попиту на них) та 200 гривень [45].

Таким чином, можна припустити, що 25% даного обсягу можна залучити шляхом пропонування привабливих фіксованих ставок населенню, а також приблизно 4 млрд дол готівкової валюти, яка знаходиться на руках у населення, здебільшого в якості заощаджень. Перевагами вкладень в ОВДП для населення є, крім нарахування відсотків, можливість продажу цінних паперів в будь-який робочий день. Таким чином, обсяг можливого залучення коштів, які перебувають у руках населення, може скласти:

Сума залучених коштів від ОВДП = $788,5 \times 0,25 + 4 \times 41,6 = 363,53$ млрд грн (4.1)

Отже, з готівкових коштів в гривні та доларі США можна в перспективі залучити приблизно 363,53 млрд грн. Ця сума складає приблизно 11% планових видатків державного бюджету України в 2024 р., що дозволило б менше залежати Україні від зовнішніх боргів, які є більш ризикованими та номіновані в іноземній валюті.

Станом на кінець літа 2024 р. населення та юридичні особи тримали на банківських депозитах загальну суму, еквівалентну 2555,7 млрд грн, що суттєво перевищує обсяги вкладень в ОВДП. Відповідно, ставки за депозитами є нижчими, ніж за ОВДП, а з огляду на те, що ОВДП можна легко продати, цей інструмент буде більш доречним для населення, оскільки суттєві суми коштів банки вкладають також або в депозитні сертифікати НБУ, або в ОВДП, виступаючи посередником. До того ж, з 1 грудня 2024 р. вступає в дію підвищення податків, згідно з яким військовий збір становитиме не 1,5%, а 5%, і реальна дохідність депозитів для населення та бізнесу буде ще нижчою.

Якщо окремо розглядати юридичних осіб, то станом на кінець 2023 р. юридичні особи (нефінансові організації) тримали на депозитах банків України суму, еквівалентну 1031 млрд грн. Більшість цих коштів бізнес тримав на рахунках до 1 року (731 млрд грн). Але, на рахунках до 1 року юридичні особи тримали суму, еквівалентну 278 млрд грн, які могли б приносити більший дохід, якщо спрямувати їх в купівлю ОВДП. Якщо припустити, що заходи з посилення залучення інвестицій в ОВДП Міністерством фінансів дадуть змогу спрямувати частину (50%) інвестицій юридичних осіб в депозити до 1 року, і 10% інвестицій юридичних осіб в депозити на вимогу, бюджет може отримати суттєвий приріст коштів від внутрішньої заборгованості.

Якщо припустити, що загалом 15% коштів з депозитних вкладів фізичних та юридичних осіб буде спрямовано на купівлю ОВДП, то виходить така сума приросту інвестицій в державні цінні папери:

$$\text{Приріст інвестицій в ОВДП замість депозитів} = 2555,7 \times 0,15 = 383,35 \text{ млрд грн (4.2)}$$

Таким чином, якщо спрямувати в державні цінні папери частину коштів (15%), які вкладені в депозити, то можна отримати приріст більш ніж 383 млрд грн, що дорівнює приблизно 11,5% запланованих видатків державного бюджету на 2024 р.

З огляду на проведені розрахунки, наведемо приблизний рівень скорочення зовнішнього державного боргу України до ВВП в разі реалізації запропонованих заходів (рис. 4.3).

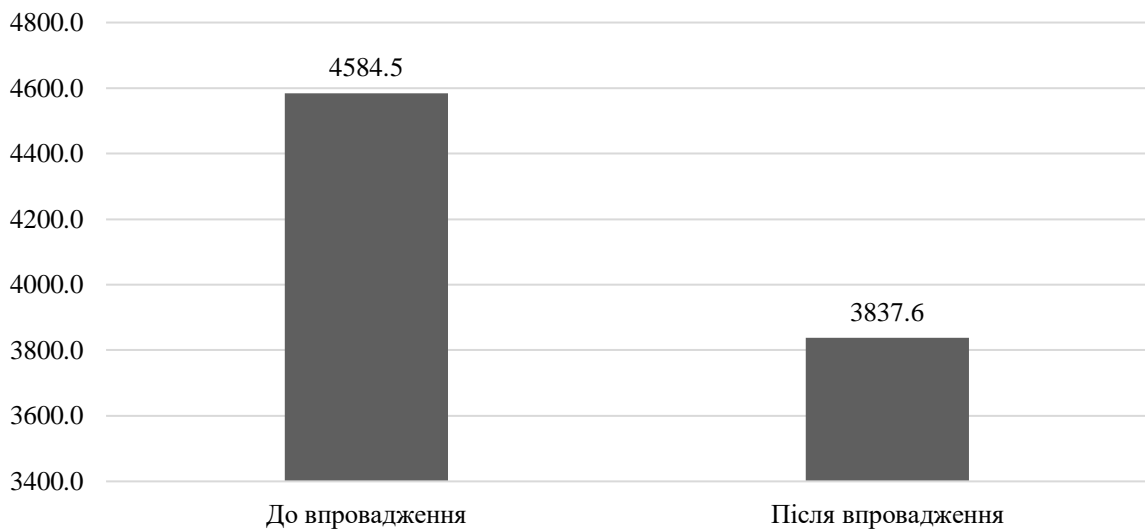


Рисунок 4.3 – Зовнішній державний борг України до впровадження запропонованих заходів з підвищення обсягів інвестування в ОВДП та після, млрд грн

Джерело: складено автором за власними розрахунками

Таким чином, спрямування частини заощаджень населення та юридичних осіб, а також посилення купівлі державних облігацій комерційними банками України дасть змогу скоротити зовнішній державний борг України на майже 747 млрд грн, що суттєво покращить спроможність держави обслуговувати борги, які номіновані в національній валюті, а не в іноземній валюті, оскільки порівняно з резервними валютами (долар США, євро) гривня схильна до девальвації.

Ефективне використання державних видатків є однією з ключових проблем для України, особливо в умовах економічної нестабільності та зростання державного боргу. Розподіл бюджетних коштів безпосередньо впливає на економічний розвиток країни та соціальне благополуччя населення. Однак, на сьогоднішній день ефективність використання бюджетних ресурсів залишається недостатньою через низку проблем. Таким чином, управління видатковою частиною є важливою складовою забезпечення ефективності використання позикових коштів для реалізації бюджетних програм в умовах війни.

Війна, економічна нестабільність, значний державний борг та необхідність забезпечення базових соціальних потреб вимагають зваженого підходу до планування і використання бюджетних ресурсів. Державні видатки є основою забезпечення обороноздатності, підтримки соціальних програм, розвитку інфраструктури та стимулювання економіки. Саме від їхнього раціонального розподілу залежить стійкість країни, її здатність реагувати на кризові ситуації та створювати умови для майбутнього зростання [37].

Основні труднощі включають недостатній контроль та прозорість у використанні бюджетних коштів, неефективний розподіл ресурсів, корупційні ризики та недостатнє планування. Ці проблеми ускладнюють досягнення цілей бюджетної політики та знижують загальну ефективність державних витрат. У період воєнного стану Україна зосередила значні ресурси на зміцнення обороноздатності країни, що відображається у масштабних державних видатках. У 2023 р. фінансування Збройних Сил України перевищило 1,2 трлн грн, а

витрати на закупівлю, модернізацію та ремонт військової техніки склали 833,4 млрд грн. Такі колосальні інвестиції були необхідними для протистояння зовнішній агресії та забезпечення стійкості держави. Значне фінансування отримали й інші безпекові структури, зокрема Національна гвардія та Служба безпеки України [48].

Разом із цим уряд продовжує підтримувати соціальні програми, що мають критичне значення для населення в умовах війни. Виплати пенсій, які склали 273,7 млрд грн, соціальний захист громадян, підтримка малозабезпечених сімей та фінансування медичних гарантій є ключовими аспектами забезпечення стабільності. Проте такі витрати часто супроводжуються значними проблемами, серед яких вже фіксуються випадки корупції. Непрозоре використання коштів підриває довіру до системи державних фінансів та спричиняє зловживання у сфері оборонних закупівель.

Корупція стала одним із головних бар'єрів для ефективного використання бюджетних коштів. Розслідування щодо закупівель неякісного обладнання, завищення цін на військову техніку або укладання сумнівних контрактів підкреслюють цю проблему. Відсутність належного контролю та чітких механізмів моніторингу дозволяють окремим особам збагачуватися за рахунок держави навіть у критичний час для країни.

Недостатнє планування також спричиняє значні ризики для ефективності бюджетної політики. Наприклад, на тлі високих витрат на оборону скорочується фінансування інших важливих галузей. Освітні програми, на які з держбюджету було виділено лише 79,1 млрд грн, можуть втрачати потенціал для розвитку. Аналогічно, інфраструктурні витрати залишаються недостатніми, що ставить під загрозу довгострокову відбудову країни [19].

Крім того, значна частина оборонних видатків фінансується за рахунок міжнародної допомоги. Це створює залежність від зовнішніх партнерів і обмежує фінансову незалежність країни. Водночас зростання державного боргу для

покриття потреб призводить до додаткових витрат на його обслуговування, що у 2023 р. вже склало 247,6 млрд грн.

Попри всі виклики, реформи у сфері фінансового управління залишаються вкрай необхідними для забезпечення ефективності витрат. Чітка прозорість, суворий контроль і боротьба з корупцією можуть значно підвищити ефективність державного фінансування навіть у складних умовах. Водночас потрібна активна робота щодо оптимізації видатків і створення довгострокових стратегій відновлення та розвитку країни.

Ефективне управління бюджетними коштами є ключовим фактором для забезпечення стабільного економічного розвитку та підвищення добробуту населення. Напрямки оптимізації державних видатків включають в себе цілий комплекс заходів, спрямованих на підвищення ефективності використання бюджетних коштів, що передбачає як структурні реформи у системі державних фінансів, так і впровадження сучасних технологій та управлінських підходів. Оптимізація видатків є необхідною умовою для зменшення бюджетного дефіциту, зниження боргового навантаження та покращення фінансової стійкості країни [19].

Основне завдання бюджетної політики у сфері видатків полягає в оптимізації та зменшенні їх обсягу при одночасному підвищенні ефективності та результативності використання з метою забезпечення високої якості державних послуг в умовах воєнного стану [23].

Взаємодія між видатковою частиною бюджету та соціально-економічними показниками розвитку країни призводить до змін у бюджетній політиці, яка впливає на соціально-економічний розвиток. Для ефективного розподілу бюджетних ресурсів серед галузей, розпорядників коштів та бюджетних програм необхідно запровадити систему оцінки результативності бюджетних програм.

Ця система покликана впорядкувати перелік програм, вдосконалити їх внутрішню структуру, визначити неефективні програми та виявити можливості

економії коштів для їх перерозподілу на пріоритетні програми. Моніторинг результативності програм ґрунтується на порівнянні фактичних показників виконання із запланованими, включаючи витрати, результати, ефективність та якість.

Перехід від управління бюджетними ресурсами до управління результатами потребує розробки та впровадження системи моніторингу результативності бюджетних програм, яка забезпечить удосконалення розподілу ресурсів відповідно до рівня результативності та пріоритетності програм [60].

Програмно-цільовий метод управління видатками бюджету є системною методологією, яка включає прогнозування, планування, виконання та контроль за витратами бюджету за різними програмами розпорядників бюджетних коштів. Цей метод ґрунтується на взаємозв'язку процесу розподілу бюджетних коштів із рівнем результативності виконання програм, що розробляються на основі стратегічних планів галузей та діяльності розпорядників бюджетних коштів. Серед основних переваг методології є орієнтація на результати бюджетної діяльності, перспектива формування бюджетних витрат, перехід від управління ресурсами до управління результатами, а також охоплення всіх етапів бюджетного процесу.

Збереження стабільності фінансово-бюджетної системи в умовах воєнного стану вимагає подальшого застосування принципів стратегічного, програмно-цільового та результативного управління бюджетними ресурсами для підвищення ефективності фінансово-бюджетної політики у досягненні стратегічних цілей розвитку країни. Ефективна реалізація цих принципів повинна здійснюватися через державне стратегічне планування та прогнозування соціально-економічного розвитку країни, а також середньострокове програмно-цільове бюджетне планування. Це дозволяє оцінити взаємозв'язок між стратегічними пріоритетами розвитку країни та результатами діяльності державних органів [60].

Особливо актуальними є дослідження розробки та реалізації науково обґрунтованої соціально-економічної політики держави в умовах воєнного стану з урахуванням критеріїв пріоритетності, послідовності, системності, результативності та ефективності відповідних заходів. Бюджетна політика як ефективний інструмент впливу на динаміку соціально-економічних процесів повинна формуватися з урахуванням державних стратегічних пріоритетів розвитку, результативності та ефективності бюджетних видатків у різних сферах суспільної діяльності, а також тенденцій економічних і соціально-демографічних процесів [60].

Для забезпечення стабільності державного бюджету в умовах нестабільності Україні необхідно продовжувати співпрацю з міжнародними фінансовими організаціями для залучення додаткових ресурсів. Важливо підвищити ефективність управління бюджетом, особливо у сферах оборонних витрат, соціальної підтримки та відновлення зруйнованої інфраструктури. Оптимізація видатків є першочерговим завданням, особливо в умовах обмежених ресурсів, а також поступове збільшення інвестицій у відновлення економіки, інфраструктури та підтримку інновацій. Варто також приділити увагу покращенню адміністрування податкових надходжень та зменшенню залежності від неподаткових джерел доходів.

З огляду на високу частку поточних видатків, необхідно знаходити шляхи для збільшення капітальних інвестицій. Паралельно з відновленням економіки важливо підтримувати стійкість соціальних програм для захисту найуразливіших верств населення та внутрішньо переміщених осіб. Довгострокова бюджетна стратегія має враховувати можливі нові виклики та загрози, що потребуватиме подальшої адаптації фінансової системи.

Фінансування оборони та безпеки країни потребує збільшення, зокрема в рамках розвитку оборонної промисловості та фінансування державних оборонних підприємств за двома напрямками [14]:

- підтримка національних інноваційних військових розробок, які можуть бути застосовані на полі бою;
- створення ремонтних підприємств для обслуговування озброєнь, що використовуються у війні.

Таким чином, оптимізація державних витрат повинна базуватися на загальнонаціональних пріоритетах. В умовах війни першочерговим завданням є забезпечення потреб ЗСУ та оборонної промисловості, підтримка громадян, які постраждали від окупації та військової агресії, відновлення критичної інфраструктури, а також фінансування захищених статей бюджету.

В умовах воєнного стану основна частина видатків державного бюджету спрямовується на оборону, адже це необхідно для забезпечення захисту від агресора, утримання чисельного складу ЗСУ, а також для придбання військової техніки та оснащення.

Порівнюючи частки окремих статей видатків державного бюджету України за функціональною класифікацією у 2023 р. з 2017 р., можна відзначити суттєві зміни в структурі видатків. (табл. 4.1).

Таблиця 4.1 – Структура видатків державного бюджету України за функціональною класифікацією в 2023 р. та в 2017 р., % до підсумку

Стаття видатків	2017 р.	2023 р.	Відхилення (2023 р.- 2017 р.)
Загальнодержавні функції	17	7,4	-9,6
Оборона	8,9	52,3	43,4
Громадський порядок, безпека, судова влада	10,5	14,3	3,8
Економічна діяльність	5,6	3,3	-2,3
Охорона здоров'я	2	4,5	2,5
Освіта	4,9	1,5	-3,4
Соціальний захист та соціальне забезпечення	17,2	11,7	-5,5
Міжбюджетні трансферти	32,4	4,4	-28
Інше	1,5	0,6	-0,9

Джерело: складено автором за даними [48]

У 2017 р. частка міжбюджетних трансфертів була значною і становила 32,4% усіх видатків державного бюджету. Це свідчить про суттєве дофінансування дефіцитних місцевих бюджетів за рахунок дотацій та субвенцій. Однак із початком повномасштабної війни більша частина цих коштів була переорієнтована на забезпечення потреб Сил оборони. У результаті, у 2023 р. видатки на оборону склали 52,3% загальних видатків бюджету, що перевищує показник 2017 р. на 43,4 відсоткових пункти. Також зросла частка видатків на громадський порядок, безпеку, судову систему та охорону здоров'я. Водночас інші статті видатків, зокрема на соціальний захист і соціальне забезпечення населення, скоротилися порівняно з 2017 р. Зазначимо, що багато видів соціальної допомоги не індексуються або індексуються недостатньо, що не відповідає темпам інфляції. Ще до початку повномасштабної війни соціальні видатки, зокрема виплати пенсій, значною мірою залежали від державного бюджету через збитковість Пенсійного фонду та Фонду соціального страхування. Уряд мав виділяти додаткове фінансування для виконання своїх зобов'язань.

Для наочності наведемо дані про суми, спрямовані з державного бюджету України на покриття дефіциту Пенсійного фонду (рис. 4.4).

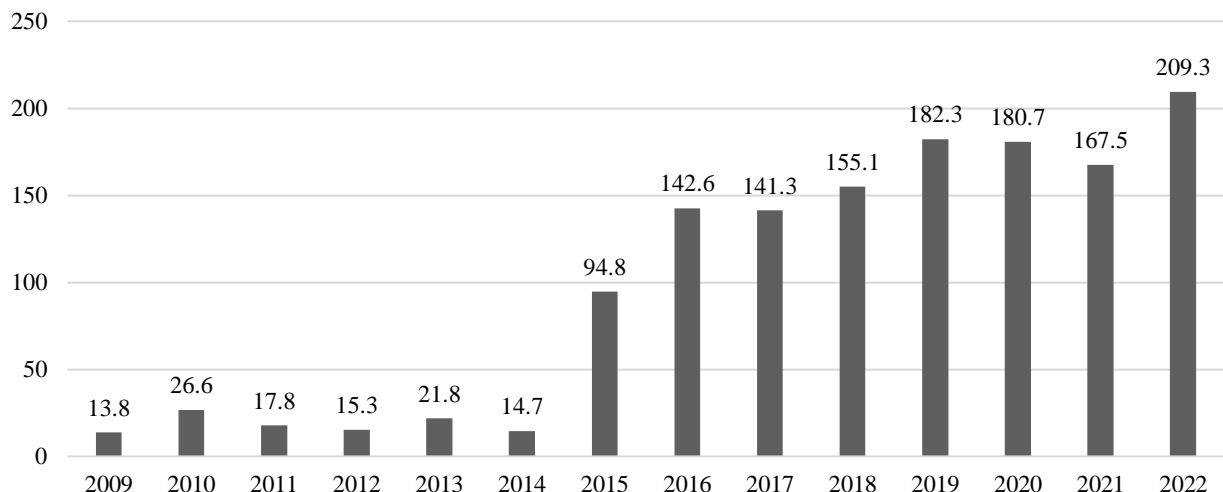


Рисунок 4.4 – Сума видатків, які виділялися з державного бюджету України на покриття дефіциту Пенсійного фонду України, млрд грн

Джерело: складено автором за даними [48]

З 2015 р. значно зросли суми, спрямовані на покриття дефіциту Пенсійного фонду України. У 2022 р. частка цих витрат становила 7,7% від усіх видатків державного бюджету, що є суттєвим показником, особливо в умовах воєнного стану. Основною проблемою залишається те, що уряд досі не впровадив систему індивідуального пенсійного накопичення, яка могла б зменшити навантаження на видаткову частину бюджету в умовах постійного дефіциту Пенсійного фонду.

Введення обов'язкового накопичувального пенсійного забезпечення, яке є додатковим елементом пенсійної системи (так званого другого рівня), дозволило б громадянам України формувати та отримувати в майбутньому додаткові пенсійні виплати, що доповнюють пенсії із солідарної системи. Це суттєво підвищило б рівень пенсійного забезпечення для населення.

Хоча такий підхід не є новим для України, його реалізація досі залишається на етапі обговорення. У той же час більшість європейських країн уже успішно впровадили подібну систему. В Україні ж існує хибна думка, що накопичувальні пенсійні системи в інших країнах часто виявлялися «провальними». Насправді ж, хоча країни Східної Європи і зіштовхувалися з труднощами під час запровадження обов'язкового накопичувального пенсійного забезпечення, ці проблеми здебільшого були наслідком недоліків у проектуванні реформ. Більшість країн проаналізували помилки, усунули їх і успішно перезапустили реформи.

На нашу думку, поступове запровадження системи індивідуального пенсійного страхування дозволить державі зменшити видатки на соціальне та пенсійне забезпечення, що, своєю чергою, сприятиме скороченню дефіциту державного бюджету України та покращенню ситуації з державним боргом. Важливим аспектом також є забезпечення належного регулювання діяльності недержавних пенсійних фондів, створення умов для якісної конкуренції, а також встановлення чітких вимог до фінансових показників та інвестиційної діяльності таких організацій [60].

З урахуванням міжнародного досвіду управління державним боргом, оцінка ефективності боргової політики має базуватися на використанні методу «цільових орієнтирів» (benchmarking). Цей підхід дозволяє об'єктивно оцінити ефективність боргової стратегії. Його реалізація передбачає активну політику як у сфері запозичень, так і в управлінні державним боргом із застосуванням стандартних інструментів і процедур, таких як достроковий викуп, використання деривативів при емісії боргових зобов'язань, хеджування та сек'юритизація боргу [14, с. 83].

На думку Ю. А. Гайбура, найефективнішим підходом до управління державним боргом під час активних бойових дій є залучення грантів та доступних довгострокових кредитів від партнерських країн і міжнародних фінансових організацій. Важливо також співпрацювати з МВФ для зниження відсоткових ставок за кредитними програмами. Крім того, Україні слід активізувати зусилля щодо конфіскації активів РФ та її громадян як на власній території, так і за кордоном для компенсації фінансових втрат. У період війни доцільно максимально залучати грантове фінансування та пільгові кредити з ультратривалими термінами погашення. Після завершення війни необхідно зосередитися на економічному зростанні й поступово, із відновленням економіки, переходити до досягнення первинного бюджетного профіциту. Отже, для забезпечення боргової безпеки України важливо вдосконалювати державну боргову політику та розробити нову стратегію управління боргом в умовах воєнного стану [14].

На нашу думку, в умовах війни найефективнішим для України є залучення довгострокового фінансування з мінімальними відсотковими ставками як від міжнародних партнерів, так і через випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

Для зменшення бюджетного навантаження слід поступово впроваджувати накопичувальну пенсійну систему та оптимізувати витрати солідарної пенсійної

системи. Важливим є також продовження перемовин із міжнародними партнерами щодо реструктуризації боргів, які через війну складно обслуговувати. У перспективі можливим є часткове погашення державного боргу України за рахунок конфіскованих активів РФ. Початок цьому вже покладено, хоча наразі йдеться лише про передачу відсоткових доходів від російських активів. В умовах воєнного стану Україна зіштовхується з нагальною потребою збалансованого підходу до внутрішніх державних запозичень, спрямованого на забезпечення фінансової стабільності, зниження зовнішньої боргової залежності та мінімізацію інфляційного тиску. Проведений аналіз дозволив сформулювати ключові напрями підвищення ефективності управління внутрішніми запозиченнями, серед яких основними є: зменшення участі НБУ у фінансуванні дефіциту бюджету, забезпечення привабливих умов для фізичних осіб, таких як конкурентні відсоткові ставки та гнучкі умови погашення, надання пільг та створення стимулів для банків, які активно інвестують у ОВДП, раціональне використання зовнішніх кредитів із низькими відсотковими ставками та грантової допомоги, збалансований підхід до розподілу зобов'язань між внутрішніми та зовнішніми кредиторами.

Залучення коштів населення та юридичних осіб через ОВДП здатне суттєво скоротити обсяги зовнішнього боргу. Проведені розрахунки показують, що залучення 15% депозитних коштів фізичних та юридичних осіб, а також частини готівкових заощаджень, дозволить збільшити обсяг внутрішніх запозичень на суму, еквівалентну 746,88 млрд грн, що складає 22,5% планових видатків бюджету на 2024 р. Також це позитивно вплине на інфляційні процеси, послабивши тиск на гривню, оскільки найбільший гравець, НБУ, не буде настільки активно впливати на ринок державних цінних паперів.

Завдяки впровадженню цих заходів Україна зможе забезпечити фінансову стійкість, зменшити залежність від зовнішніх позик та створити умови для подальшого повоєнного економічного відновлення.

ВИСНОВКИ

В результаті проведеного дослідження, нами було зроблено такі висновки:

1. Державний борг є ключовою економічною категорією, що відображає взаємодію між державою, кредиторами та іншими економічними суб'єктами. Його природа та функції змінювались під впливом різних економічних теорій. Від меркантилістського бачення як засобу фінансування економічного зростання до класичного осуду через ризики економічного ослаблення та кейнсіанської підтримки як інструменту стимулювання економіки – погляди на державний борг еволюціонували залежно від соціально-економічного контексту.

Державний борг виконує важливі функції, серед яких фіскальна, регулятивна, перерозподільча та валютно-фінансова, а його ефективне використання може сприяти економічному зростанню та підвищенню конкурентоспроможності держави. Водночас невдалі боргові стратегії загрожують фінансовою нестабільністю, збільшенням податкового навантаження та скороченням інвестиційної активності. Загалом, державний борг є складним і багатограним явищем, управління яким вимагає зваженого підходу та розуміння довгострокових наслідків для економіки. Ефективна політика щодо залучення та використання боргових ресурсів є важливим інструментом підтримки економічного розвитку та фінансової стабільності країни.

2. Внутрішні державні запозичення є важливим інструментом фінансової політики, який забезпечує покриття дефіциту державного бюджету, сприяє розвитку національної економіки та стабільності фінансової системи за умови ефективного управління. Їх багатофункціональність, зокрема виконання розподільчої, регулюючої та контролюючої функцій, а також взаємозв'язок із політичними та економічними аспектами, підкреслює комплексний характер цієї категорії.

Основним інструментом внутрішніх державних запозичень є облігації внутрішніх державних позик (ОВДП), які сприяють залученню коштів фізичних і юридичних осіб для фінансування державних програм і збалансування бюджетного дефіциту. Водночас, внутрішній державний борг, що формується внаслідок таких запозичень, потребує ретельного управління для мінімізації витрат на його обслуговування, оптимізації структури та підтримання економічної безпеки. Внутрішні державні запозичення є невід'ємною частиною сучасної фіскальної політики, яка при належному управлінні сприяє макроекономічній стабільності та сталому розвитку країни.

3. Запропонована методологія емпіричного аналізу охоплює багатофакторний підхід до аналізу впливу запозичень на економічну стабільність, соціальні зобов'язання та обороноздатність країни. Використання монографічного методу забезпечило глибокий аналіз внутрішніх запозичень як ключового джерела фінансування державного бюджету в умовах економічної нестабільності.

Застосовані методи дослідження, включаючи кореляційно-регресійний аналіз, макроекономічний, фінансово-бюджетний та соціально-економічний підходи, дозволили виявити взаємозв'язки між обсягами запозичень та ключовими макроекономічними показниками. Особливу увагу приділено впливу внутрішніх запозичень через ОВДП на інфляційні процеси, фінансову стабільність та інвестиційну активність.

Використання прогностного та порівняльного аналізу сприяло визначенню найбільш ефективних механізмів залучення фінансових ресурсів та оцінці їх ризиків. Методологія оцінки включає системний підхід, який враховує специфіку воєнного стану, таких як обмежений доступ до зовнішніх запозичень, валютні ризики та необхідність мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів.

4. Нами проаналізовано причини виникнення дефіциту державного бюджету України, динаміку його зростання в кризові періоди та способи його

фінансування. Зокрема, виявлено, що основними чинниками бюджетного дефіциту є зовнішні виклики, такі як пандемія, війна, а також необхідність значного збільшення оборонних витрат. Це спричинило зростання державного боргу, частка якого у ВВП у 2023 р. перевищила 84%.

Оцінка інструментів покриття дефіциту бюджету показала, що основну роль відіграють внутрішні запозичення через випуск ОВДП, які демонструють високу зацікавленість серед банків, а також юридичних і фізичних осіб. При цьому ставки за ОВДП є конкурентоспроможними порівняно з депозитами, що посилює їхню привабливість як інструменту для залучення коштів. Водночас використання боргових інструментів, таких як ОВДП, підвищує ризики для економічної стабільності через збільшення витрат на обслуговування боргу. Розширення кола інвесторів, зокрема серед фізичних осіб, та створення умов для залучення довгострокових коштів виглядають пріоритетними завданнями.

Зростання обсягу депозитів у банківській системі України свідчить про поступове відновлення довіри населення до фінансових інструментів навіть у кризових умовах. Проте, для подолання бюджетного дефіциту та мінімізації інфляційних ризиків необхідна збалансована фіскальна політика, спрямована на стимулювання економічного зростання та скорочення боргового навантаження.

5. Проведений кореляційно-регресійний аналіз дозволив виявити особливості впливу внутрішніх запозичень через ОВДП на інфляційні процеси в Україні в умовах воєнного стану. Результати дослідження демонструють різнонаправлений вплив залежно від категорії інвесторів. Зокрема, викуп ОВДП НБУ посилює інфляцію, що пояснюється зростанням грошової маси для фінансування дефіциту бюджету. Водночас інвестиції фізичних осіб і комерційних банків мають стабілізаційний ефект, сприяючи зниженню інфляційного тиску. Коефіцієнти детермінації вказують на те, що темпи приросту обсягів придбаних ОВДП лише частково пояснюють коливання інфляції, а решта

змін зумовлена іншими факторами, характерними для умов воєнного стану. Це свідчить про складну багатофакторну природу інфляції в період кризи.

Отримані результати підкреслюють необхідність оптимізації політики управління внутрішнім державним боргом. Основним пріоритетом має бути зменшення обсягів викупу ОВДП Нацбанком на користь залучення ресурсів від банківської системи та приватних інвесторів. Це дозволить мінімізувати інфляційний тиск і підтримувати фінансову стабільність.

Важливим інструментом у цьому процесі є розширення можливостей для громадян та бізнесу брати участь у фінансуванні державного бюджету через ОВДП. Такий підхід сприятиме зменшенню залежності від монетарного фінансування, підвищенню довіри до держави та мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів. Загалом, для досягнення макрофінансової стабільності в умовах війни Україна має продовжувати диверсифікацію джерел фінансування, зменшувати залежність від НБУ та стимулювати розвиток ринку внутрішніх інвесторів.

6. В умовах воєнного стану внутрішні державні запозичення, зокрема через ОВДП, відіграють вирішальну роль у забезпеченні фінансування дефіциту державного бюджету та підтримці макрофінансової стабільності. Проведений аналіз дозволив визначити основні тенденції та виклики використання цього інструменту, а також обґрунтувати напрями підвищення його ефективності.

Зниження привабливості ОВДП через скорочення дохідності та обмежені ресурси на фінансових ринках створюють додаткові ризики для забезпечення стабільного фінансування бюджету. Потенціал залучення коштів населення та бізнесу є значним, але вимагає стимулювання за допомогою гнучких умов, конкурентних ставок та інформаційної підтримки. Залучення зовнішніх ресурсів через кредити та гранти може зменшити навантаження на внутрішній ринок, але потребує підвищення довіри міжнародних інвесторів. Роль комерційних банків

залишається важливою, однак її можливості обмежені через високу частку активів, спрямованих на ОВДП.

Запропоновані заходи, такі як зменшення залежності від участі НБУ, розширення фінансування за рахунок населення та бізнесу, а також оптимізація управління державним боргом, дозволять:

- підвищити ефективність використання внутрішніх запозичень;
- зменшити інфляційний тиск;
- скоротити зовнішній борг та залежність від іноземного фінансування.

Проведені нами розрахунки показали, що залучення 15% депозитних коштів фізичних та юридичних осіб, а також частини готівкових заощаджень, дозволить збільшити обсяг внутрішніх запозичень на суму, еквівалентну майже 747 млрд грн, що складає 22,5% планових видатків бюджету на 2024 р. Також це позитивно вплине на інфляційні процеси, послабивши тиск на гривню, оскільки найбільший гравець, НБУ, не буде настільки активно впливати на ринок державних цінних паперів.

Реалізація цих рекомендацій сприятиме зміцненню фінансової стійкості України, покращенню управління державними фінансами та створенню передумов для економічної стабілізації в умовах воєнного стану.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Башко В. Й. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозиції щодо структури. *Економіка прогнозування*. 2007. № 2. С. 75–87.
2. Бенч Л. Я., Корнацька Р. М. Боргова політика в Україні: реалії та перспективи. *Бізнес Інформ*. 2014. № 2. С. 35–39.
3. Береславська О. І., Козій Н. С. Банківські заощадження домогосподарств: структура, динаміка, тенденції під час кризових станів економіки України. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог: Вид-во НаУОА. 2023. № 28(56). С. 45–51.
4. Богдан Т. П. Державний борг і позики під час війни та методи їх поствоєнного врегулювання. *Фінанси України*. 2022. № 4. С. 27-45.
5. Бондарук Т. Г. Державний борг України: механізм управління та обслуговування : дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.04.01. Київ, 2001. 210 с.
6. Браткова І. М. Аналіз та оцінка ОВДП як інвестиційного інструменту. *Вісник Одеського національного університету*. Серія: Економіка. 2016. Т. 21. Вип. 4. С. 153–159.
7. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI. Відомості Верховної Ради України (ВВР). 2010. № 50–51. Ст. 572.
8. Ватаманюк З. І. Економічна теорія: макро- і мікроекономіка: навч. Посібник. Київ: Альтернативи, 2005. 608 с.
9. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин: монографія. Київ: Фенікс, 2015. 536 с.
10. Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2010. № 6. С. 14-28.

11. Ввезення готівкової валюти банками на максимумі з початку року – НБУ. Курс України. URL: <https://kurs.com.ua/novost/1287947-vvoz-nalichnoi-valjuti-bankami-na-maksimume-s-nachala-goda-%E2%80%93-nbu> (дата звернення: 12.11.2024).
12. Верещака І. Формування та економічна сутність державного боргу як складової сфери державних фінансів. *Схід*. 2014. № 5 (131). С. 10–14.
13. Вівчар О. Й., Солдак М. Ю. Особливості управління державним боргом та методи його удосконалення. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2011. № 720. С. 371–376.
14. Гайбура Ю. А. Управління державним боргом України: стан і перспективи. *Подільський вісник: сільське господарство, техніка, економіка*. 2024. № 42. С. 82-89.
15. Гарбінська-Руденко А. В., Лямзіна О. В. Поняття та значення державного боргу України в умовах воєнного стану. *Електронне наукове видання «Аналітично-порівняльне правознавство»*. 2022. № 4. С. 259–263.
16. Горобець Н. С. Поняття та цілі управління внутрішнім державним боргом як складником фінансово-економічної безпеки України. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2021. № 2. С. 164-167.
17. Гранти, кредити, облигації: як Україна не допустила фінансового колапсу в 2022 році. Хмарочос. URL: <https://hmarochos.kiev.ua/2023/01/12/granty-kredyty-obligacziyi-yak-ukrayina-ne-dopustyla-finansovogo-kolapsu-v-2022-roczii/> (дата звернення: 13.11.2024).
18. Державний борг України перевищить 100% ВВП: що це означає. Слово і діло. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2022/10/27/statija/ekonomika/derzhavnyj-borh-ukrayiny-perevyshhyt-100-vvp-ce-oznachaye> (дата звернення: 12.11.2024).
19. Єрмоленко О. А., Коковіхіна Н. М. Боргова стійкість України: теоретична та практична складова. *Економічний простір*. 2023. № 185. С. 32-36.

20. Жиленко С., Ляховець О. Підходи до визначення поняття «державний борг». *Бізнес-Інформ*. 2014. № 1. С. 42–46.
21. Житар М. О., Белін В. С., Оліщук О. Г. Активізація ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. *Економіка та держава*. 2020. № 12. С. 67–71.
22. Жулин О. В. Управління державним боргом з метою максимізації суспільного добробуту. *Управління проектами, системний аналіз і логістика. Технічна серія*. 2016. Вип. 9. С. 319–322.
23. Заверуха І. Б. Зміст управління державним боргом: правові аспекти. *Університетські наукові записки*. 2016. № 3–4 (19–20). С. 312–317.
24. Кириленко В. В. Історія економічних вчень: навчальний посібник. Тернопіль: «Економічна думка», 2007. 233 с.
25. Коляда Т. А. Державний бюджет України на 2018 рік: особливості формування та перспективи виконання. *Бізнес Інформ*. 2018. № 4. С. 267–274.
26. Кончаківський І. В., Пинзеник Ю. В. Світовий досвід управління державним боргом. *Вісник Львів. ун-ту. Серія екон.* 2013. Вип. 45. С. 131-137.
27. Корнєв В. Боргові парадокси і орієнтири державних запозичень. *Економіка України*. 2010. № 6. С. 30–37.
28. Красільчук Я. Проблема дефіциту державного бюджету в країнах PIGS. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2012. Вип. 104(1). С. 218-219.
29. Кубай М. Концептуальні засади дослідження боргової безпеки. *Вісник Львівської комерційної академії*. 2014. Вип. 46. С. 38-43.
30. Кукіна Н. В., Захарченко О. Г. Державний борг як фактор ризику безпеки України: макроекономічний огляд. *Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки)*. 2013. № 3. С. 116-122.
31. Кучерявенко М. П. Фінансове право: навч. посіб. Харків: Право, 2010. 288 с.

32. Лубкей Н. П. Механізм управління державним боргом в Україні. Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в умовах проведення системних реформ. *Матеріали загальноунівер. наукової конференції професорсько-викладацького складу (Тернопіль, 10 квітня 2013 року)*. Тернопіль: Видавничий центр «Вектор», 2013. С. 70-74.
33. Лубкей Н. П., Попко Н. В. Зарубіжний досвід ефективного управління зовнішнім державним боргом. *Проблеми та перспективи розвитку фінансової системи України: збірн. наук. праць. У 2-х част. Ч. 2*. Тернопіль: Вектор, 2014. С. 116-121.
34. Лютий І. М., Курищук К. К. Механізм внутрішніх державних запозичень. *Світ фінансів*. 2016. № 1. С. 27–36.
35. Лютий І. О., Зражевська Н. В., Рожко О. Д. Державний кредит та боргова політика України. Київ: Центр учбової літератури, 2018. 352 с.
36. Машко, А. Дефіцит бюджету: сутність, причини виникнення та проблеми управління. *Соціально-екон. проблеми і держава*. 2012. Вип. 2 (7). С. 308–314.
37. Мединська Т. В., Боднарюк І. Л. Облігації внутрішньої державної позики як інструмент інвестування в економіку України в умовах війни. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2023. № 72. С. 48–59.
38. Мелих О. Ю. Державний кредит і сучасний стан державного боргу України. *Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка»* № 12, 2019 р. URL: <https://cutt.ly/MByA8Gm> (дата звернення: 12.11.2024).
39. Мицюк Т. М. Внутрішній державний борг і проблеми його обслуговування. Київ, 2018. 124 с.
40. Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу у вимірі України. Національний інститут стратегічних досліджень. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/mizhnarodnyu-dosvid->

restrukturyzatsiyi-derzhavnoho-borhu-u-vymiri-ukrayiny (дата звернення: 12.11.2024).

41. Мінфін наблизився до граничних можливостей із залучення ОВДП – Марченко. Forbes. URL: <https://forbes.ua/news/minfin-nablizivsyia-do-granichnikh-mozhливостей-iz-zaluchennya-ovdp-marchenko-24092024-23800> (дата звернення: 14.11.2024).

42. Мочерний С. Економічна енциклопедія. Київ: Видавничий центр «Академія», 2010. 864 с.

43. ОВДП як альтернатива доларам під «матрацом». Укрінформ. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3907781-ovdp-ak-alternativa-dolaram-pid-matracom.htm> (дата звернення: 14.11.2024).

44. Оспішева В. Фінанси: курс для фінансистів : навчальний посібник. Київ: Знання, 2008. 567 с.

45. Офіційний веб-сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/> (дата звернення: 14.11.2024).

46. Офіційний веб-сайт порталу «Мінфін». URL: <https://minfin.com.ua/> (дата звернення: 14.11.2024).

47. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду. URL: <http://www.imf.org/> (дата звернення: 14.11.2024).

48. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua/> (дата звернення: 14.11.2024).

49. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 14.11.2024).

50. Офіційний сайт Світового банку. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/> (дата звернення: 14.11.2024).

51. Педченко Н. С., Лугівська Л. А. Критерії та показники вивчення ефективності боргової політики держави. Бізнес Інформ. 2013. № 12. С. 39-44.

52. Пернарівський О. В. Державні облигації як інвестиційний інструмент для населення в умовах цифровізації та воєнного стану. *Сталий розвиток економіки*. 2024. № 1 (48). С. 73–78.

53. Пів трильйона від ОВДП: чому цього недостатньо, щоб розв'язати бюджетні проблеми? Mind.ua. URL: <https://mind.ua/publications/20276330-piv-triljona-vid-ovdp-chomu-cogo-nedostatno-shchob-rozvyazati-byudzhetni-problemi> (дата звернення: 07.11.2024).

54. Плець І. І. Концептуальні засади формування фінансово-економічного механізму управління внутрішнім державним боргом. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2014. Вип. 10. С. 191–198.

55. Плець І. І., Білий М. М. Стратегічні напрями управління внутрішнім державним боргом. *Сталий розвиток економіки*. 2013. № 3. С. 21–25.

56. Постанова Кабінету Міністрів України від 12 лютого 2020 р. № 127 «Про утворення Агентства з управління державним боргом України». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-%D0%BF#Text> (дата звернення: 07.11.2024).

57. Присяжнюк О. О. Особливості управління та обслуговування державного боргу України. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2020. № 2. С. 209-211.

58. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом: Постанова Кабінету міністрів України від 01.08.2012 № 815. URL: <http://zakon.rada.gov.ua> (дата звернення: 07.11.2024).

59. Реструктуризація зовнішнього боргу: міжнародна практика та можливості для України. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/06/20/688356/> (дата звернення: 07.11.2024).

60. Реформа пенсійної системи: складні часи вимагають системних рішень. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/05/12/700032/> (дата звернення: 07.11.2024).

61. Тимошенко О. В., Гудзь Т. П. Аналіз стійкості державних фінансів України. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки»*. 2019. № 4. С. 48-58.

62. Трансформація структури держборгу України в умовах війни: ризики та шляхи їх зниження. Національний інститут стратегічних досліджень. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/transformatsiya-struktury-derzhborhu-ukrayiny-v-umovakh-viynu-ryzyku-ta> (дата звернення: 07.11.2024).

63. Україна оголосила про завершення реструктуризації євробондів. Мінфін заявив про скорочення держборгу на \$9 млрд. Forbes. URL: <https://forbes.ua/news/ukraina-ogolosila-pro-zavershennya-restrukturizatsii-evrobondiv-derzhborg-skorotivsya-na-9-mlrd-04092024-23424> (дата звернення: 07.11.2024).

64. Україна хоче реструктуризувати зовнішні борги. Як все відбудуватиметься. Кореспондент.net. URL: <https://ua.korrespondent.net/articles/4648378-ukraina-khoche-restrukturyzuvaty-zovnishni-borhy-yak-vse-vidbuvatymetsia> (дата звернення: 07.11.2024).

65. Українські євробонди подорожчали на 50%. Financial Club. URL: <https://finclub.net/ua/news/ukrainski-ievrobondy-podorozhchaly-na-50protsent.html> (дата звернення: 07.11.2024).

66. Українці з початку війни інвестували трильйон гривень в ОВДП – Марченко. Укрінформ. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3866499-ukrainci-z-pocatku-vijni-investovali-triljon-griven-v-ovdp-marcenko.html> (дата звернення: 07.11.2024).

67. Федевич Л. С., Ливдар М. В. Облігації внутрішньої державної позики як інструмент для інвестицій та підтримки економіки України. *Modern Economics*. 2022. № 35(2022). С. 136–140.
68. Федоров В. А. Боргова функція сучасної держави : монографія. Одеса: Видавничий дім «Гельветика», 2017. 176 с.
69. Федоров В. А. Функція управління державним боргом у сучасній державі. *Слово національної школи суддів України*. 2015. № 1 (10). С. 55–65.
70. Федорович І. Методика проведення аудиту ефективності управління державним боргом та шляхи її вдосконалення. *Світ фінансів*. 2014. № 3. С. 38–47.
71. Федосов В. М., Юрій С. І. Теорія фінансів, підручник Київ: «Центр учбової літератури», 2010. 576 с.
72. Фурманець К. Л. Комплексна оцінка ефективності управління зовнішнім державним боргом як інструмент оптимізації боргової політики держави в умовах глобалізації. *Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління*. 2013. Вип. 3. С. 85-93.
73. Хома І. Б., Дацко О. Р. Особливості діяльності вітчизняного ринку облігацій внутрішньої державної позики в умовах воєнного стану. *Modern Economics*. 2023. № 42. С. 105-110.
74. Хомутенко В. П., Луценко І. С., Хомутенко А. В. Державний аудит публічних фінансів: навч. посібник. Одеса: «Кримполіграфпапір», 2016. 412 с.
75. Чуба Н. В. Макроекономічний аналіз державного боргу в перехідній економіці України: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.01.01. Львівський національний ун-т ім. Івана Франка. Львів, 2006. 326 с.
76. Шапран Н. С., Тимошик О. Л. Державні облігації на фінансовому ринку України. *Вісник КНЕУ ім. В. Гетьмана*. 2014. № 3. С. 51–54.
77. Шмагун О. В. Теорія і практика проведення державних запозичень в Україні. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2017. № 11. С. 59–64.

78. Юрій С. І., Федосова В. М. Фінанси: підручник. Київ: Знання, 2012. 687 с.
79. Яременко О. Л. Державний борг і потреба в інституційних реформах. *Економіка України*. 2015. № 6. С. 69-70.
80. Barcza G. The Changing Role of Public Debt in Economics and the Basic Principles of Hungarian Debt Management. *Public Finance Quarterly*. 2015. Vol. 4. P. 433-446.
81. Caner M., Grennes T., Koehler-Geib F. Finding the tipping point – When sovereign debt turns bad, *The World Bank Latin America and the Caribbean Region Economic Policy Sector*. 2010. July. P. 572-588.
82. Checherita C., Rother P., the impact of high and growing government debt economic growth. *ECB Working Paper*. 2010. № 1237. P. 43-56.
83. Ferreira C. Public debt and economic growth: a granger causality approach. *Technical University of Lisbon Working Papers*. 2009. № 24. P. 257-273.
84. Fiscal Monitor. Achieving More with Less. International Monetary Fund. April, 2017. P. 123. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017> (the date of access: 07.11.2024).
85. Furceri D., Zdzienicka A. How costly are debt crises? *Journal of International Money and Finance*. 2012. № 31. P. 232-249.
86. Government Debt Management: Designing Debt Management Strategies. World Bank. 2017. URL: http://treasury.worldbank.org/documents/BackgroundNote_GDM1.pdf (the date of access: 07.11.2024).
87. International Monetary Fund «Revised guidelines for public debt management». URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf> (the date of access: 07.11.2024).

88. Kumar M. S., Woo J. Public debt and growth. *IMF Working Paper*. 2010. № 174. P. 218-236.
89. Leroy-Beaulieu P. La Dette publique en France, étude et analyse d'un article de M. P. Leroy-Beaulieu (Extrait du Journal de la Meurthe et des Vosges). Nancy: Typographie G. Crepin-Leblond, 1875. 375 p.
90. Managing public debt: from diagnostics to reform implementation. World Bank. 2007. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/pdf/399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf> (the date of access: 12.11.2024).