

Маршалок Т. Я.

доктор економічних наук, доцент,
доцент кафедри обліку, аудиту та оподаткування,
Хмельницький національний університет
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2617-3415>

АНАЛІЗ ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ВНУТРІШНЬО БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Вступ. У статті здійснено комплексний аналіз фінансової стійкості України під час повномасштабної війни через призму внутрішньої боргової політики держави. Основну увагу приділено ролі облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) як ключового інструменту фінансування дефіциту бюджету в умовах різкого зростання оборонних витрат та падіння доходів у 2022–2024 роках. Визначено ризики, пов'язані з активним використанням коротко- та середньострокових ОВДП, що створюють передумови для формування боргової спіралі та обмежують можливості фінансування економічного розвитку. Запропоновано напрями вдосконалення боргової стратегії держави через випуск довгострокових облігацій, розширення кола інвесторів та посилення ефективності податкового адміністрування для зміцнення фінансової стійкості. Питання фінансової стійкості України набуло особливої актуальності у зв'язку з повномасштабною війною та безпрецедентним тиском на державні фінанси. Значне зростання видатків на оборону супроводжувалось падінням бюджетних доходів, що призвело до різкого збільшення бюджетного дефіциту та активізації внутрішніх запозичень. ОВДП стали головним інструментом залучення ресурсів, однак така політика створює ризики боргової нестійкості. **Метою статті** є поглиблений аналіз фінансової стійкості України в контексті внутрішньої боргової політики та оцінка ефективності використання ОВДП як інструменту фінансування бюджетного дефіциту. **Методи.** Дослідження базується на аналізі фінансових і статистичних даних щодо структури державного боргу, обсягів внутрішніх запозичень та їх впливу на фінансову стабільність. Застосовано порівняльний аналіз із міжнародними практиками та враховано сучасні виклики, спричинені війною. **Результати.** Встановлено, що внутрішні державні запозичення значно зросли, але більшість залучених коштів спрямовувалась на обслуговування попередніх боргів. Основними тримачами ОВДП стали банки та Національний банк України, тоді як частка нерезидентів суттєво знизилася. Це свідчить про високу залежність державних фінансів від внутрішнього ринку та посилення ризиків боргової нестабільності. Запропоновано шляхи зниження ризиків через подовження термінів обігу облігацій, активізацію участі фізичних і юридичних осіб, а також посилення податкового адміністрування. **Висновки.** Внутрішня боргова політика України відіграє ключову роль у забезпеченні фінансування оборонних потреб, однак для збереження фінансової стійкості необхідно переорієнтуватися на довгострокові стратегії та комплексні підходи до управління боргом. Впровадження структурних змін у політиці запозичень та підвищення ефективності фінансової політики є критично важливими для довгострокової стабільності держави.

Ключові слова: фінансова стійкість, державний борг, ОВДП, бюджетний дефіцит, боргова політика.

Taras Marshalok

Khmelnytskyi National University

ANALYSIS OF FINANCIAL STABILITY THROUGH THE LENS OF UKRAINE'S DOMESTIC DEBT POLICY

Introduction. The article provides a comprehensive analysis of Ukraine's financial stability during the full-scale war through the lens of the country's domestic debt policy. The focus is placed on domestic government bonds (OVDP) as the main instrument for financing the budget deficit caused by a sharp increase in defense spending and a simultaneous decline in revenues between 2022 and 2024. The risks associated with the extensive use of short- and medium-term OVDP are highlighted, particularly the formation of a debt spiral that constrains funding opportunities for economic development. The study proposes directions for improving the state's debt strategy through the issuance of long-term securities, broadening the investor base, and enhancing the efficiency of tax administration to strengthen financial resilience. The issue of Ukraine's financial stability has gained particular urgency due to the full-scale war and unprecedented pressure on public finances. A significant rise in defense expenditures coupled with declining budget revenues has sharply increased the budget deficit and intensified domestic borrowing. OVDP have become the main tool for raising funds, but this policy creates risks of debt vulnerability. The purpose of the article is to conduct an in-depth analysis of Ukraine's financial stability in the context of domestic debt policy and to assess the effectiveness of OVDP as an instrument for financing the budget deficit. **Methods.** The study is based on the analysis of financial and statistical data regarding the structure of public debt, volumes of domestic borrowing, and their impact on financial stability. A comparative analysis with international practices is applied, taking into account the modern challenges posed by the war. **Results.** The research reveals that domestic government borrowing has grown

significantly, but most of the raised funds have been used to service existing debt. The main holders of OVDP are domestic banks and the National Bank of Ukraine, while the share of non-residents has declined considerably. This indicates a high dependence of public finances on the domestic market and the amplification of debt sustainability risks. Recommendations include extending the maturity of bonds, encouraging broader participation of individuals and businesses, and improving tax administration efficiency to mitigate risks.

Conclusions. Ukraine's domestic debt policy plays a key role in financing defense needs; however, to maintain financial stability, it is necessary to shift toward long-term strategies and adopt comprehensive approaches to debt management. Implementing structural changes in borrowing policies and enhancing fiscal policy efficiency are critical to ensuring the country's long-term financial resilience.

Keywords: financial stability, public debt, government bonds, budget deficit, debt policy.

Постановка проблеми та її актуальність.

В умовах війни та гострої економічної кризи питання фінансової стійкості держави набуває особливої актуальності. Повномасштабне вторгнення Росії в Україну у лютому 2022 року спричинило суттєве погіршення фінансово-економічної ситуації, створивши безпрецедентний тиск на державні фінанси. Відчутне зростання видатків державного бюджету на військові та оборонні цілі на фоні одночасного зменшення бюджетних доходів призвело до різкого збільшення дефіциту державного бюджету: з 3,6% ВВП у 2021 році до 20,4% ВВП у 2023 році, у 2024 році 17,7% ВВП. Це вимагає негайного пошуку джерел додаткового фінансування, ключовим інструментом якого стали облігації внутрішньої державної позики (ОВДП).

Використання ОВДП виявилось надзвичайно важливим механізмом мобілізації ресурсів в умовах, коли міжнародна фінансова допомога має певні обмеження щодо її спрямування виключно на невійськові цілі. Однак, активне залучення ресурсів за рахунок продажу ОВДП створило передумови формування так званої «боргової лавини», що загрожує фінансовій стійкості держави у середнь- та довгостроковій перспективі. Враховуючи критичну необхідність забезпечення оборонних витрат та збереження економічної стабільності, проблема управління внутрішнім державним боргом та підтримки фінансової стійкості в Україні потребує поглибленого наукового аналізу та обґрунтування шляхів її вирішення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематиці фінансової стійкості та боргової політики держави присвячено значну кількість наукових праць як вітчизняних, так і закордонних авторів. Зокрема, питання управління державним боргом та забезпечення фінансової стабільності розглядалися у дослідженнях таких українських вчених, як І.О. Лютий [4], В.М. Опарін [9], С.В. Онишко [8], В.М. Федосов [9], О.М. Романькова [12], М.В. Рябокін [8], П.І. Юхименко [9] та інші. Закордонні дослідники, серед яких відзначаються К. Рейнхарт, К. Рогофф, Д. Істерлі, Р. Барро, також наголошують на важливості грамотної боргової політики та адекватного управління державним боргом для підтримання макроекономічної стабільності.

Дослідниками детально проаналізовано сутність і структуру внутрішнього державного боргу, меха-

нізми його формування та обслуговування, а також наслідки неефективного управління державними запозиченнями. У цьому контексті слід згадати праці українських вчених В.М. Опаріна та С.В. Онишко, які вказують на ризики виникнення так званої боргової спіралі, коли нові запозичення спрямовуються на погашення старих боргів, а не на розвиток економіки. Науковці акцентують увагу на важливості розумного поєднання боргових і податкових механізмів фінансування бюджетного дефіциту для забезпечення стабільності фінансової системи.

Разом з тим, попри наявність ґрунтовних досліджень з питань боргової політики та фінансової стабільності, сучасні умови війни створюють нові виклики, які раніше не розглядалися або розглядалися лише частково. Зокрема, практично відсутні роботи, присвячені аналізу наслідків використання ОВДП як одного із основних інструментів фінансування бюджетного дефіциту в умовах повномасштабної війни. Недостатньо дослідженими залишаються питання впливу активного залучення ресурсів через ОВДП на фінансову стійкість держави, економічну ситуацію, а також ефективність державної боргової політики в умовах тривалих бойових дій.

Враховуючи зазначені аспекти, постає необхідність подальших наукових розробок щодо оптимізації внутрішньої боргової політики України в умовах війни, визначення її пріоритетів та інструментів, які здатні забезпечити стабільність фінансової системи та підтримати економічне зростання.

Мета статті. Метою статті є здійснення поглибленого аналізу фінансової стійкості України в контексті реалізації внутрішньої боргової політики через інструмент облігацій внутрішньої державної позики в умовах повномасштабної війни, а також обґрунтування практичних рекомендацій щодо оптимізації механізмів управління внутрішнім державним боргом задля уникнення боргових ризиків та забезпечення фінансової стабільності держави.

Виклад основного матеріалу дослідження. Внаслідок повномасштабного вторгнення РФ в Україну в лютому 2022 року фінансова система держави зазнала серйозного тиску, спричиненого значним зростанням бюджетних видатків, переважно на оборонні та безпекові потреби, та різким скороченням доходів бюджету. Дефіцит державного бюджету

суттєво зріс: з 3,6% ВВП у 2021 році до 20,4% ВВП у 2023 році, і до 17,7% у 2024 році (рис. 1).

Одним із важливих інструментів фінансування бюджетного дефіциту в таких умовах, поряд із значною зовнішньою фінансовою допомогою стали облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). За період 2022–2024 років загальний обсяг залучених коштів через продаж ОВДП становив майже 1,9 трлн грн (рис. 2).

У період повномасштабної війни спостерігається суттєве зростання обсягу коштів, акумульованих в облігаціях внутрішньої державної позики (ОВДП): у порівнянні з 2021 роком їхній загальний обсяг збільшився на 68% [11]. Причиною цього стали, як масштабна маркетингова стратегія уряду щодо підвищення привабливості ОВДП так і усвідомлення громадян і бізнесу важливості таких інструментів для забезпечення фінансової стійкості України під час війни. Але, основною причиною, через яку вдалося залучити таку суму коштів залишається, передусім, високий рівень їх доходності. Зокрема, у 2022 році середньозважена річна ставка доходності за гривневими ОВДП становила 18,3%, у 2023 році – 18,7%, а за період січень–жовтень 2024 року – 16,2%, тоді як у 2021 році вона складала лише 11,3% [8].

Незважаючи на зниження доходності у 2024 році, зумовлене поступовим зниженням облікової ставки Національного банку України, прибутковість

за ОВДП залишалася вищою за середні процентні ставки за строковими банківськими депозитами, які у 2023 році сягнули максимуму на рівні 13,9% [9]. Додатковою інституційною перевагою інвестування в ОВДП є звільнення доходів за цими інструментами від оподаткування податком на доходи фізичних осіб та військовим збором.

Окрім цього, з метою активізації вторинного ринку ОВДП та підвищення їхньої ліквідності Національний банк України дозволив банківським установам використовувати облігації, що входять до бенчмарк-корзини, для часткового покриття обов'язкових резервів. У результаті дії цього рішення лише протягом 2024 року було акумульовано 122,2 млрд грн, що становило 19,3% від загального обсягу розміщених за цей період ОВДП.

Проте, незважаючи на усі вище перелічені переваги, визначальну роль, як інструменту фінансування дефіциту державного бюджету, ОВДП відіграли лише у перший рік повномасштабної війни (у 2022 році). Адже починаючи з 2023 року, більшість залучених на внутрішньому борговому ринку ресурсів була спрямована на погашення та обслуговування попередніх боргових зобов'язань. Так, лише близько 10% залучених у 2024 році на внутрішніх запозичень було спрямовано на пряме фінансування бюджетних видатків – чисті внутрішні запозичення (надходження за мінусом витрат на погашення та

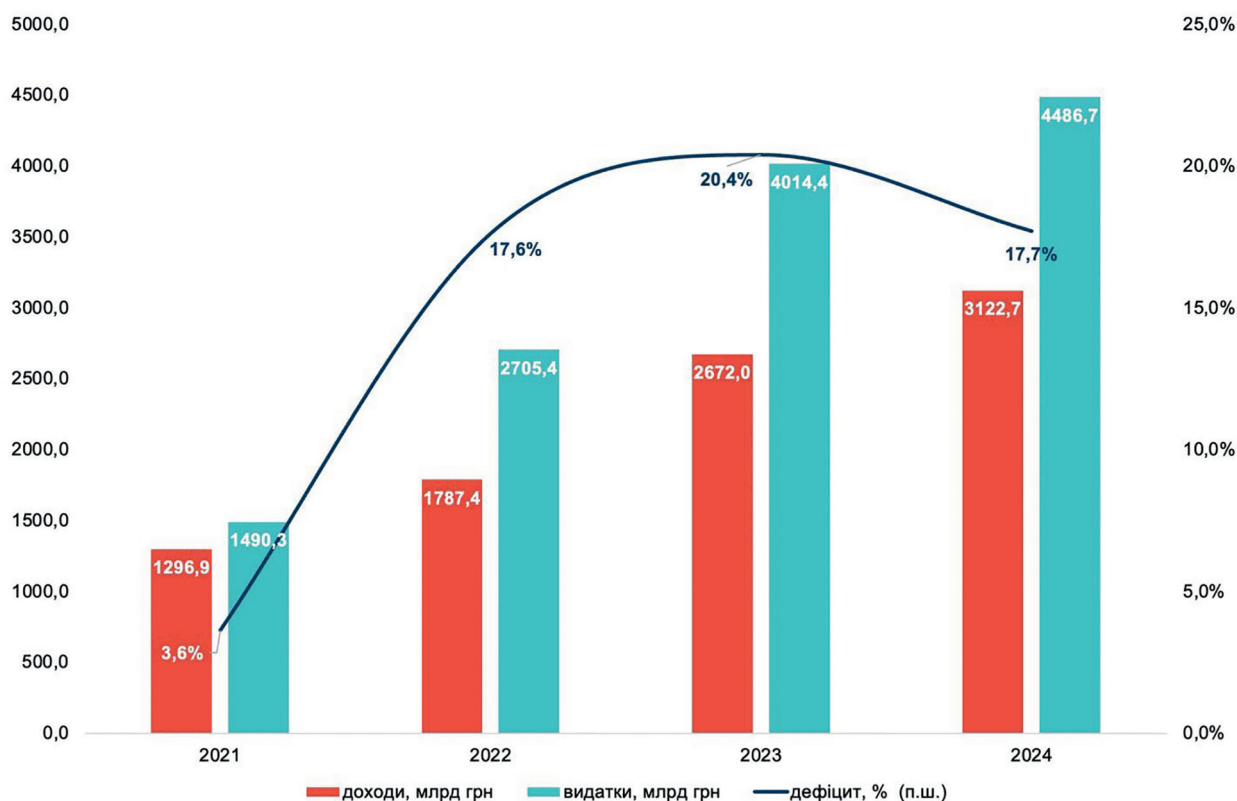


Рис. 1. Доходи, видатки та дефіцит державного бюджету України у 2021–2024 роках [11]

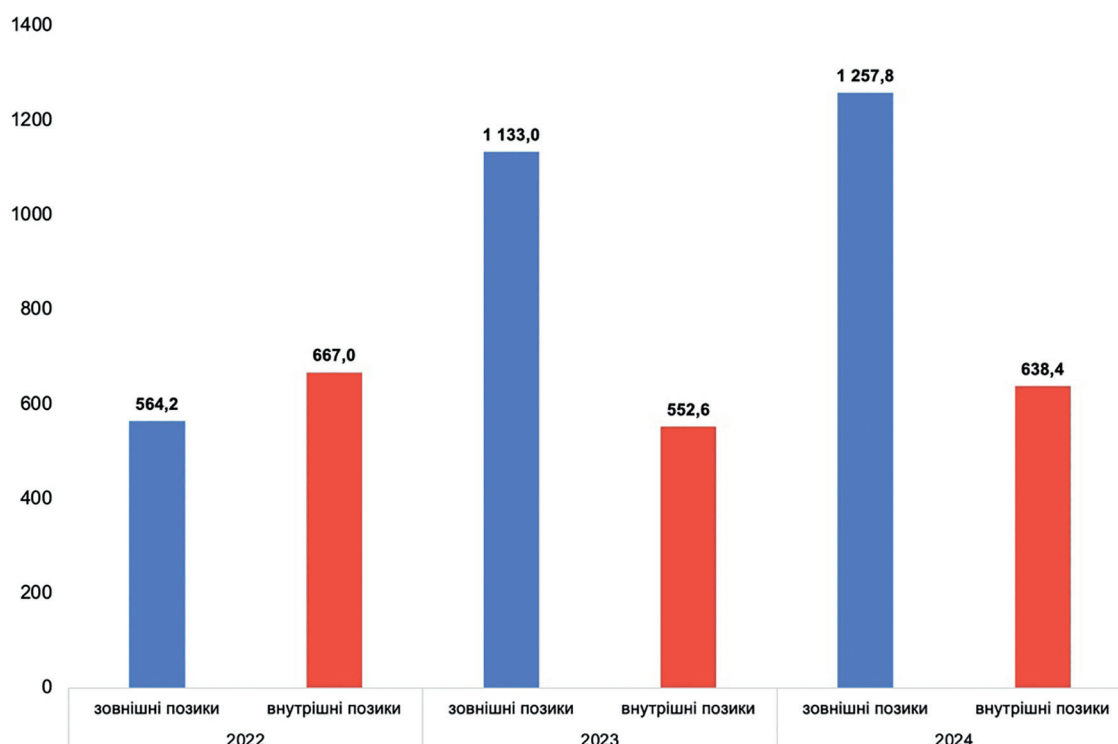


Рис. 2. Обсяги залучених зовнішніх та внутрішніх позик у 2022–2024 роках, млрд грн [11]

обслуговування внутрішнього державного боргу) у 2024 році становили 46,4 млрд грн, а у 2023 році ця сума взагалі була негативною – витратили на 16,9 млрд грн більше ніж залучили. Тоді як протягом трьох років повномасштабної війни розмір чистих внутрішніх державних запозичень склав 176,7 млрд грн, що становить 9,5% від залучених в результаті продажу ОВДП коштів (рис. 3).

Значний обсяг коротко- та середньострокових облігацій (від 1 до 3,5 років), які активно розміщувалися протягом останніх років, у тому числі і створив передумови для виникнення боргової спіралі («фінансової лавини»), коли нові запозичення спрямовуються переважно на обслуговування та погашення старих боргів. Це загрожує фінансовій стійкості держави та обмежує потенціал фінансування важливих економічних і соціальних програм у майбутньому.

Враховуючи зазначені ризики, уряду доцільно розглянути можливість подовження термінів обігу ОВДП, випускаючи довгострокові облігації (понад 4 роки), що дозволить зменшити поточний борговий тиск і відтермінувати пікові виплати за державним боргом. Однак, популярність таких інструментів серед інвесторів залишається питанням, що вимагає окремого вивчення.

Зокрема, основними тримачами ОВДП залишаються українські банки та Національний банк України (НБУ). Частка банків у структурі власників ОВДП становить близько 47,8%, а частка НБУ, яка різко зросла у 2022 році до 50,7% через емісійне фінансування, на кінець 2024 року знизилася до

36,4%. Водночас частка нерезидентів скоротилася до рекордно низького рівня – лише 1,1%. Це свідчить про переважно внутрішній характер фінансування дефіциту бюджету (рис. 4).

Крім того, активне залучення банками коштів через ОВДП призвело до перерозподілу ліквідності банківської системи на користь державних цінних паперів, що звужує кредитні можливості банків для приватного сектора та стримує економічне зростання. Станом на листопад 2024 року ліквідність банків є відносно високою, однак подальше розширення інвестицій у державні цінні папери може спричинити нестачу коштів для кредитування економіки.

Тому, важливим напрямом стратегії управління внутрішнім державним боргом є збільшення обсягу залучення коштів від населення та юридичних осіб через більш активну рекламну кампанію та розширення каналів розміщення ОВДП. Однак, потенціал цього напрямку обмежений і не може бути основним джерелом фінансування дефіциту.

Тому критично важливим, все ж, залишається питання підвищення ефективності податкового адміністрування та посилення контролю за сплатою податків. Впровадження прогресивних моделей оподаткування може забезпечити зростання бюджетних доходів та зменшити залежність держави від боргових інструментів у майбутньому.

Таким чином, для уникнення поглиблення боргової кризи та забезпечення фінансової стійкості держави уряду необхідно переглянути пріоритети



Рис. 3. Чисті (залучені кошти за мінусом витрат на погашення і обслуговування боргу) внутрішні запозичення держави у 2022–2024 роках, млрд грн [6; 11]

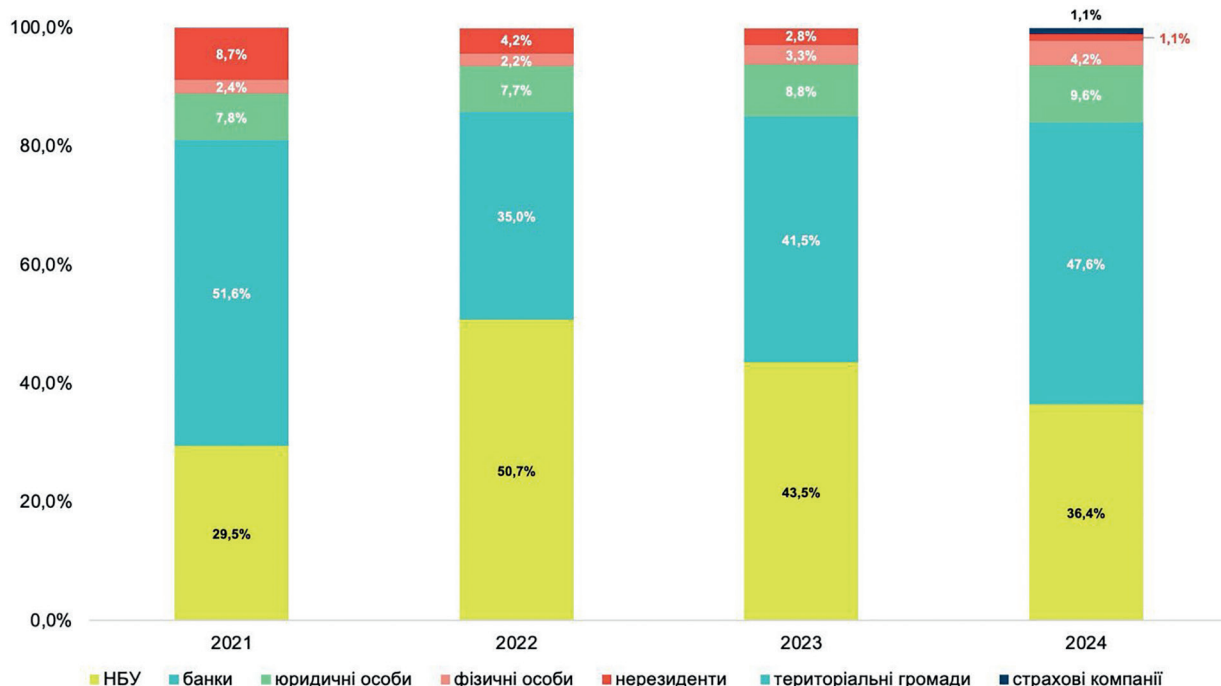


Рис. 4. Тримачі ОВДП у 2021–2024 роках, % [7]

та інструменти внутрішньої боргової політики, орієнтуючись на довгострокові стратегії фінансування дефіциту бюджету та підвищення ефективності фінансової політики.

Висновки. Проведене дослідження показало, що в умовах повномасштабної війни та значного дефіциту державного бюджету України облігації внутрішньої державної позики стали одним із ключових

інструментів фінансування оборонних і безпекових витрат. Протягом 2022–2024 років завдяки розміщенню ОВДП було залучено близько 1,9 трлн грн, проте переважна частина цих ресурсів спрямовувалась на погашення та обслуговування вже існуючих зобов'язань. У результаті в 2024 році лише близько 10% залучених коштів було використано безпосередньо на бюджетні потреби.

Встановлено, що структура власників ОВДП істотно змінилась: значно скоротилася частка нерезидентів, зросла роль українських банків і Національного банку України. Такі структурні зміни несуть додаткові ризики фінансової нестабільності, оскільки підвищують залежність державних фінансів від внутрішнього ринку та створюють передумови формування боргової спіралі.

Для уникнення подальшого поглиблення фінансових ризиків уряду рекомендовано запровадити довгострокові облігації з терміном обігу понад 4 роки, що дозволить відтермінувати пікові виплати за державним боргом. Крім цього, необхідно активізувати залучення ресурсів від фізичних і юридичних осіб, хоча цей механізм має обмежений потенціал.

Ключовим завданням залишається підвищення ефективності податкового адміністрування та впровадження прогресивних податкових моделей. Це дозволить збільшити бюджетні надходження і зменшити потребу у постійному залученні боргових ресурсів. Отже, тільки комплексний підхід до оптимізації внутрішньої боргової політики та посилення фінансової дисципліни здатний забезпечити довгострокову фінансову стійкість України.

Література:

1. Богдан Т. П. Глобальний борг як індикатор проблем світової економіки та виклики для фінансової політики України. *Фінанси України*. 2019. № 9. С. 43–63. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.09.043>
2. Гаркавенко В. І., Єршова Г. В. Вплив боргової політики уряду на розвиток економіки України. *Економіка і прогнозування*. 2022. № 1. С. 84–101. DOI: <https://doi.org/10.15407/econforecast.2022.01.84>
3. Державна казначейська служба України. Офіційний вебсайт. URL: <https://www.treasury.gov.ua>
4. Лютий І. О., Зикова С. І. Державний борг України: динаміка та методи управління. *Бізнес Інформ*. 2019. № 2. С. 383–389. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-2-383-389>
5. Маршалок Т. Б., Мороз І. В. Вплив державного боргу на економічний розвиток країни. *Світ фінансів*. 2019. № 2. С. 23–36.
6. Міністерство фінансів України. Статистика державного боргу (офіційні дані). URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavniy-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
7. Національний банк України. Результати розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>
8. Національний банк України. Дохідність ОВДП на первинному ринку. URL: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx
9. Національний банк України. Процентні ставки за кредитами та депозитами. URL: https://bank.gov.ua/files/4-Financial_markets.xlsx
10. Онишко С. В., Рябокін М. В. Загальні концептуально-практичні аспекти впливу фінансового ринку на розв'язання боргових проблем. *Наукові записки НУ «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2022. № 24(52). С. 97–102. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24\(52\)-97-102](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24(52)-97-102)
11. Опарін В. М., Федосов В. М., Юхименко П. І. Українська сучасна наукова школа публічних фінансів. *Фінанси України*. 2015. № 11. С. 56–87.
12. Педченко Н. С., Луговська Л. А. Сутність концепту «боргова політика держави». *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. 2021. № 2(53). С. 229–236.
13. Портал “OpenBudget”. Державний веб-портал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua>
14. Романькова О. М. Дослідження сучасного стану та аналіз державного боргу України. *Економіка та суспільство*. 2021. № 25. С. 25–38.
15. Хома І. Б., Папірник С. Є. Аналіз державного боргу України: сучасний стан та напрями оптимізації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Економіка»*. 2020. № 33(2). С. 108–114.

References:

1. Bohdan T. P. (2019). Hlobalnyi borh yak indykator problem svitovoi ekonomiky ta vyklyky dlia finansovoi polityky Ukrainy [Global debt as an indicator of global economic problems and challenges for Ukraine's financial policy]. *Finansy Ukrainy*. № 9. S. 43–63. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.09.043>
2. Harkavenko V. I., Yershova H. V. (2022). Vplyv borhovoï polityky uriadu na rozvytok ekonomiky Ukrainy [The impact of government debt policy on the development of Ukraine's economy]. *Ekonomika i prohnozuvannia*. № 1. S. 84–101. DOI: <https://doi.org/10.15407/econforecast.2022.01.84>
3. Derzhavna kaznacheiska sluzhba Ukrainy. Ofitsiyni vebсайт [State Treasury Service of Ukraine. Official website]. Available at: <https://www.treasury.gov.ua>
4. Liutyi I. O., Zyкова S. I. (2019). Derzhavnyi borh Ukrainy: dynamika ta metody upravlinnia [Public debt of Ukraine: dynamics and management methods]. *Biznes Inform*. № 2. S. 383–389. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-2-383-389>

5. Marshalok T. B., Moroz I. V. (2019). Vplyv derzhavnoho borhu na ekonomichnyi rozvytok krainy [The impact of public debt on the country's economic development]. *Svit finansiv*. № 2. S. 23–36.
6. Ministerstvo finansiv Ukrainy. Statystyka derzhavnoho borhu (ofitsiini dani) [Ministry of Finance of Ukraine. Public debt statistics (official data)]. Available at: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
7. Natsionalnyi bank Ukrainy. Rezultaty rozmishchennia oblihatzii vnutrishnoi derzhavnoi pozyky (OVDP) [National Bank of Ukraine. Results of placement of domestic government bonds (OGBs)]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>
8. Natsionalnyi bank Ukrainy. Dokhidnist OVDP na pervynnomu rynku [National Bank of Ukraine. Yield of OGBs on the primary market]. Available at: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx
9. Natsionalnyi bank Ukrainy. Protsentni stavky za kredyamy ta depozytamy [National Bank of Ukraine. Interest rates on loans and deposits]. Available at: https://bank.gov.ua/files/4-Financial_markets.xlsx
10. Onyshko S. V., Riabokin M. V. (2022). Zahalni kontseptualno-praktychni aspekty vplyvu finansovoho rynku na rozviazannia borhovykh problem [General conceptual and practical aspects of the influence of the financial market on solving debt problems]. *Naukovi zapysky NU "Ostrozka akademiia". Seriia "Ekonomika"*. № 24(52). S. 97–102. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24\(52\)-97-102](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2022-24(52)-97-102)
11. Oparin V. M., Fedosov V. M., Yukhymenko P. I. (2015). Ukrainska suchasna naukova shkola publichnykh finansiv [Ukrainian Modern Scientific School of Public Finance]. *Finansy Ukrainy*. № 11. S. 56–87.
12. Pedchenko N. S., Luhovska L. A. (2021). Sutnist kontseptu "borhova polityka derzhavy" [The essence of the concept of "state debt policy"]. *Naukovyi visnyk Poltavskoho universytetu ekonomiky i torhivli*. № 2(53). S. 229–236.
13. Portal "OpenBudget" Derzhavnyi veb-portal biudzhetu dlia hromadian [Portal "OpenBudget". State budget web portal for citizens]. Available at: <https://openbudget.gov.ua>
14. Romankova O. M. (2021). Doslidzhennia suchasnoho stanu ta analiz derzhavnoho borhu Ukrainy [Research on the current state and analysis of the public debt of Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo*. № 25. S. 25–38.
15. Khoma I. B., Papirnyk S. Ye. (2020). Analiz derzhavnoho borhu Ukrainy: suchasnyi stan ta napriamy optymizatsii [Analysis of the public debt of Ukraine: current state and directions of optimization]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu. Seriia "Ekonomika"*. № 33(2). S. 108–114.

Стаття надійшла до редакції 03.05.2025 р.