



Отримано: 17 листопада 2021 р.

Прорецензовано: 29 листопада 2021 р.

Прийнято до друку: 05 грудня 2021 р.

e-mail: pleshakova@knu.ua

DOI: 10.25264/2311-5149-2021-23(51)-74-80

Лютий І. О., Плешакова Н. А., Жук К. Д. Внутрішні державні запозичення у фінансовій системі України. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог: Вид-во НаУОА, грудень 2021. № 23(51). С. 74–80.

УДК: 33.336.2

JEL-класифікація: H81

ORCID-ідентифікатор: [orcid.org/0000-0002-3249-002X](https://orcid.org/0000-0002-3249-002X)ORCID-ідентифікатор: [orcid.org/0000-0002-0381-067X](https://orcid.org/0000-0002-0381-067X)ORCID-ідентифікатор: [orcid.org/0000-0001-7725-3397](https://orcid.org/0000-0001-7725-3397)**Лютий Ігор Олексійович,***доктор економічних наук, професор,**завідувач кафедри фінансів економічного факультету**Київського національного університету імені Тараса Шевченка***Плешакова Наталія Анатоліївна,***кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів**Київського національного університету імені Тараса Шевченка***Жук Катерина Дмитрівна,***студентка 2 курсу економічного факультету**Київського національного університету імені Тараса Шевченка***ВНУТРІШНІ ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ**

Відсутність єдиної концепції боргової політики в Україні стали каталізаторами загострення суперечностей стабільності фінансової системи держави. Ситуація останніх років призвела до потреби у залученні запозичень, що своєю чергою призвело до значного зростання тиску на державний бюджет та зменшення його інвестиційної складової.

Збалансованість правових, інституційних та економічних складових механізму запозичень на внутрішньому ринку дозволяє поєднати економічні інтереси всіх суб'єктів даного процесу при цьому забезпечуючи домінуючу роль держави як ініціатора та організатора ринку внутрішніх державних запозичень. Системність функціонування ринку внутрішніх запозичень є головною умовою збалансованості державного бюджету та стабільності фінансової системи в цілому.

**Ключові слова:** державні запозичення, державний бюджет, джерела покриття дефіциту, стабільність, фінансова система.

**Лютый Игорь Алексеевич,***доктор экономических наук, профессор,**заведующий кафедры финансов экономического факультета**Киевского национального университета имени Тараса Шевченко***Плешакова Наталья Анатольевна,***кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов**Киевского национального университета имени Тараса Шевченко***Жук Екатерина Дмитриевна,***студентка 2 курса экономического факультета**Киевского национального университета имени Тараса Шевченко***ВНУТРЕННИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ  
В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ УКРАИНЫ**

Отсутствие единой концепции долговой политики в Украине стало катализатором обострения противоречий стабильности финансовой системы государства. Ситуация последних лет привела к потребности в привлечении заимствований, что привело к значительному росту давления на государственный бюджет и уменьшению его инвестиционной составляющей.

Сбалансированность правовых, институциональных и экономических составляющих механизма заимствований на внутреннем рынке позволяет объединить экономические интересы всех субъектов данного процесса, при этом обеспечивая доминирующую роль государства как инициатора и организатора рынка внутренних государственных заимствований. Системность функционирования рынка внутренних заимствований является основным условием сбалансированности государственного бюджета и стабильности денежной системы в целом.

**Ключевые слова:** государственные заимствования, государственный бюджет, источники покрытия дефицита, стабильность, финансовая система.

**Igor Lyutyu,**

*Doctor of Economics, Professor,  
Head of the Department of Finance  
Taras Shevchenko National University of Kyiv*

**Nataliia Plieshakova,**

*PhD, Associate Professor  
Taras Shevchenko National University of Kyiv*

**Kateryna Zhuk,**

*2nd year student of the Faculty of Economics  
Taras Shevchenko National University of Kyiv*

**DOMESTIC GOVERNMENT BORROWINGS IN THE FINANCIAL SYSTEM OF UKRAINE**

*The lack of a unified concept of debt policy in Ukraine has become a catalyst for exacerbating the contradictions in the stability of the financial system of the state. The situation in recent years, caused by significant budget deficits, pandemics, military conflict in the eastern Ukraine, dependence on energy imports, the need to increase foreign exchange reserves to ensure the stability of the national currency, the need for technical re-equipment and restructuring of the national economy which led to a significant increase in pressure on the state budget and a decrease in its investment component.*

*Involving citizens in the capitalization of their money savings, through investments in government securities, not only activates the financial system of the state, but also increases the status of the state, creates conditions for consensus between government and citizens on the strategy of socio-economic development of Ukraine. Thus, the growing role of domestic government borrowing in financing the state budget deficit will reduce risks, as well as create economic preconditions for optimizing public debt.*

*The balance of legal, institutional and economic components of the borrowing mechanism in the domestic market allows to combine the economic interests of all sides in this process while ensuring the dominant role of the state as the initiator and organizer of the domestic borrowing market. Systematic functioning of the domestic borrowing market is the main condition for the balance of the state budget and the stability of the financial system as a whole.*

**Keywords:** *government borrowing, state budget, sources of deficit coverage, stability, financial system.*

**Постановка проблеми.** Стабільність фінансової системи держави, перспективи її соціально-економічного розвитку залежать від стану державного бюджету, розміру та динаміки його дефіциту, обсягу державного боргу. Аналізуючи фінансову систему України, можемо виділити основні чинники, що обумовили динаміку зростання державного боргу, його структуру та джерела покриття, а саме: хронічні дефіцити бюджетів, військовий конфлікт на Сході України, залежність від імпорту енергоносіїв, необхідність збільшення валютних резервів задля забезпечення стабільності національної грошової одиниці, пандемія, потреба у технічному переозброєнні та реструктуризації галузей національної економіки.

Фінансові кризи, що дестабілізували економіку України у 2008–2009 рр., 2013–2015 рр., призвели до дисбалансу між доходами та видатками державного бюджету, що визначили необхідність у залученні додаткових коштів для фінансування дефіциту бюджету, адже фіскальні інструменти були вичерпані. Для фінансування дефіциту бюджету, стабілізації національної валюти та підтримки платіжного балансу виникла потреба у залученні кредитних ресурсів, що своєю чергою збільшило борговий тиск на бюджет та зменшило його інвестиційну складову. В цій ситуації внутрішній ринок запозичень став дієвим джерелом акумуляції тимчасово вільних коштів в контексті реалізації інтересів держави як позичальника. Саме значимість ролі внутрішніх державних запозичень у процесі стабілізації фінансової системи та фінансування дефіциту бюджету обумовили актуальність нашої публікації.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання економічної природи та практики функціонування механізму внутрішніх державних запозичень в Україні знайшло відображення у працях вітчизняних науковців, зокрема Т. Богдан, В. Кудряшова, Т. Кучера, І. Луніної, І. Лютого, В. Опаріна, В. Федосова та ін. Проте, ця проблема особливо на сьогодні потребує детального дослідження з урахуванням гостроти українських реалій.

**Мета і завдання дослідження:** розкрити теоретичні положення та удосконалити практичні засади механізму використання внутрішніх державних запозичень у формуванні Державного бюджету України. Досягнення поставленої мети обумовило необхідність вирішення таких завдань: розкрити економічну природу та сутність внутрішніх державних запозичень як інструменту боргової політики держави; виявити особливості становлення та розвитку ринку державних цінних паперів в Україні; проаналізувати сучасний стан і суперечності ринку внутрішніх боргових зобов'язань; визначити роль внутрішніх державних запозичень у фінансовій системі держави, зокрема при формуванні Державного бюджету України; розглянути можливі напрями вдосконалення боргової політики держави на ринку внутрішніх запозичень та запропонувати підходи до їх реалізації.

**Виклад основного матеріалу.** Практика функціонування сучасних економічних систем характеризується хронічністю дефіциту державного бюджету. При цьому досвід зарубіжних країн доводить, що найбільш прийнятним способом фінансування дефіциту бюджету є залучення коштів у формі позик на внутрішньому ринку боргових запозичень. Внутрішні державні запозичення можна визначати як залучені державою, в особі Міністерства фінансів, грошові кошти на внутрішньому фінансовому ринку, що використовується для покриття дефіциту бюджету або реалізації інших державних програм, які передбачені цільовим характером випуску зобов'язань і визначають процедуру їх повернення на умовах строковості й платності.

Кон'юнктурні підходи щодо формування державного боргу, відсутність єдиної концепції боргової політики в Україні стали каталізаторами загострення суперечностей стабільності фінансової системи держави. Ситуація останніх років призвела до значного зростання тиску на державний бюджет у результаті збільшення обсягів витрат на погашення та обслуговування державного боргу. Р. Масгрейв і П. Масгрейв, оцінюючи таку ситуацію в країнах із розвинутою ринковою економікою, обґрунтували необхідність визначення пріоритетності джерел фінансування дефіциту державного бюджету. При цьому така пріоритетність повинна зумовлюватись економічною доцільністю, а не політичною кон'юктурою [2].

Першочерговою причиною державного боргу є дефіцит державного бюджету, джерелами покриття якого можуть бути фіскальні інструменти, грошова емісія, зовнішні та внутрішні запозичення. Збільшення доходів державного бюджету за рахунок зростання ставок податків зменшує доходи суб'єктів господарської діяльності та негативно впливає на сукупний попит, інвестиції і розвиток бізнесу в цілому. Грошова емісія автоматично посилює інфляцію і порушує макрофінансову стабільність. Механізм державних запозичень також має як позитивні, так і негативні наслідки. Так, зовнішні позики за умови низької ціни запозичення несуть загрозу політичній і економічній залежності країни, ігнорування її національних інтересів.

Аналіз впливу внутрішнього боргу на національну фінансову систему визначає необхідність ґрунтовного дослідження всіх складових механізму внутрішніх запозичень, а саме: правової, інституційної та економічної складових цього процесу. Саме збалансованість правових, інституційних та економічних складових механізму запозичень на внутрішньому ринку дозволяє поєднати економічні інтереси всіх суб'єктів процесу, при цьому забезпечити домінуючу роль держави як ініціатора та організатора ринку внутрішніх державних запозичень. Системність функціонування самого ринку є головною умовою збалансованості державного бюджету та стабільності фінансової системи в цілому.

На сьогодні для української фінансової системи з позиції суперечностей використання внутрішніх запозичень існує проблема впливу суб'єктивного чинника в економічні процеси, ігнорування інтересів і прав держави і пріоритетності економічних інтересів окремих суб'єктів ринку внутрішніх державних запозичень.

Емітовані державою цінні папери є основною формою внутрішнього державного боргу України. Їх емісію та розміщення регулюють законодавчі та нормативно-правові документи, що регламентують взаємовідносини між державою і юридичними та фізичними особами. У табл. 1 наведено фінансові інструменти внутрішньої боргової політики, які формують портфель внутрішніх державних боргових зобов'язань України, та динаміку їх номінальної вартості.

Таблиця 1

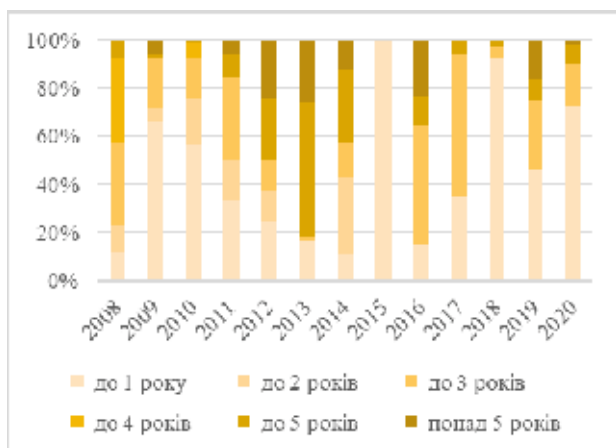
Динаміка номінальної вартості внутрішніх державних боргових зобов'язань України у 2008–2021 рр.

Період	Залишки коштів на кінець періоду, млн грн				Чистий випуск за період, млн грн			
	ОВДП	облігації внутрішніх місцевих позик	векселі Державного бюджету	казначейські зобов'язання	ОВДП	облігації внутрішніх місцевих позик	векселі Державного бюджету	казначейські зобов'язання
2008	29 158	526	395	0	x	x	X	x
2009	85 705	737	199	1	56 547	211	-196	1
2010	136 187	626	0	0	50 483	-112	-199	-1
2011	157 635	760	0	0	21 445	135	0	0
2012	185 822	6 112	0	826	28 139	5 351	0	826
2013	252 378	6 008	0	1 599	66 495	-104	0	772
2014	457 651	5 255	0	88	165 029	-753	0	-2 183
2015	505 175	4 350	0	99	16 778	-905	0	10
2016	667 557	0	0	0	152 037	-4 350	0	-99
2017	750 270	0	0	0	83 519	0	0	0
2018	2 999 609	1 920	0	0	8 009	740	0	0
2019	3 172 594	3 810	0	0	85 044	700	0	0
2020	3 586 692	11 880	0	0	146 140	3 070	0	0

Джерело: складено автором на основі даних [5].

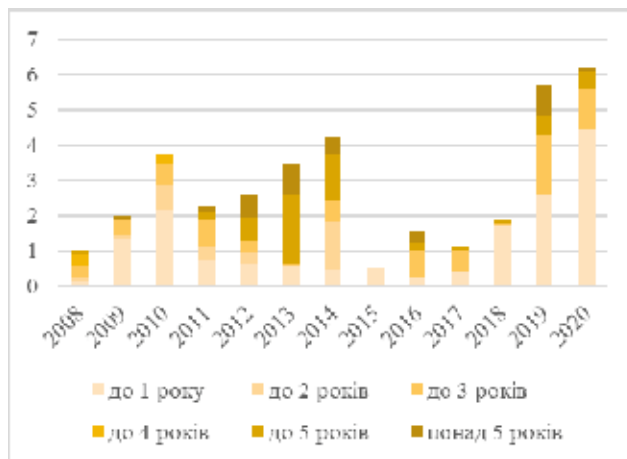
Проаналізувавши розподіл боргових інструментів у портфелі внутрішніх державних боргових зобов'язань, ми бачимо, що протягом усього розглянутого періоду 2008–2021 рр. найпоширенішим видом внутрішніх державних боргових зобов'язань є ОВДП та цільові облігації внутрішньої державної позики України.

Динаміку розміщення ОВДП, випущених у національній валюті, у розрізі термінів обігу, а також їх структуру представлено на рис.1 та рис. 2. Обсяги розміщень ОВДП на первинному ринку до 2009 р. не перевищували 1,99 % від ВВП, однак в період з 2010 р. по 2014 р. ситуація змінилась: обсяги запозичень перебували в межах від 2,22 % до 4,23 %. У 2015 р. знову відбувся значний спад (до 0,5 %), після чого до 2019 р. відбувся приріст та спостерігалися незначні коливання у межах від 1,10 % до 1,83 %. Суттєво обсяги ОВДП зросли в 2019 р., коли досягли 5,72 % від ВВП, а у 2020 р. вони зберегли тенденцію до зростання.



**Рис.1. Динаміка розміщення ОВДП, випущених у національній валюті, у розрізі термінів обігу**

*Джерело:* складено автором на основі даних [5].



**Рис. 2. Структура розміщення ОВДП, % до ВВП**

*Джерело:* складено автором на основі даних [3; 5].

Водночас, аналізуючи структуру внутрішніх державних запозичень через механізм ОВДП в розрізі строків погашення, бачимо, що після 2009 р., 2014 р. і 2019 р. відбувається суттєве зростання частки ОВДП з терміном обігу до 1 року, що можна пов'язати з наслідками світової фінансової кризи 2008–2009 рр., кризи 2014–2015 рр. і коронакризи, яка саме розпалилася у 2019 р. Характерним є те, що в періоди відносної стабільності спостерігається значне збільшення обсягів розміщення середньострокових та довгострокових ОВДП. Таким чином, попит на середньострокові та довгострокові ОВДП зростає у періоди відносної стабільності, а на короткострокові – у період кризи. Звідси робимо висновок, що завдяки аналізу показників такого внутрішнього боргового інструменту можемо визначати рівень довіри інвесторів до України як до позичальника.

Звернемо увагу на динаміку рівня доходності ОВДП у розрізі термінів погашення (рис.3).



**Рис. 3. Рівень доходності ОВДП у розрізі термінів погашення**

*Джерело:* складено автором на основі даних [5].



Згідно із рис. 3 ми можемо спостерігати, що протягом 2008–2021 рр. максимальна дохідність ОВДП з терміном обігу до 1 року становила 19,76 %, до 2 років – 24,59 %, до 3 років – 21,43 %, до 4 років – 14,72 %, до 5 років – 16,74 %, понад 5 років – 15,60 %. Також наведена динаміка підтверджує думку про те, що ОВДП можна розглядати як індикатор інвестиційної привабливості країни.

Частка ОВДП у структурі внутрішнього державного боргу (рис. 4) помітно зростає та набуває пікових значень у 2009 р., 2014 р., 2016 р., 2020 р., що збігається із кризовими періодами. До того ж, через механізм ОВДП формується лівова частка внутрішніх державних запозичень.



Рис. 4. ОВДП у структурі внутрішнього державного боргу

Джерело: складено автором на основі даних [4].

Таким чином, ринок внутрішніх державних запозичень може бути потужним джерелом для термінового залучення коштів до Державного бюджету України, а внутрішні джерела фінансування – важливим фактором компенсації негативного впливу кризових явищ на стабільність фінансової системи.

Наприкінці 2020 р. 525 випусків державних облігацій України перебували у біржовому списку організаторів торгівлі, з них 494 випусків включено до біржового реєстру як такі, що відповідають вимогам лістингу [6]. Розподіл торгів державними облігаціями на біржовому та позабіржовому ринках представлено на рис. 5. Обсяг біржових контрактів з облігаціями внутрішньої державної позики, виконаних та укладених ТОП-торговцями цінними паперами, у 2020 р. на біржовому та позабіржовому ринках становили відповідно 72,20 % та 70,47 % від загальних обсягів торгів на зазначених ринках.



Рис. 5. Обсяг торгів державними облігаціями України на біржовому та позабіржовому ринках у 2016–2020 роках, млрд грн

Джерело: складено автором на основі даних [5].

Згідно з Постановою Кабінету міністрів України №1011 від 28 вересня 2011 р. було проведено випуск ОВДП з валютною прив'язкою (ВОВДП). Відповідно до зазначеної Постанови індексація номінальної вартості ВОВДП здійснюється на дату їхнього погашення з урахуванням зміни середньозваженого курсу гривні до долара США, що існував на міжбанківському ринку за календарний місяць, який передував первинному розміщенню та погашення облігацій [1]. У разі підвищення курсу гривні індексація не здійс-

нюється. При сплаті купона валютний курс гривні не враховуються. Динаміка суми розміщення облігацій внутрішньої державної позики, номінованих у гривні, доларах США та євро, на первинному ринку (кошти, залучені до бюджету) зображена на рис.6, динаміка доходності – на рис 7.

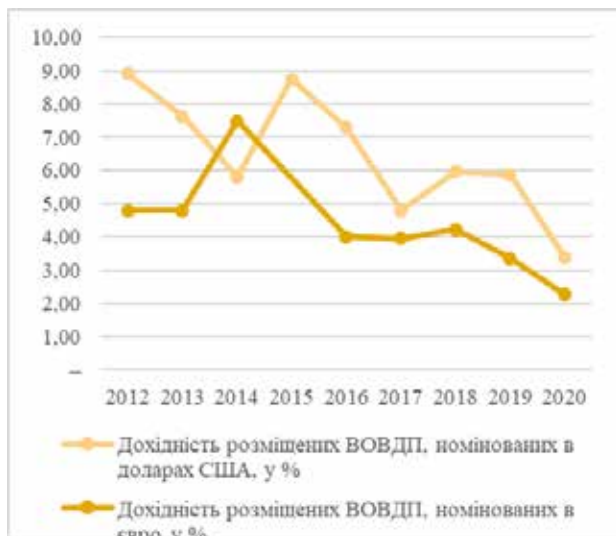


Рис. 6. Номінальна сума розміщених ВОВДП

Джерело: складено автором на основі даних [5].

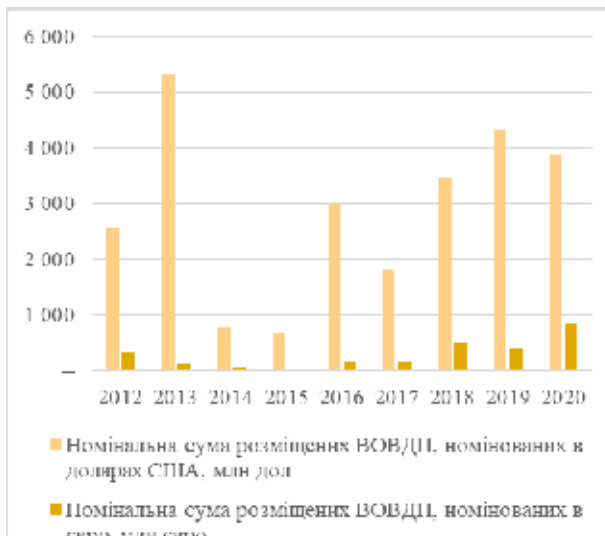


Рис. 7. Дохідність розміщених ВОВДП

Джерело: складено автором на основі даних [5].

Переваги ВОВДП для потенційних інвесторів, населення та держави наведені у табл. 2. Однак, валютна природа ВОВДП генерує ризики погашення для всіх суб'єктів ринку внутрішніх державних запозичень. Так, будь-який рівень прибутковості ВОВДП, номінованих у національній валюті, завжди можна погасити за рахунок грошово-кредитної емісії, що неможливо зробити для ВОВДП.

Таблиця 2

#### Переваги розміщення ВОВДП

Переваги ВОВДП для інвесторів	Переваги ВОВДП для населення	Переваги ВОВДП для держави
державна гарантія виконання зобов'язань	вища доходність	отримання альтернативного джерела валютних ресурсів
захист заощаджень від девальвації національної валюти	звільнення громадян від сплати податку за процентів, що на них нараховуються (проте фізичні особи мають сплачувати 15 % з доходу від інвестиційної діяльності або 17 % – за умови, що цей щомісячний дохід перевищує 10170 грн)	збільшення припливу валюти в банківську систему; поліпшення стану платіжного балансу
		збереження золотовалютних резервів Національного банку України

Розвиток ринку внутрішніх державних запозичень, системність його функціонування є однією з головних умов розбудови ліквідного, структурованого фінансового ринку, створення умов реалізації права інвестора для всіх бажаючих власників грошових заощаджень в Україні. Доступність, прозорість і зрозумілість функціонування ринку фінансових активів, довіра до держави та фінансових інститутів є основою державно-приватного партнерства, активізація інвестиційного потенціалу фізичних юридичних осіб у розбудові економіки країни.

На сьогодні зростання ролі внутрішніх державних запозичень у фінансуванні дефіциту державного бюджету дозволить знизити такі ризики: валютний ризик, відсотковий ризик, ризик пролонгації боргу, а також створить економічні передумови оптимізації державного боргу. Системно функціонуючий ринок внутрішніх державних запозичень надає уряду можливість збільшити частку зобов'язань, деномінованих в національній валюті, з фіксованою відсотковою ставкою та з тривалим терміном погашення в загальній структурі боргу, що своєю чергою є чинником зменшення боргового навантаження на державний бюджет.

**Висновки.** У сучасних умовах політичної та економічної нестабільності в Україні державні запозичення на внутрішньому ринку є пріоритетним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету,



забезпечення макрофінансової стабільності, умовою реалізації національних інтересів у борговій політиці держави. Залучення громадян до капіталізації своїх грошових заощаджень через інвестиції в державні цінні папери дозволяє не тільки активізувати фінансову систему держави, але й підвищує статус держави, формує умови консенсусу влади і громадян щодо стратегії соціально-економічного розвитку України.

Розвиток і системність функціонування ринку державних цінних паперів України визначає необхідність розробки і реалізації цілісної стратегії, що поєднує завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, розвиток інструментарію державних позик для залучення індивідуальних заощаджень і створення відповідної комунікаційної інфраструктури. При цьому необхідно узгодити механізм внутрішньої боргової політики з бюджетною, податковою та грошово-кредитною політикою як складових єдиної стратегії фінансової політики держави. Доцільним є розширення спектру внутрішніх державних боргових інструментів, зокрема з плаваючою відсотковою ставкою, індексованих на рівень інфляції, цінних паперів для населення у національній валюті, що створить умови підвищення ліквідності, а, відповідно, зменшить вартість державних запозичень.

### Література:

1. Лютий І. О., Курищук К. К. Внутрішні запозичення у формуванні Державного бюджету України : монографія. Тернопіль : ЗУНУ. 2021. 310 с.-  
Liutyi I. O., Kuryshchuk K. K. (2021). Vnutrishni zapozychennia u formuvanni Derzhavnoho biudzhetu Ukrainy: monohrafiia [Internal borrowings in the formation of the State Budget of Ukraine]. Ternopil: ZUNU, 310 s. [in Ukrainian]
2. Масгрейв Р. А., Масгрейв П. Б. Государственные финансы: теория и практика. Москва : Бизнес Атлас, 2009. 716 с.  
Masgreyv R. A., Masgreyv P. B. (2009) Gosudarstvennyye finansy: teoriya i praktika [Public finance: theory and practice]. M.: Biznes Atlas. 716 s. [ in Russian]
3. Казначейська служба України. URL: <https://www.treasury.gov.ua/ua> (дата звернення: 10.12.2021).  
State Treasury Service of Ukraine <<https://www.treasury.gov.ua/ua>> [in Ukrainian] (10 December 2021)
4. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk> (дата звернення: 10.12.2021).  
Ministry of Finance of Ukraine <<https://mof.gov.ua/uk>> [in Ukrainian] (10 December 2021)
5. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua> (дата звернення: 01.12.2021).  
National Bank of Ukraine <<https://bank.gov.ua>> [in Ukrainian] (1 December 2021)
6. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2020 рік (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку). URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12530000> (дата звернення: 10.12.2021).  
*Richnyi zvit Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2020 rik* [Annual report 2020 (The National Commission on Securities and Stock Market) ] < <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12530000> > [in Ukrainian] (10 December 2021)