

Ірина СИДОР

кандидат економічних наук, доцент, Західноукраїнський національний університет,
Тернопіль, Україна, irunasudor@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-4410-7083

ПОЗИКОВІ ФІНАНСИ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ПОВЕДІНКОВОГО ПІДХОДУ У ПУБЛІЧНИХ ФІНАНСАХ

Вступ. Актуальність дослідження поведінкового підходу у сфері позикових фінансів в Україні зумовлена глибокими трансформаціями економіки, суспільства та публічного управління в умовах війни, кризи довіри та високої фінансової турбулентності. Традиційні економічні моделі, які виходять із припущення про раціональність усіх учасників фінансового процесу, не враховують численні психологічні, соціальні та емоційні чинники, що визначають ухвалення рішень як з боку держави, так і з боку громадян і бізнесу. Дослідження поведінкового підходу є актуальним у контексті формування стратегії післявоєнного економічного відновлення України, що передбачає врахування як інституційних обмежень, так і психологічних аспектів ухвалення рішень, дає змогу формувати стійку боргову політику, здатну відповідати потребам держави та забезпечувати стабільний економічний розвиток у довгостроковій перспективі.

Мета – узагальнити та систематизувати зміст позикових фінансів; розглянути проблематику позикових фінансів через призму поведінкового виміру; виявити та обґрунтувати причини і мотиви ірраціональної фінансової поведінки суб'єктів економіки; окреслити рекомендації для ефективного управління позиковими фінансами з урахуванням поведінкового контенту.

Результати. В умовах повномасштабної війни та зростання обсягів зовнішніх і внутрішніх запозичень поведінкові аспекти усіх суб'єктів економіки стають критично важливими у контексті ефективного управління державним боргом. Зокрема, спостерігається девальваційна паніка, виведення депозитів, превалювання ірраціональних рішень щодо розподілу боргових ресурсів. Водночас формування ринку військових облігацій продемонструвало, що за умов належної комунікації між учасниками спільних взаємодій, прозорості використання запозичених коштів та патріотично налаштованого соціуму можна мобілізувати значний інвестиційний ресурс для підтримки публічних фінансів країни.

Висновки. Дослідження поведінкових аспектів у позикових фінансах дало змогу виявляти типові викривлення, помилки суджень, інформаційні обмеження та емоційні реакції, що впливають на макрофінансову стабільність. Урахування поведінкових аспектів є ключовим для зниження залежності від зовнішніх джерел фінансування шляхом

стимулювання участі громадян і бізнесу у розвитку внутрішнього ринку запозичень. Крім того, поведінковий аналіз сприяє розробці прозорої та передбачуваної боргової політики держави, яка здатна враховувати емоційні та когнітивні реакції населення на рішення публічної влади.

Ключові слова: позикові фінанси, податкові фінанси, публічні фінанси, поведінкові фінанси, поведінковий вимір, державні запозичення, державний борг, бюджетний дефіцит.

Табл.: 1, рис.: 3, бібл.: 25.

Iryna SYDOR

Ph. D. (Economics), Assoc. Prof., West Ukrainian National University, Ternopil, Ukraine,

irunasudor@gmail.com

ORCID ID: 0000-0002-4410-7083

DEBT FINANCE THROUGH THE PRISM OF THE BEHAVIORAL APPROACH TO PUBLIC FINANCE

Introduction. The relevance of studying the behavioral approach to debt finance in Ukraine is due to the profound transformations of the economy, society and public administration in the context of war, crisis of confidence and high financial turbulence. Traditional economic models, which assume the rationality of all participants in the financial process, do not take into account the numerous psychological, social and emotional factors that determine decision-making on the part of the state, citizens and businesses.

The purpose of the article is to summarize and systematize the content of debt finance; to consider the issues of debt finance through the prism of the behavioral dimension; to identify and substantiate the causes and motives of irrational financial behavior of economic entities; to outline recommendations for effective management of debt finance taking into account behavioral content.

Results. In the context of a full-scale war and an increase in external and internal borrowing, the behavioral aspects of all economic agents become critically important in the context of effective public debt management. In particular, there is a devaluation panic, deposit withdrawals, and the prevalence of irrational decisions on the allocation of debt resources. At the same time, the formation of the military bond market has demonstrated that, with proper communication between participants in joint interactions, transparency in the use of borrowed funds, and a patriotic society, it is possible to mobilize a significant investment resource to support the country's public finances.

Conclusions. The study of behavioral aspects in borrowed finance has made it possible to identify typical distortions, errors of judgment, information limitations and emotional reactions that affect macrofinancial stability. Taking into account behavioral aspects is the key to reducing dependence on external sources of financing by encouraging the participation of individuals and businesses in the domestic debt market.

Keywords: borrowed finance, tax finance, public finance, behavioral finance, behavioral dimension, public borrowing, public debt, budget deficit.

JEL Classification: E44, E60, H39, H60, H81.

Постановка проблеми. Ключовими імперативами фіскального простору публічних фінансів є податкові та позикові фінанси як своєрідний інструментарій забезпечення ефективності функціонування фінансової системи держави, їх макро-економічної стабільності, соціально-економічного розвитку, національної безпеки та зростання суспільного добробуту. Доповнення податкових фінансів позиковими фінансами дає змогу державі забезпечити успішне виконання своїх функцій та балансувати публічними фінансами в процесі управлінської діяльності публічних інститутів та інституцій, зважаючи на глобалізаційні тенденції демократичних держав в умовах нестабільності і сучасних викликів. Як податкові, так і позикові фінанси виступають ресурсною основою публічних фінансів, вміле розпорядження якою є запорукою сталого соціально-економічного розвитку країни. За словами Л. Андрущенка, “Податки і позики – ті взаємодоповнюючі інструменти державних фінансів, за допомогою яких держава звертається до економіки і суспільства за коштами” [1, с. 195].

Актуальність дослідження позикових фінансів значно зросла в умовах сучасних економічних дисбалансів. По-перше, зростає роль державного боргу в економіці країни, оскільки в умовах кризи, війни чи пандемії держави та бізнес шукають шляхи збереження ліквідності та продовження функціонування через залучення зовнішніх фінансових ресурсів. По-друге, загострення проблеми державного боргу потребує глибокого аналізу ефективності управління позиковими фінансовими ресурсами. Потретьє, високі ризики фінансової нестабільності, зокрема валютні коливання, зміни відсоткових ставок та геополітичні чинники, суттєво впливають на вартість та доступність позикового капіталу, що формує нові виклики. Також позикові фінанси активно

використовуються для реалізації масштабних інфраструктурних та інноваційних проєктів, які мають стратегічне значення для довгострокового економічного зростання. А зростаюча залежність приватного сектору від кредитного ресурсу вимагає пошуку збалансованих рішень для забезпечення стійкості підприємств в умовах обмеженого доступу до інших додаткових джерел фінансування.

Дослідження позикових фінансів є важливим елементом формування ефективної фінансової політики держави, управління борговими зобов'язаннями та забезпечення макроекономічної стабільності в умовах зростаючих викликів сучасної економіки, а тому передбачає доцільність урахування новітнього інструментарію до побудови ефективної моделі управління публічними фінансами з урахуванням поведінкових підходів суб'єктів економіки у сфері позикових фінансів, окресленню основних параметрів яких присвячена ця публікація.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Поняття “позикові фінанси” не набуло широкого використання у вітчизняній економічній науці, проте є доволі популярним у західній фінансовій думці XIX–XXI ст. Зарубіжні дослідники розглядають позикові фінанси як ключовий елемент фінансової системи, що впливає на економічне зростання, стабільність та розвиток підприємств і держав [2; 3; 4]. Позикові фінанси у фінансовій думці Заходу охоплюють широкий спектр фінансових інструментів і механізмів, що забезпечують тимчасове залучення капіталу для фінансування різноманітних потреб. Відомі теоретики публічних фінансів Заходу піднімають питання щодо визначення “фіскальної дилеми: податки чи позики”? Зміст цієї дилеми ще А. Пігу розглядав у праці “Дослідження публічних фінансів (A study in public finance)” [5, с. 211], у якій він розкрив природу державного боргу

і податків та визначив їх вплив на публічні фінанси. Ключовими ідеями цієї праці є позиція автора, що податки створюють негайний тягар для його платника, знижують купівельну спроможність поточного покоління та мають “односторонній” ефект – кошти вилучаються без зобов’язань їх повернення, тоді як позики відкладають фінансовий тягар, сучасне покоління отримує вигоди шляхом фінансового забезпечення видатків бюджету, однак тягар сплати боргу припадає на майбутнє покоління [5]. Активне використання запозичень може бути справедливим за умови фінансування довгострокових інфраструктурних об’єктів, новітніх технологій, які приносять вигоду і у майбутньому.

Питання визначення та сучасної інтерпретації позикових фінансів викликає активні дискусії серед науковців, оскільки ця категорія охоплює не лише технічні аспекти залучення боргових ресурсів, а й глибокі соціально-економічні та інституційні виміри. Так, деякі науковці розглядають позикові фінанси як “суспільний феномен, що впливає на інтереси всіх громадян” [6, с. 135; 7, с. 216]. Вони наголошують, що в розвинених країнах позикові фінанси мають демократичний характер, оскільки громадяни активно залучені до операцій з державними борговими зобов’язаннями. В Україні ж, через інституційні обмеження, така демократизація ще не реалізована повною мірою.

Ф. Бродель, Л. Богріновцева, О. Ключка вважають позикові фінанси “формою прояву кредитних відносин, де кредит виступає як позичковий капітал, що передається у тимчасове користування на умовах повернення та сплати відсотків” [8, с. 331; 9]. Т. Богдан, М. Уракін акцентують увагу на “економічних відносинах між кредитором і позичальником, що виникають під час одержання та використання позики” [10, с. 30; 11]. О. Котик та

Ю. Клим’юк аналізують позикові фінанси в контексті фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності суб’єктів господарювання. Авторами підкреслено “важливість оптимізації структури капіталу підприємств для забезпечення їх інноваційної активності та конкурентоспроможності” [12, с. 45]. У. Ватаманюк-Зелінська та О. Огірко зазначають, що основними причинами виникнення державного кредиту є “обмежені фіскальні можливості держави” [13, с. 31], а також те, що в Україні “потенціал позикового методу фінансування державних потреб практично не використовується повною мірою” [13, с. 31]. Вони наголошують на необхідності розробки економічної доктрини, яка визначала б фіскальну політику, поєднуючи податкові та позикові методи фінансування. Таким чином, сучасні наукові підходи до позикових фінансів в Україні акцентують увагу на необхідності їх демократизації, оптимізації структури капіталу підприємств та розробки збалансованої фіскальної політики держави, що поєднує податкові та позикові методи фінансування.

Зазначимо, що з метою удосконалення інструментарію управління публічними фінансами, зокрема в частині формування новітніх моделей управління позиковими фінансами, доцільно враховувати поведінкові аспекти усіх суб’єктів економіки, причетних до формування боргових зобов’язань чи їх обслуговування (органів публічної влади, кредиторів: юридичних і фізичних осіб, міжнародних організацій, урядів інших держав тощо). Такий підхід дасть можливість враховувати інституційне підґрунтя та сприяє визначенню впливу психоемоційних факторів на моделювання фінансової поведінки зазначених суб’єктів через міжгенераційну справедливість у розподілі боргових зобов’язань між поколіннями в умовах невизначеності, боргових ризиків та сучасних економічних викликів.

Метою статті є узагальнення та систематизація підходів до змісту позикових фінансів; розгляд проблематики позикових фінансів через призму поведінкового виміру; виявлення та обґрунтування причин і мотивів ірраціональної фінансової поведінки суб'єктів економіки; окреслення рекомендацій для ефективного управління позиковими фінансами з урахуванням поведінкового контенту.

Виклад основного матеріалу дослідження. Спектр наукових досліджень позикових фінансів є багатофакторним і охоплює проблематику не лише запозичення фінансових ресурсів шляхом емісії боргових зобов'язань держави у вигляді цінних паперів. Вони зачіпають питання першопричин виникнення позикових фінансів та їх спрямування для покриття дефіциту бюджетних коштів, а також формування, управління та обслуговування державного боргу. Як зауважують О. Кириленко та А. Дерлиця, "...тематика дефіцитів, кредитів та боргу об'єднуються під егідою позикових фінансів держави – встановленої у певній моделі забезпечення збалансованості бюджету, організації державного кредиту, системи управління державним боргом з метою впливу на розвиток економіки та функціонування суспільних фінансів" [14, с. 38]. Тобто, мож-

на говорити про функціонування логічної тріади фінансових явищ і процесів у середовищі позикових фінансів: бюджетний дефіцит → державний кредит (запозичення) → державний борг, що описує послідовність причинно-наслідкового зв'язку між фінансовими потребами держави та формуванням її боргових зобов'язань (рис. 1). Структурна залежність між елементами тріади полягає в тому, що бюджетний дефіцит неминуче проковує запозичення, а запозичення – генерує боргові зобов'язання. З часом борг, якщо він неконтрольований, може спричинити нові бюджетні дефіцити через зростання витрат на його обслуговування, створюючи самопідживлювану боргову спіраль.

Таким чином, тріада "дефіцит → запозичення → борг" у позикових фінансах є не лише послідовністю фінансових дій, а й системною основою формування державної фінансової політики, що вимагає забезпечення макроекономічної рівноваги та підтримання боргової стійкості в довгостроковій перспективі. Нагромадження державного боргу потребує ретельного управління його обсягом, структурою та вартістю з метою забезпечення фінансової стійкості держави, недопущення боргової кризи та збереження економічної справедливості у розподілі боргового навантаження.



Рис. 1. Логічна тріада позикових фінансів у середовищі фіскального простору*

* Побудовано автором.

Позикові фінанси є формою мобілізації фінансових ресурсів держави, що базується на принципах тимчасового залучення коштів із зобов'язанням їх подальшого повернення. Вони охоплюють сукупність економічних відносин, що виникають між державою та іншими суб'єктами економічної діяльності в процесі залучення фінансових ресурсів на засадах зворотності, платності й строковості. Позикові фінанси здійснюються переважно через механізми державних запозичень, емісію облігацій внутрішньої або зовнішньої позики, укладання кредитних угод з міжнародними фінансовими організаціями.

У системі функціонування публічних фінансів позикові ресурси відіграють подвійну роль. З одного боку, вони слугують важливим інструментом забезпечення бюджетної збалансованості у випадках, коли власні доходи держави є недостатніми для фінансування соціально-економічних потреб суспільства. Завдяки запозиченням держава може підтримувати сталість фінансування стратегічно важливих програм, стимулювати економічне зростання, модернізувати інфраструктуру. З іншого боку, надмірне використання позикових фінансів створює загрозу накопичення державного боргу до рівнів, що можуть поставити під сумнів фінансову стійкість держави та призвести до міжгенераційної несправедливості. Міжгенераційна справедливість базується на справедливому розподілі ресурсів, балансі задоволення інтересів та зобов'язань між поколіннями. Інакше кажучи, це фінансовий стан, за якого потреби теперішнього покоління задовольняються без шкоди для можливостей майбутніх поколінь реалізувати свої власні потреби. У сфері позикових фінансів поняття міжгенераційної рівноваги має особливо важливе значення. Так, держава, залучаючи борги сьогодні, повинна враховувати, що їх обслуговування і повер-

нення ляже на наступні покоління. Порушення цієї рівноваги виникає, коли нинішнє покоління надмірно користується борговими ресурсами для власного споживання, залишаючи майбутнім поколінням надмірні боргові зобов'язання і, відповідно, обмежені можливості для економічного розвитку. Зважаючи на це, міжгенераційна рівновага є етичним і політичним обов'язком публічної влади діяти відповідально у стратегічних і тактичних вимірах боргової політики держави, забезпечуючи стійкість публічних фінансів у довгостроковій перспективі. Водночас, вона зачіпає проблему міжособистісних стосунків усіх суб'єктів економіки та закладає ключові вектори побудови моделі фінансової поведінки учасників спільних взаємодій.

Таким чином, теоретичні основи позикових фінансів, як суспільного феномена, ґрунтуються на концепціях суспільного договору, принципах податкової справедливості та міжгенераційної рівноваги. У цьому контексті позикові фінанси розглядають не лише як економічний інструмент, а й як форму суспільної домовленості про розподіл ресурсів у часі. Запозичення держави зачіпає інтереси всіх громадян: поточне покоління отримує вигоди від використання залучених ресурсів, тоді як майбутні покоління зобов'язані здійснювати їх повернення разом із обслуговуванням боргових зобов'язань. З цього приводу ще А. Сміт писав, що "задоволення вимог певного моменту завжди найбільше вимагає уваги тих, на кому безпосередньо лежить управління суспільними справами. Майбутнє звільнення державних доходів від обтяжуючих їх зобов'язань вони залишають на клопіт нащадкам" [15].

Ухвалення фінансових рішень у середовищі позикових фінансів здійснюється при узгодженні інтересів суб'єктів спільних комунікацій. Формування ефективної системи взаємодії між цими суб'єктами є критич-

но важливим для забезпечення фінансової стабільності, підвищення довіри до публічних фінансів та мінімізації ризиків боргової кризи. Основними суб'єктами спільних комунікацій у сфері позикових фінансів є:

- держава, представлена органами публічної влади: (центральні органи виконавчої влади, органи управління державним боргом). Публічна влада виступає головним ініціатором позикових фінансів, зацікавленим у мобілізації ресурсів для фінансування бюджетних потреб та стратегічних програм соціально-економічного і сталого розвитку країни. Її потребами є доступ до дешевих і стабільних джерел фінансування, збереження довіри інвесторів та підтримка макроекономічної стабільності. Інструментами забезпечення цих інтересів виступають: випуск державних цінних паперів, укладання кредитних угод, формування прозорої боргової політики, забезпечення ефективного управління державним боргом і проведення регулярних комунікацій з учасниками ринку через публічні звіти та фінансові консультації;
- інвестори (внутрішні та зовнішні) – юридичні та фізичні особи, інституційні інвестори (банки, страхові компанії, пенсійні фонди) є постачальниками капіталу. Їхні інтереси полягають у забезпеченні прибутковості інвестицій, мінімізації ризиків дефолту та отриманні достовірної інформації про фінансовий стан позичальника. Інструменти досягнення їхніх інтересів охоплюють вимоги до відкритості фінансової інформації про використання міжнародних кредитних рейтингів, укладання договорів із чітко визначеними умовами та застосування механізмів хеджування ризиків;
- міжнародні фінансові організації (МВФ, Світовий банк, регіональні бан-

ки розвитку). Ці структури зацікавлені у підтримці фінансової стабільності держав-позичальників та забезпеченні повернення наданих коштів. Їх потреби охоплюють реалізацію програм структурної перебудови економіки та впровадження реформ. Інструментами досягнення цілей є надання позик під умови (*conditionality*), моніторинг виконання програм співпраці, технічна допомога у сфері управління публічними фінансами;

- громадськість та громадянське суспільство. Громадяни, як кінцеві бенефіціари або платники боргових зобов'язань шляхом оподаткування, зацікавлені у справедливому використанні залучених ресурсів, прозорості боргової політики та захисті економічної безпеки держави. Їхні потреби охоплюють доступ до публічної інформації про боргову діяльність, участь у процесах ухвалення рішень через громадські консультації та механізми демократичного контролю. Інструментами реалізації інтересів є закони про доступ до публічної інформації, звітність уряду, аудити державного боргу та залучення громадськості до формування фінансової політики (здебільшого, місцевого рівня);
- медіа та аналітичні центри. Ці суб'єкти виступають посередниками у поширенні інформації, аналізі боргової політики та формуванні суспільної думки. Їх зацікавленість полягає у забезпеченні незалежного контролю за діями публічної влади та інформуванні суспільства про можливі фінансові ризики. Інструментами такої посередницької діяльності є підготовка аналітичних звітів, журналістські розслідування, організація експертних дискусій тощо.

Поведінковий вимір позикових фінансів має вартісну оцінку та визначається

індикаторами боргового портфеля держави, а також управлінськими рішеннями щодо ірраціональності у поведінці органів публічної влади та політиків з приводу надання переваги короткостроковому горизонту боргового планування та процедурам з управління державним боргом. Одним із ключових чинників зазначеної ірраціональності є вплив політичного циклу, за якого уряди та політичні діячі прагнуть досягти швидкого ефекту, орієнтованого на короткотривале зростання популярності серед виборців або донорів. Це стимулює активне залучення позикових ресурсів для фінансування видимих або соціально значущих витрат, таких як субсидії, соціальні виплати, заробітні плати в бюджетній сфері, пільги, підтримка оборони та інфраструктурних проєктів, навіть якщо це не супроводжується зростанням продуктивності або майбутніх публічних доходів країни. У результаті виникає тенденція до надмірного накопичення державного боргу без реального обґрунтування потреб і фінансової спроможності до його обслуговування в перспективі. В українській практиці відомі приклади “боргового споживання”, коли державні запозичення спрямовували не на інфраструктурний чи економічний розвиток, а на фінансове забезпечення видатків соціального призначення з метою електоральної привабливості політикуму в очах його виборців як індикатора суспільної консолідації [16, с. 47].

Політична доцільність часто затьмарює об’єктивну оцінку економічних ризиків. Наприклад, ухвалення рішень про збільшення публічних витрат в умовах глибокого дефіциту державного бюджету може здійснюватися з міркувань збереження електоральної підтримки, а не через економічну необхідність. Використання зовнішніх кредитів для утримання соціальної стабільності або демонстрації динаміки відновлення

може створювати позитивний імідж публічної влади, але водночас загрожує зростанням боргового тиску на наступні бюджетні періоди. Проведемо короткий аналіз позикового фінансування в Україні в умовах війни і зазначимо, що воно стало ключовим інструментом забезпечення життєздатності економіки, підтримки армії, соціальних витрат і базових функцій держави. Водночас активне позикове фінансування породжує низку серйозних економічних ризиків і суспільних викликів щодо майбутнього обслуговування цих коштів.

По-перше, через катастрофічне падіння власних доходів зведеного бюджету, спричинене скороченням економічної активності, руйнуванням підприємств і окупацією значної території країни, уряд вимушено наростив значні обсяги запозичень (табл. 1 та рис. 2).

Так, якщо у 2015 р. обсяги державних запозичень становили 233,9 млрд грн, тобто 11,8% ВВП та 24,5% публічних доходів країни, то в 2022 р. державні запозичення зросли у 5,6 раза – до 1309,1 млрд грн або 25,2% ВВП та 53,1% публічних доходів, а у 2024 р. обсяг вже становив 2538,1 млрд грн, що у 10,8 раза більше за аналогічний показник 2015 р. Водночас частка державних запозичень становила 37,5% ВВП та 57,1% публічних доходів в Україні.

За період 2015–2024 рр. основними причинами нарощення державних запозичень стали реакція економіки країни на зовнішні виклики, обумовлені пандемією COVID-19 у 2019–2020 рр. та російсько-українською війною, розпочатою у 2022 р., що за період 2022–2024 рр. призвело до збільшення державних запозичень майже удвічі. У структурі державних запозичень до початку повномасштабної війни 2022 р. переважали внутрішні позики для фінансування дефіциту Державного бюджету України. Їхня частка серед усіх державних запо-

Таблиця 1

Структура державних запозичень України у 2015–2024 рр., млрд грн*

Показники	Роки									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Державні запозичення, всього, в тому числі:	233,9	307,7	478,7	286,6	425,7	639,6	623,1	1309,1	1704,2	2538,1
зовнішні запозичення	99,0	61,3	103,4	112,4	79,9	250,4	213,0	696,9	1131,3	1899,7
внутрішні запозичення	134,9	246,4	375,3	174,2	345,9	389,2	410,1	612,2	552,6	638,4
частка зовнішніх запозичень у загальному обсягу ДЗ, %	42,3	19,9	21,6	39,2	18,8	39,1	34,2	53,2	66,4	74,8
частка внутрішніх запозичень у загальному обсягу ДЗ, %	57,7	80,1	78,4	60,8	81,2	61,9	65,8	46,8	33,6	25,2

* Складено на основі [17].



Рис. 2. Динаміка обсягів державних запозичень, їх співвідношення з публічними доходами та ВВП в Україні у 2015–2024 рр.*

* Побудовано на основі [17].

зичень перебувала в межах 57,7% – 80,1%. З 2022 р. у структурі державних запозичень переважають зовнішні позики, частка яких має тенденцію до зростання (з 53,2% у 2022 р. до 74,8% у 2024 р.).

Через воєнні дії, інфляцію та відтік капіталу можливості внутрішнього запозичення були обмежені. Національний банк України змушений був частково монетизувати де-

фіцит (тобто здійснювати емісію), що також мало свої межі. Внаслідок нарощення державних запозичень обсяги як внутрішнього, так і зовнішнього державного боргу зросли до історичних максимумів. Це створює додатковий тиск на бюджет у майбутньому через необхідність обслуговування боргу та виникнення ризику послаблення фінансової незалежності держави.

По-друге, Україна стала критично залежною від міжнародних фінансових організацій та партнерів (МВФ, ЄС, США, Канада, Японія, Світовий банк та інші), які надають позики, гранти та кредитні гарантії.

Зокрема, “станом на грудень 2024 р. Україна загалом отримала 105,9 млрд дол зовнішньої фінансової допомоги. Це в середньому – понад 35 млрд дол. щорічно у вигляді грантів, кредитів та гарантій від міжнародних партнерів й організацій” [18]. За рахунок цих коштів здійснюється фінансове забезпечення здебільшого видатків соціального призначення. Водночас характер, обсяги та джерела міжнародної фінансової підтримки нашої держави змінюються. Паралельно проходить еволюція механізмів екстреного фінансування відповідно до коротко- та довгострокових програм соціально-економічного розвитку. Хоча міжнародна фінансова допомога є життєво необхідною для України, вона обмежує її фінансовий суверенітет та вимагає дотримання певних макроекономічних умов, що часто суперечать потребам воєнного часу, спричинених несумісністю покриття боргових зобов'язань фінансовим можливостям держави. Так, отримання Україною макрофінансової допомоги та кредитів від іноземних партнерів у 2022–2024 рр. супроводжувалося певними умовами, які справляють вплив на обмеження фінансового суверенітету країни. Такі умови є звичною практикою у міжнародних фінансових відносинах, але вони мають конкретні наслідки. Зокрема, держава частково втрачає свободу у формуванні джерел наповнення та напрямів використання коштів державного бюджету, реалізації фінансової політики та економічного курсу, оскільки повинна дотримуватися відповідних зовнішніх вимог відповідно до взятих зобов'язань. До прикладу, Програма МВФ Extended Fund Facility (EFF) 2023–2027 рр., відповідно до якої сума зовнішніх державних запозичень

становитиме 15,6 млрд дол. Умовою виконання програми є імплементація структурних реформ в обмін на транші, а саме: фінансова консолідація, утримання від монетизації дефіциту бюджету із заборобою прямого фінансування дефіциту через емісію коштів НБУ (вже починаючи з 2023 р.), реформи в податковій сфері, підвищення тарифів на комунальні послуги, їх пряма прив'язка до ринкових цін (відкладено до закінчення активної фази війни) [19].

Варто зауважити, що умови міжнародної фінансової допомоги не є суто обмеженнями, однак вони здатні впливати на політичну та економічну незалежність країни у короткостроковій перспективі; покликані підвищити фінансову відповідальність та інституційну спроможність органів публічної влади; зменшують гнучкість фінансової політики у період функціонування економіки країни в умовах війни.

По-третє, зменшення можливостей внутрішнього ринку запозичень, адже на тлі активізації інфляційних процесів, падіння довіри до банківської системи та відтоку капіталу державі складно залучати достатній обсяг коштів через внутрішній ринок облігацій. Високі відсоткові ставки для стимулювання інвесторів призводять до зростання вартості обслуговування боргу.

Слід зазначити, що зменшення можливостей внутрішнього ринку запозичень у 2022–2024 рр. стало серйозним викликом для бюджетної політики України. В умовах війни та макроекономічної нестабільності традиційні інструменти внутрішнього фінансування, зокрема розміщення ОВДП, виявилися недостатньо ефективними. Основними причинами цього стали інфляційні процеси, зниження довіри до банківської системи, виведення капіталу з країни та обмежений попит на довгострокові інструменти.

Так, інфляція, яка у 2022 р. досягла понад 26%, істотно знецінювала дохідність

гривневих інструментів, особливо у реальному вираженні [20]. Це знижувало зацікавленість інвесторів у придбанні державних облігацій, зокрема довгострокових. Щоб утримати попит, держава була змушена пропонувати вищі номінальні ставки, що, своєю чергою, призвело до зростання вартості запозичень.

Водночас зниження довіри до банківської системи внаслідок воєнних ризиків і економічної турбулентності призвело до відтоку депозитів, консервативної поведінки банків і небажання розміщувати вільні кошти в державні цінні папери, особливо на довгий термін. Багато банків зосередилися на короткострокових ОВДП з високою ліквідністю, що обмежувало можливості держави фінансувати дефіцит за помірною вартістю.

Відтік капіталу як через фізичне вивезення коштів, так і через обмежений приплив нових інвестицій, звужував базу потенційних покупців державних боргових інструментів на внутрішньому ринку. У цих умовах основним покупцем ОВДП у 2022 р. став Національний банк України, який викупив облігацій на понад 400 млрд грн через пряме фінансування бюджету, фактично емісією. Це рішення було тимчасовим і вже у 2023 р. згорнуто в межах домовленостей з МВФ, що ще більше звузило внутрішній ринок. У відповідь Міністерство фінансів змушене було підвищити дохідність ОВДП. Наприклад, у 2023 р. прибутковість деяких гривневих інструментів сягала 18,5% річних. Водночас частка довгострокових облігацій у структурі внутрішнього боргу залишалася низькою, а вартість обслуговування таких запозичень зростала [21]. Це створювало додатковий фіскальний тиск: виплати відсотків за внутрішнім боргом стали суттєвою статтею бюджету, конкуруючи з витратами на оборону та соціальну сферу.

У 2024 р. ситуація лише частково стабілізувалася. Підвищення базової ставки

НБУ до 25% у 2022 р. та її поступове зниження до 14,5% у 2024 р. не повернуло повної довіри інвесторів [20]. Ринок залишався вузьким, ліквідність обмеженою, а Міністерство фінансів вимушено утримувало високі ставки для залучення необхідного обсягу коштів.

Отже, внутрішній ринок запозичень в Україні у 2022–2024 рр. залишався обмеженим через інфляцію, слабкий інвестиційний клімат та інституційну нестабільність, що змушувало уряд робити ставку переважно на зовнішнє фінансування, що посилювало боргове навантаження та сприяло зростанню фінансової залежності від міжнародних партнерів.

По-четверте, у складних умовах ведення війни на території України, збройного протистояння агресору значна частина позикових коштів використовується на фінансування поточних витрат (соціальні виплати, військові потреби), а не інвестування коштів в інфраструктурне відновлення країни. Це означає, що після війни країна буде змушена обслуговувати великі обсяги державного боргу без достатньо сформованого фінансового ресурсу для його погашення, що може спричинити боргову кризу держави. Така структура публічних витрат є логічною реакцією на обставини широкомасштабного збройного конфлікту, коли держава змушена забезпечувати базове функціонування економіки та зберігати соціальну стабільність, одночасно фінансуючи війну проти агресора. Однак ця модель використання ресурсів має стратегічно вразливу сторону. Переважне спрямування запозичень на споживчі потреби, а не на інвестиційні проекти, не створює фінансового підґрунтя для відновлення економічного зростання та не генерує фінансові потоки, за рахунок яких у майбутньому можна було б обслуговувати і погашати накопичений борг. Через це після завершення війни ймо-

вірність виникнення ситуації, коли держава матиме великі обсяги зовнішніх і внутрішніх боргових зобов'язань, але обмежені можливості для їх обслуговування за рахунок власних доходів, зростає.

У 2022–2024 рр. державний борг України суттєво зріс, як у номінальному вираженні, так і у співвідношенні до ВВП. Станом на кінець 2024 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу перевищив 100 млрд дол. США, а його співвідношення до ВВП сягнуло понад 90%. При цьому лівова частка залучених коштів була витрачена на короткотермінову підтримку життєдіяльності держави в умовах війни. І хоча частина фінансування надається на пільгових умовах або у формі грантів, значна частка залишає по собі зобов'язання у вигляді обслуговування відсотків та майбутнього погашення основної суми державного боргу. У результаті цього післявоєнна економіка України може опинитися у ситуації так званої “боргової пастки”, коли значна частина державних доходів витратиметься на обслуговування боргу, що обмежить можливості фінансувати відновлення інфраструктури, модернізацію економіки та соціальні програми. Це створює ризик затяжної боргової кризи, яка може проявитися у формі неможливості вчасно виконувати боргові зобов'язання, потреби в реструктуризації боргу або необхідності звертатися до нових кредитів для погашення старих, що лише поглиблюватиме боргове навантаження країни.

Таким чином, хоча поточне використання позикових коштів є обґрунтованим у короткостроковій перспективі, відсутність інвестицій у розвиток і низька частка витрат на відновлення країни потенційно формують базу для серйозної фіскальної кризи в середньостроковій перспективі. Щоб уникнути боргової нестабільності, вже сьогодні необхідно розробляти стратегії післяво-

єнного фінансового відновлення, зокрема створення сприятливого інвестиційного клімату, залучення приватного капіталу та посилення ефективності використання бюджетних ресурсів.

Іншим викликом ірраціональної фінансової поведінки публічної влади у сфері позикових фінансів може стати ефект “безкоштовних грошей” (рис. 3). Існує спокуса сприймати зовнішні кредити як додаткові фінансові ресурси, які можна витратити на поточні потреби поряд із власними джерелами фінансування, що пов'язано з викривленим сприйняттям кредитного ризику – майбутні проблеми з обслуговуванням державного боргу часто ігнорують або недооцінюють.

Прикладами зазначеної поведінкової ірраціональності урядових структур є:

1) Масове залучення зовнішніх кредитів у 2022–2024 рр. без стратегічного плану їх використання. Зрозуміло, що в умовах активного ведення бойових дій на території України перманентно змінювалися процедури та технології управління публічними фінансами відповідно до вимог часу та, водночас, не завжди раціонально.

Протягом перших років повномасштабної війни Україна отримала понад 60 млрд дол. зовнішньої фінансової допомоги, значну частину якої становили кредити від МВФ, ЄС, Світового банку, Канади, Японії та інших донорів. Здебільшого ці кошти використовували для поточних видатків на виплату заробітної плати, пенсій, субсидій без формування чіткої програми інвестування у відновлення економіки або проведення базових реформ. Наприклад, кошти від програми МВФ (EFF) на 15,6 млрд дол. мали супроводжуватися структурними економічними змінами, проте значна частина вимог реалізувалася вибірково та несвоєчасно [18].



Рис. 3. Прояви ірраціональної фінансової поведінки суб'єктами ухвалення рішень у сфері позикових фінансів та поведінкові рекомендації для узгодження спільних взаємодій*

* Побудовано автором.

2) Частину запозичень, особливо в перші місяці 2022 р., здійснювали без чітко визначених механізмів звітності чи оцінки ефективності. Наприклад, були труднощі з повною і прозорою інформацією про розподіл коштів гуманітарної допомоги, або використання їх у межах оборонних закупівель, що створює ризик нецільового витрачання коштів та втрати довіри донорів [22].

3) Незважаючи на зростання державного боргу, стратегічні документи, на кшталт оновленої боргової стратегії або середньострокового бюджетного планування, часто або не затверджували вчасно, або вони мали декларативний характер. Це свідчить про відсутність системного бачення наслідків залучення державних позик та тактичного і стратегічного плану їх обслуговування. Окреслені приклади демонструють, як короткотерміновий фокус і політичний тиск можуть зумовлювати нераціональне використання кредитних ресурсів без достат-

нього врахування довгострокових боргових ризиків.

Специфічною особливістю поведінкових рішень публічної влади є когнітивні викривлення, які у процесі здійснення державних запозичень є одним із чинників неефективної боргової політики держави, коли ухвалення фінансових рішень базується не на раціональному аналізі, а на психологічних упередженнях. У випадку України такі викривлення проявляються в різних формах (якірний ефект, оптимістичне упередження, витрати, що вже відбулися – *sunk cost fallacy*) і мають реальні негативні наслідки для фінансової стабільності держави.

Когнітивні викривлення фінансової поведінки у формі «якірний ефект» полягають в тому, що рішення щодо допустимого рівня державного боргу чи обсягу нових державних запозичень спираються на попередні значення, які сприймаються як «норма» або «порог, межа», навіть якщо макроекономічні умови кардинально змінилися. Наприклад,

у роки до початку війни рівень державного боргу в межах 60% ВВП вважали критичним. Проте після початку повномасштабної війни уряд продовжував орієнтуватися на ці межі, що формувало хибну уяву про стабільність ситуації. Такий підхід стримував своєчасне визнання необхідності реструктуризації або зміни моделі залучення коштів. Подібний ефект можна спостерігати і в оцінці потреб державного бюджету на оборону чи обґрунтування соціальних витрат, які визначають на основі минулих періодів, а не актуальних прогнозів розвитку економіки країни у період воєнного стану.

Оптимістичне упередження, як форма поведінкової реакції органів публічної влади, характеризується тим, що урядові прогнози щодо зростання ВВП, збільшення доходів державного бюджету або розширення податкової бази у прогнозованому періоді часто виявляються завищеними. Це створює ілюзію достатньої майбутньої платоспроможності держави, що знижує обережність та обґрунтованість ухвалених рішень органами публічної влади у процесі здійснення державних запозичень. Наприклад, у 2023 р. уряд передбачав зростання ВВП понад 4%, однак через тривалі бойові дії, руйнування інфраструктури та міграційні втрати реальне зростання виявилось нижчим. Незважаючи на це, боргова політика ґрунтувалася на оптимістичних сценаріях, що ускладнило балансування державного бюджету в наступних періодах. Аналогічно переоцінювали обсяги надходжень грантової допомоги та успішність державних програм щодо залучення інвестицій.

Викривлення, пов'язане з помилкою безповоротних витрат (sunk cost fallacy), тобто витратами, що вже відбулися, часто спонукає органи публічної влади до продовження фінансування проєктів, які втратили економічну доцільність або стали невиправдано дорогими, лише тому, що вже

були вкладені значні кошти. Наприклад, деякі інфраструктурні проєкти, розпочаті в межах програми "Велике будівництво", продовжували фінансувати у 2022–2023 рр. через залучення нових запозичень, попри те, що воєнні дії унеможливлювали завершення будівництва або подальше використання цих об'єктів. Іншим прикладом є продовження дотацій на підтримку державних підприємств, які є хронічно збитковими (наприклад, "Укрзалізниця" в умовах руйнувань інфраструктури) [23], коли замість реструктуризації або зупинки проєктів уряд обирає подальше їх фінансування за рахунок боргових зобов'язань. Окреслені когнітивні упередження посилюють ризики формування нестійкої боргової траєкторії, знижують ефективність публічних фінансів та ускладнюють ухвалення раціональних рішень у сфері фінансової політики держави. Для їх подолання необхідне впровадження інституційних механізмів, що базуються на незалежному аналізі, реалістичних макроекономічних сценаріях та чітких критеріях оцінки ефективності реалізації державних проєктів соціально-економічного розвитку країни.

Наступну групу суб'єктів ухвалення рішень у сфері позикових фінансів формують кредитори, для яких характерною є ірраціональність прийняття фінансових рішень через низький рівень фінансової грамотності населення, як потенційного інвестора на ринку внутрішніх державних запозичень, що виступає ключовим бар'єром у вираженні ірраціональності фінансової поведінки. Більшість громадян не мають достатніх знань про основні засади державних запозичень, обслуговування державного боргу, ролі державних цінних паперів у фінансуванні державного бюджету або переваги інвестування в ОВДП. У суспільстві поширене упереджене ставлення до боргових інструментів, що супроводжується недо-

вірою до держави як емітента фінансових зобов'язань.

Населення, маючи обмежену обізнаність, здебільшого уникає інвестування в ОВДП, побоюючись втрати коштів, складності процедури купівлі або недоступності фінансових інструментів. Історично сформована недовіра до банківської системи, що посилювалася кризами 2008 і 2014 рр., а також воєнними подіями, лише зміцнила обережність громадян щодо вкладень у державні боргові фінансові інструменти. Прикладом такої поведінки є слабка участь фізичних осіб на ринку державних облігацій навіть попри запровадження спеціальних “військових ОВДП” для населення. У 2022–2023 рр. Міністерство фінансів України спростило механізм купівлі військових облігацій через мобільні додатки державних банків (зокрема “Дія”, “Приват24”, “Ощад 24/7”), проте рівень залучення громадян залишався низьким. Понад 90% обсягу розміщених облігацій надалі скуповували переважно банки, Національний банк або великі інституційні інвестори, тоді як питома вага вкладень фізичних осіб була обмеженою. Так, “станом на 01.01.2025 р. 47,6% ОВДП перебувають у власності комерційних банків, 36,4% – у НБУ, 9,6% – у юридичних осіб, 4,2% – у фізичних осіб, 1,1% – у нерезидентів, 1,1% – у страхових компаній, а 0,04% – у територіальних громад” [24].

Водночас після запровадження військових облігацій в Україні у 2022 р. спостерігалася поступова трансформація фінансової поведінки фізичних та юридичних осіб, зумовлена як патріотичними мотивами, так і прагненням до збереження капіталу в умовах економічної та валютної нестабільності. Первинна реакція населення на появу цього інструменту була стриманою. Суб'єкти економіки традиційно демонстрували високий рівень недовіри до державних боргових інструментів, що пов'язано з історичним

досвідом втрати заощаджень під час банківських та валютних криз. Однак із часом, завдяки активній комунікації з боку уряду та спрощенню доступу до військових облігацій через державні банки, мобільні застосунки та платформу “Дія”, поведінка фізичних та юридичних осіб почала змінюватися. Вони почали розглядати військові ОВДП не лише як інструмент підтримки ЗСУ, а й як відносно безпечний спосіб збереження коштів з фіксованою дохідністю. Зросла кількість фізичних осіб, які інвестували в ОВДП. Якщо у 2021 р. участь фізичних осіб на ринку державних облігацій була маргіальною, то вже на початку 2025 р. таких інвесторів налічувалося близько 178 тис. осіб, що у вісім разів більше, ніж до початку війни [24].

Особливо помітною ця динаміка стала у 2023–2024 рр., коли НБУ частково зняв валютні обмеження для придбання облігацій за гривню та посилив контроль над готівковим валютним ринком. У відповідь частина громадян, які традиційно зберігали заощадження у доларах або євро готівкою вдома, почали переводити кошти в гривневі військові облігації з дохідністю близько 16% річних, що перевищувало рівень інфляції. Водночас поведінкові особливості проявлялися і в тому, що значна частина інвесторів сприймала облігації як короткострокову альтернативу депозитам, що обмежувало середній термін інвестування. Фізичні особи надавали перевагу облігаціям із терміном погашення до одного року, що свідчить про збереження високого рівня тривожності та недовіри до довгострокових інструментів. Наприклад, на початку 2024 р. найбільшим попитом серед населення користувалися облігації із терміном 6–9 місяців, тоді як попит на довші випуски боргових зобов'язань залишався невисоким [23].

Додатковим чинником фінансової поведінки фізичних осіб стала мотивація “особистої участі у захисті держави” [24]. У бага-

тьох випадках купівлю військових облігацій розглядали не як звичайне інвестування, а як спосіб матеріальної підтримки фронту, що активізувало навіть частину громадян, які раніше не мали справи з фінансовими ринками. Проте ця мотивація була нестабільною: в умовах інформаційної невизначеності або загострення бойових дій частина інвесторів утримувалася від купівлі, переключаючись на більш традиційні форми зберігання коштів.

Для юридичних осіб, особливо середнього та великого бізнесу, рішення про інвестування в облігації мало як фінансову, так і репутаційну складову. Компанії, що вкладали у військові ОВДП, демонстрували лояльність до держави, отримуючи іміджеві вигоди в очах клієнтів і партнерів. Крім того, для підприємств із надлишковими залишками коштів на рахунках військові облігації стали зручним інструментом короткострокового розміщення капіталу із фіксованим доходом. Серед прикладів можна навести українські банки та великі промислові холдинги, що активно викупували ОВДП з номінальною доходністю понад 16% у гривні [22]. Водночас спостерігалися і прояви поведінкових обмежень. Частина населення залишалася осторонь інвестування через низький рівень фінансової грамотності, страх втрати коштів та негативний досвід минулих фінансових криз. Деякі фізичні особи обирали зберігати готівку вдома або переводити заощадження у валюту, що посилювало девальваційний тиск. Для частини малого бізнесу участь у військових облігаціях була обмежена через нестачу вільних ресурсів або невизначеність щодо податкових умов.

Юридичні особи також демонстрували обережність у придбанні облігацій із довгим терміном обігу, побоюючись змін у політичному та регуляторному середовищі. Крім того, деякі компанії утримувалися від ін-

вестування через високу вартість обслуговування власного кредитного портфеля чи невизначеність майбутніх доходів. У таких випадках пріоритет віддавався ліквідності, а не доходності. Відтак найбільш поширеними стали ОВДП з коротко- та середньостроковим терміном обігу. Загалом, запровадження військових облігацій спричинило формування нового сегмента інвесторів у державні боргові інструменти, активізувало патріотичні мотиви у фінансовій поведінці, а також вони частково замінили класичні банківські депозити. Отже, нерівномірність доступу, обмеження довіри та переважання короткострокового мислення свідчать про потребу у подальшій роботі над фінансовою просвітою та стимулюванням участі громадян і бізнесу до фінансування держави через ринок ОВДП.

Ще одним прикладом є обмежене використання інструментів заощаджень через фінансові ринки. Громадяни надають перевагу триманню коштів у готівковій формі або на поточних рахунках, уникаючи довгострокового інвестування. За даними НБУ, обсяг депозитів у гривні у 2022–2023 рр. коливався з огляду на інфляційні очікування, а попит на інвестиційні інструменти залишався мінімальним. Такий рівень недовіри та низької активності громадян у сфері позикових фінансів означає, що держава не може ефективно використовувати внутрішній ринок як джерело фінансування бюджету, особливо в умовах війни, коли зовнішні джерела або обмежені, або створюють додаткові фіскальні ризики. Замість мобілізації внутрішніх ресурсів Україна змушена орієнтуватися на міжнародні позики, що поглиблює залежність від зовнішніх кредиторів. Усунення цієї проблеми можливе лише шляхом комплексного підвищення фінансової грамотності населення через освітні програми, популяризацію фінансової культури, прозору комунікацію держа-

ви про умови залучення коштів та гарантії для інвесторів. Важливо також спростити доступ до державних облігацій (окрім військових, адже доступ до них здійснюється з допомогою програмного продукту “Дія” і є доступним у щоденному застосунку кожною фізичною особою) та зробити цей інструмент більш привабливим і зрозумілим для широкого кола громадян.

Ще одним фактором ірраціонального ухвалення рішень кредиторами є емоційне реагування на макроекономічні події, що суттєво впливає на стабільність фінансової системи та ускладнює реалізацію ефективної боргової політики держави. У періоди економічної нестабільності, загрози війни або фактичного початку збройного конфлікту громадяни часто вдаються до панічних дій, які дестабілізують банківську систему, зменшують довіру до національної валюти та створюють додатковий тиск на публічні фінанси. Одним із найпоказовіших прикладів є фінансова поведінка громадян у перші тижні повномасштабного вторгнення росії в Україну у 2022 р. За даними НБУ, лише у лютому–березні 2022 р. з банківської системи було виведено мільярди гривень депозитів. Люди масово знімали готівку, скуповували долари та євро, намагалися перевести заощадження за кордон, що спричинило різке зниження банківської ліквідності та посилило девальваційний тиск на гривню. У відповідь НБУ був змушений ввести валютні обмеження, зафіксувати обмінний курс та суттєво обмежити рух капіталу.

Схожа ситуація спостерігалася під час революційних подій 2014 р. та у період анексії Криму. Тоді також відбувалося масове вилучення коштів із банків, конверсія заощаджень у валюту, що призвело до девальвації гривні більш ніж удвічі та змусило державу звернутися до МВФ за екстремним фінансуванням. Таке емоційне реагування підвищує вартість державних запозичень.

Коли внутрішній ринок капіталу дестабілізований, а банки втрачають ліквідність, уряд змушений або збільшувати відсоткові ставки для залучення коштів через ОВДП, або звертатися до зовнішніх кредиторів, що посилює боргову залежність держави. Підвищення ставок, своєю чергою, ускладнює обслуговування державного боргу, особливо в умовах скорочення дохідної частини державного бюджету під час кризи.

У 2022–2023 рр. високі девальваційні очікування та недовіра до національної валюти змусили уряд зосередитися на зовнішньому фінансуванні. Внутрішній ринок облігацій не забезпечував необхідного обсягу запозичень через обмежений попит з боку населення, яке переважно вкладало кошти у валюту або тримало заощадження готівкою вдома. Така фінансова поведінка призвела до значного навантаження на валютні резерви НБУ, а також ускладнила фінансування дефіциту державного бюджету через внутрішні інструменти.

Різкі емоційні реакції громадян також шкодять стабільності довгострокових програм заощаджень, пенсійної реформи та розвитку фінансових ринків. У моменти кризи споживачі відмовляються від будь-яких форм інвестування в державні або корпоративні боргові папери, що блокує розвиток внутрішнього позикового ринку. Це створює замкнене коло: низька довіра породжує нестабільність, а нестабільність ще більше посилює емоційні та панічні реакції населення. Для подолання таких проявів необхідна системна робота органів публічної влади над підвищенням фінансової культури та фінансової грамотності населення, забезпеченням прозорості макроекономічної політики та посиленням комунікації в кризових умовах [25]. Відчуття контролю, стабільності та прогнозованості дій публічної влади та НБУ здатне зменши-

ти масштаби паніки і підтримати довіру до публічних фінансових інструментів.

Висновки. Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень:

1. Поведінкові рекомендації для ефективного управління позиковими фінансами ґрунтуються на усвідомленні того, що фінансові рішення як на рівні держави, так і на рівні інших економічних суб'єктів не завжди ухвалюють раціонально. Саме тому управління борговою політикою потребує врахування психологічних чинників та поведінкових моделей. Одним із ключових напрямів є формування фінансової культури через масштабні інформаційно-освітні кампанії. Необхідно підвищувати фінансову грамотність населення, пояснюючи механізми функціонування державного боргу, вигоди від інвестування в облігації, а також ризики, пов'язані з неконтрольованим нарощенням боргових зобов'язань держави. Залучення громадян до державних позикових інструментів має відбуватися через доступні цифрові платформи, інтеграцію з банківськими застосунками та мотиваційні механізми, що поєднують фінансовий дохід із соціальною відповідальністю.

2. Важливим елементом боргової політики є прозора і постійна комунікація органів публічної влади з громадськістю щодо цілей, обсягів і потенційних наслідків державних запозичень. У ситуації високої невизначеності громадяни схильні реагувати емоційно, тому важливо своєчасно пояснювати причини залучення нових боргових ресурсів, порядок їх використання та плани з погашення боргових зобов'язань. Прозорість допомагає знижувати рівень тривожності, зміцнює довіру до публічних інституцій та стимулює довгострокову участь на ринку облігацій.

3. Особливе значення мають поведінкові індикатори в процесі боргового плану-

вання і прогнозування. Потрібно враховувати реакцію населення на певні рішення у сфері державних запозичень. Наприклад, різкі зростання обсягів зовнішніх кредитів без належного пояснення можуть викликати паніку, девальваційні очікування та зниження готовності до інвестування. Аналіз соціальних мереж, інформаційних запитів та опитувань громадської думки може слугувати інструментом виявлення таких реакцій і корекції інформаційної політики. Також важливо передбачити стратегії запобігання типовим "поведінковим пасткам", у які можуть потрапити як органи публічної влади, так і інші суб'єкти економіки. До таких пасток належать короткострокове мислення, надмірний оптимізм або сприйняття запозичень як безкоштовного ресурсу. Для цього доцільно впровадити механізми автоматичного стримування, наприклад, законодавче обмеження на зростання державного боргу вище визначеного порогу без спеціального рішення уряду чи погодження з Радою з фінансової стабільності. Подібні обмеження не лише сприяють фіскальній дисципліні, а й зменшують політичні спокуси до популізму під час виборчих циклів. Поєднання фінансової освіти, прозорої комунікації, аналізу поведінкових сигналів і превентивного регулювання з використанням фінансового інструментарію публічних фінансів дає змогу побудувати збалансовану й ефективну систему управління позиковими фінансами в умовах високих боргових ризиків. Отож, позикові фінанси через призму поведінкового виміру – це не лише про статистичні показники боргових зобов'язань держави, а й про людський фактор у прийнятті фінансових рішень у сфері публічних фінансів.

Таким чином, розгляд проблематики позикових фінансів через призму поведінкового виміру дає можливість вийти за межі традиційного економічного аналізу, зосередженого на раціональності, і дослідити, як

психологічні, соціальні та інституційні чинники впливають на рішення щодо запозичення як на рівні держави, так і на рівні окремих економічних суб'єктів. Такий підхід набуває особливої актуальності у періоди нестабільності, кризи чи війни, коли раціональність часто поступається місцем емоціям, страхам і когнітивним викривленням та допомагає досліджувати публічні фінанси під абсолютно іншим, специфічним кутом зору, формувати світоглядні позиції суб'єктивного характеру учасників процесу спільних комунікацій та прийняття ними публічних рішень.

Напрямом наступних наукових досліджень стане спроба імплементації поведінкового підходу до моделей управління публічними фінансами в Україні.

Список використаних джерел

1. Андрущенко В. Л. Фінансова думка Заходу в XX столітті: теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів : монографія. Львів : Каменяр, 2000. 303 с.
2. Buchanan J. M. *Toward analysis of closed behavioural systems. The Economic Approach to Public policy. Selected Reading.* Ithaca and London: Cornell University Press. 1976. P. 337–349.
3. Mueller D. C. *Public choice: a survey.* Journal of Economic Literature. Pittsburgh. 1976. Vol. XIV, № 2. P. 395–433.
4. Sen A. *Collective choice and social welfare.* Penguin. 2017. P. 312.
5. Pigou A. C. *A study in public finance.* Read Books. 2008. 312 p.
6. Крисоватий А. Парадигма податкових та позикових фінансів. Вісник економічної науки України. 2008. № 1. С. 132–140.
7. Паєнтко Т. В., Онишко С. В. Обіг державних цінних паперів та зростання державного боргу в контексті збалансування інтересів держави і суспільства. Бізнес-інформ. 2016. № 4. С. 213–219.
8. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV–XVIII ст. : у 3 т. Київ : Основи, 1997. Т. 2 : Ігри обміну. 585 с.
9. Богріновцева Л. М., Ключка О. В. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. Економіка та суспільство. 2023. Вип. 53. URL : <file:///C:/Users/ADMIN/Downloads/262920230815-1.pdf>.
10. Богдан Т. П. Державний борг і позики під час війни та методи їх поствоєнного врегулювання. Фінанси України. 2022. № 4. С. 27–45.
11. Уракін М. Г. Сучасні виклики державного регулювання боргової політики в реаліях розвитку України. Ефективна економіка. 2024. № 12. URL : <https://www.nayka.com.ua/index.php/ee/article/view/5355>.
12. Котик О. В., Клим'юк Ю. Ю. Особливості випуску та розміщення державних цінних паперів. Вісник НУБіП. 2023. Вип. 1. С. 42–54.
13. Ватаманюк–Зелінська У. З., Огірко О. Г. Роль державного кредиту в економічному розвитку України. Інноваційна економіка. 2021. № 1–2. С. 28–33.
14. Кириленко О., Дерлиця А. Позикові фінанси як суспільний феномен: концептуальні основи та перспективи демократизації. Вісник Тернопільського національного економічного університету. 2019. № 3. С. 35–50.
15. Сміт А. Про природу і причини добробуту націй / за наук. ред. Є. Литвина. Київ : Port Royal, 2001. 593 с.
16. Шайгородський Ю. Ж. Електоральна активність як індикатор суспільної консолідації. Політичне життя. 2023. № 1. С. 45–52.
17. Звіти про виконання Програм управління державним боргом за 2015–2024 роки (щорічні). URL : <https://mof.gov.ua/uk/osnovna-informacija>.
18. Як партнери допомагають Україні нести фінансовий тягар великої війни. URL : <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3964100-ak-partneri-dop.html>.
19. Програма співпраці з МВФ. Механізм розширеного фінансування. URL : <https://mof.gov.ua/uk/mechanizm-rozshirenogo-finansuvannja>.

20. Звіт про фінансову стабільність. Грудень 2024. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>.

21. Результати розміщення obligacij vnutrishnih derzhavnykh poznyk. Finansovi rynky. NBU. URL : <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>.

22. Litvinchuk I. Chi povynni oboronni zamovnyky zastosovuvaty lokatsiyu chy zdysnyuvaty planuvannya? URL : <https://infobox.prozorro.org/articles/chi-povynni-oboronni-zamovnyky-zastosovuvaty-lokalizatsiyu-chy-zdysnyuvaty-planuvannya>.

23. Bukatjuk Y. Pislya liberalizatsiyi rynku "Ukrzalizniya" vtratyt do 70% dochodiv ta potrebuvatyme do 1 mlrd yevro dotatsiy shchoryku. URL : <https://forbes.ua/news/pislya-liberalizatsiyi-rynku-ukrzalizniya-vtratit-do-70-dokhodiv-ta-potrebuvatyme-do-1-mlrd-dotatsiy-8>.

24. Viyskovi OVDP. Ministerstvo finansiv Ukrainy. URL : https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572.

25. Sydor I. P., Sydor T. I. Finansova bezpeka kraïny cherez prizmu finansovoi gramotnosti hromadyan. Svït finansiv. 2024. Vyp. 4. S. 60–74.

References

1. Andrushchenko, V. L. (2000). *Finanova dumka Zakhodu v XX stolitti: teoretychna kontseptualizatsiia i naukova problematyka derzhavnykh finansiv* [Financial thought of the West in the Twentieth century: theoretical conceptualisation and scientific problems of public finance]. Lviv: Kameniar [in Ukrainian].

2. Buchanan, J. M. (1976). *Toward analysis of closed behavioural systems. The Economic Approach to Public policy. Selected Reading*. Ithaca and London: Cornell University Press, 337–349.

3. Mueller, D. C. (1976). *Public choice: a survey*. *Journal of Economic Literature*. Pittsburgh, XIV (2), 395–433.

4. Sen, A. (2017). *Collective choice and social welfare*. Penguin.

5. Pigou, A. C. (2008). *A study in public finance*. Read Books.

6. Krysovatty, A. (2008). *Paradyhma podatkovykh ta pozykovykh finansiv* [The paradigm of

tax and debt finance]. *Visnyk ekonomichnoi nauky Ukrainy – Bullitin of Economic Science of Ukraine*, 1, 132–140 [in Ukrainian].

7. Paientko, T. V., Onyshko, S. V. (2016). *Obih derzhavnykh tsinnykh paperiv ta zrostannia derzhavnoho borhu v konteksti zbalansuvannia interesiv derzhavy i suspilstva* [Turnover of government securities and growth of public debt in the context of balancing the interests of the state and society]. *Biznes-inform*, 4, 213–219 [in Ukrainian].

8. Brodel, F. (1997). *Materialna tsyvilizatsiia, ekonomika i kapitalizm, XV–XVIII st.* [Material civilisation, economy and capitalism, XV–XVIII centuries]. Kyiv : Osnovy. (T. 2 : Ihry obminu) [in Ukrainian].

9. Bohrinovtseva, L. M., Kliuchka, O. V. (2023). *Osoblyvosti rozvytku rynku derzhavnykh borhovnykh tsinnykh paperiv Ukrainy* [Peculiarities of the development of the Ukrainian government debt securities market]. *Ekonomika ta suspilstvo – Economy and Society*, 53. Available at: <file:///C:/Users/ADMIN/Downloads/262920230815-1.pdf>.

10. Bohdan, T. P. (2022). *Derzhavnyi borh i pozyky pid chas viiny ta metody yikh postvoiennoho vrehuliuvannia* [Public debt and loans during the war and methods of their post-war settlement]. *Finansy Ukrainy – Finances of Ukraine*, 4, 27–45 [in Ukrainian].

11. Urakin, M. H. (2024). *Suchasni vyklyky derzhavnoho rehuliuvannia borhovoi polityky v realiakh rozvytku Ukrainy* [Modern challenges of state regulation of debt policy in the realities of Ukraine's development]. *Efektivna ekonomika – Efficient Economy*, 12. Available at: <https://www.nayka.com.ua/index.php/ee/article/view/5355>.

12. Kotyk, O. V., Klymiuk, Yu. Yu. (2023). *Osoblyvosti vypusku ta rozmishchennia derzhavnykh tsinnykh paperiv* [Peculiarities of issuing and placing government securities]. *Visnyk NUBiP – Bullitin of NULES*, 1, 42–54 [in Ukrainian].

13. Vatamaniuk–Zelinska, U. Z., Ohirko, O. H. (2021). *Rol derzhavnoho kredytu v ekonomichnomu rozvytku Ukrainy* [The role of state credit in the economic development of Ukraine]. *Innovatsii-*

na ekonomika – Innovative Economy, 1–2, 28–33 [in Ukrainian].

14. Kyrylenko, O., Derlytsia, A. (2019). *Pozyko-
vi finansy yak suspilnyi fenomen: kontseptualni os-
novy ta perspektyvy demokratyzatsii* [Borrowed
finance as a social phenomenon: conceptual found-
ations and prospects for democratisation]. *Visnyk
Temopil'skoho natsionalnoho ekonomichnoho uni-
versytetu – Bullitin of TNEU*, 3, 35–50 [in Ukrainian].

15. Smit, A. (2001). *Pro pryrodu i prychny
dobrobutu natsii* [On the nature and causes of
the well-being of nations]. (Ed. Ye. Lytvyn). Kyiv:
Port-Royal [in Ukrainian].

16. Shaihorodskiy, Yu. Zh. (2023). *Elektoral-
na aktyvnist yak indykator suspilnoi konsolidatsii*
[Electoral activity as an indicator of social consoli-
dation]. *Politychne zhyttia – Political Life*, 1, 45–52
[in Ukrainian].

17. *Zvity pro vykonannia Prohram upravlinnia
derzhavnym borhom za 2015-2024 roky (shchori-
chni)* [Reports on the implementation of the Pub-
lic Debt Management Programmes for 2015–2024
(annual)]. Available at: [https://mof.gov.ua/uk/osnov-
na-informacija](https://mof.gov.ua/uk/osnov-na-informacija).

18. *Yak partnery dopomahaiut Ukraini nesty
finansovyi tiahar velykoi viiny* [How partners are
helping Ukraine to bear the financial burden of the
great war]. Available at: [https://www.ukrinform.ua/
rubric-economy/3964100-ak-partneri-dopomagaut-
ukraini-nesti-finansovij-tagar-velikoi-vijni.html](https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3964100-ak-partneri-dopomagaut-ukraini-nesti-finansovij-tagar-velikoi-vijni.html).

19. *Prohrama spivpratsi z MVF. Mekha-
nizm rozshyrenoho finansuvannia* [Programme
of cooperation with the IMF. Extended Fund Fa-
cility]. Available at: [https://mof.gov.ua/uk/meha-
nizm-rozshyrenogo-finansuvannja](https://mof.gov.ua/uk/meha-nizm-rozshyrenogo-finansuvannja).

20. *Zvit pro finansovu stabilnist. Hruden 2024.*
NBU [Financial stability report. December 2024.
NBU]. Available at: [https://bank.gov.ua/ua/stability/
report](https://bank.gov.ua/ua/stability/report).

21. *Rezultaty rozmishchennia oblihatsii vnutri-
shnikh derzhavnykh pozynk. Finansovi rynky.* NBU
[Results of the placement of domestic govern-
ment bonds. Financial markets. NBU]. Available at:
<https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>.

22. Lytvynchuk, I. (2024). *Chy povynni obo-
ronni zamovnyky zastosovuvaty lokatsiiu chy zdi-
isniuvaty planuvannia?* [Should defence customers
use location or planning?]. Available at: [https://
infobox.prozor.org/articles/chi-povinni-obo-
ronni-zamovniki-zastosovuvati-lokalizaciyu-chi-zdi-
ysnyuvati-planuvannja](https://infobox.prozor.org/articles/chi-povinni-obo-ronni-zamovniki-zastosovuvati-lokalizaciyu-chi-zdi-ysnyuvati-planuvannja).

23. Bukatiuk, U. (2024). *Pislya liberalizatsii
rynku "Ukrzaliznytsia" vtratyt do 70 % dokhodiv ta
potrebuvatyme do 1 mlrd. yevro dotatsii shchoroku*
[After market liberalisation, Ukrzaliznytsia will lose
up to 70% of its revenues and will need up to €1
billion in subsidies annually]. Available at: [https://
forbes.ua/news/pislya-liberalizatsii-rinku-ukrzal-
iznytsya-vtratit-do-70-dokhodiv-ta-potrebuva-
time-do-1-mlrd](https://forbes.ua/news/pislya-liberalizatsii-rinku-ukrzal-iznytsya-vtratit-do-70-dokhodiv-ta-potrebuva-time-do-1-mlrd).

24. *Viiskovi OVDP. Ministerstvo finansiv
Ukrainy* [Military government bonds. Ministry of Fi-
nance of Ukraine]. Available at: [https://mof.gov.ua/
uk/local_bonds_72](https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_72).

25. Sydor, I. P., Sydor, T. I. (2024). *Finanova
bezpeka krainy cherez pryzmu finansovoi hramot-
nosti hromadian* [Financial security of the country
through the prism of financial literacy of citizens].
Svit finansiv – World of Finance, 4, 60–74 [in
Ukrainian].