

# МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

УДК 336.012.23

<https://doi.org/10.5281/zenodo.18853306>  
КУЛЬПІНСЬКИЙ С. В.

## Боргові інструменти залучення коштів на відновлення інфраструктури України в умовах обмежених джерел фінансування

**Предметом дослідження** є теоретичні засади визначення напрямків залучення фінансування в інфраструктуру України на довготривалу перспективу, з урахуванням їх обсягів, напрямків, термінів та відповідних ризиків.

**Метою дослідження** є обґрунтування необхідності емісії боргових інструментів фінансування інфраструктури оцінка наявної середньо- і довгострокової ліквідності, потенційних обсягів вкладень, а також механізм участі держави через відповідних посередників, напрямки мінімізації ризиків.

**Методи дослідження.** Дослідження ґрунтується на міждисциплінарному підході: теоретичному аналізі наукових праць, порівняльному аналізі практик емісії боргових цінних паперів в різних країнах і синтезі інформації з відкритих джерел. Було використано оглядові і емпіричні матеріали, застосовано системний підхід для виявлення потенціалу інвестування в інфраструктурні цінні папери.

**Результати роботи.** У статті досліджено тенденції концентрації ліквідності на фінансовому ринку в державних боргових цінних паперах. Проаналізовано шляхи становлення боргового ринку України і виявлено проблеми, що стримують розвиток корпоративних облігацій. Викладено напрямки розробки механізмів фінансування інфраструктури борговими цінними паперами. Запропоновано організацію та андерайтинг емісії інфраструктурних цінних паперів з боку спеціально створеного державного інфраструктурного фонду та окреслено можливості забезпечення грошових надходжень від розміщення цих фінансових інструментів. Запропоновано мінімізацію ризиків валютно-курсних змін.

**Висновки.** Аналіз показав що нинішні рекордні обсяги державних облігацій у портфелі банків свідчать про значний обсяг ліквідності банківського сектору, який міг би бути задіяний у проектах відновлення знищеної в результаті воєнних дій транспортної, газорозподільної, енергетичної, будівельної та телекомунікаційної інфраструктури, а також розширення наявної. Інфраструктурні довгострокові боргові інструменти можуть стати ефективним каналом перетворення наявної ліквідності в довгострокові інвестиції і відповідно чинником економічного зростання.

Розробка заходів щодо відбору інфраструктурних проектів, як і надання відповідних гарантій, їх структурування з акцентом на мінімізацію ризиків ліквідності, страхування кредитних ризиків, мі-

німізація валютних ризиків є пріоритетним завданням для забезпечення високого попиту на ці інструменти з боку основних учасників фінансового ринку. Обмін певного рівня ОВДП у портфелі банків та інших учасників фінансового ринку на інфраструктурні облігації, з відповідними державними гарантіями, має сприяти активізації інвестиційних процесів. До гарантій платоспроможності своєчасних грошових потоків за облігаціями слід віднести платежі та збори від їх запровадження. Спеціально створений державний інфраструктурний фонд міг би стати організатором випусків облігацій і взяти на себе організацію та структурування емісій, гарантувати початок проектів та проведення належного контролю за їх виконанням, андеррайтинг та мінімізацію ризиків.

**Висновок.** Перспективи подальших досліджень полягають в наступному: напрямки структурування і сек'юритизації запропонованих емісій облігацій; моделювання наслідків емісій для споживчої інфляції, інвестицій в основний капітал, експортного потенціалу; оцінка ризиків та рейтингування інфраструктурних боргових цінних паперів; законодавчі та організаційні засади функціонування державного інфраструктурного фонду.

**Ключові слова:** Інвестиції, ОВДП, інфраструктура, облігації, кредитні ризики.

SERGIY KULPINSKY

## Debt instruments for raising funds for recovery of Ukraine's infrastructure in conditions of limited sources of financing

**The subject of the study** is the theoretical principles of determining the directions of raising funds for Ukraine's infrastructure in the long term, with account of their volumes, types, terms and relevant risks.

**The purpose of the study** is to substantiate the need for issues of debt instruments for financing infrastructure, assess the available medium- and long-term liquidity, potential investment volumes, as well as the mechanism for state participation through appropriate intermediaries, and ways of minimizing risks.

**Research methods.** The study is based on an interdisciplinary approach: theoretical analysis of scientific works, comparative analysis of practices of debt securities' placement in different countries and synthesis of information from open sources. Review and empirical materials were used, a systematic approach was applied to identify the potential for investing in infrastructure securities.

**Results of the work.** The article examines the trends in the concentration of liquidity in the financial market in government debt securities. Formation path of Ukrainian debt market has analyzed and problems that hinder the development of corporate bonds are identified. Ways for developing mechanisms for financing infrastructure with debt securities are outlined. Origination and underwriting of infrastructure bonds' issues by a specially created state infrastructure fund are proposed and the possibilities of ensuring cash receipts from the placement of these financial instruments are outlined. Minimization of currency exchange rate risks is proposed.

**Conclusions.** Analysis showed that the current record volumes of government bonds in Ukrainian banks' portfolio indicate a significant amount of liquidity in the banking sector, which could be involved in projects to restore the transport, gas distribution, energy, construction and telecommunications infrastructure that was destroyed as a result of military actions, as well as the expansion of the existing one. Infrastructure long-term debt instruments can become an effective channel for transforming existing liquidity into long-term investments and, accordingly, a factor of economic growth.

Development of measures for the selection of infrastructure projects, as well as the provision of appropriate guarantees, their structuring with an emphasis on minimizing liquidity risks, credit risk insurance, and minimizing currency risks is a priority task to ensure high demand for these instruments from major financial market participants. The swaps of a certain level of government bonds in the portfolio of banks and other financial market participants for infrastructure bonds, with appropriate state guarantees, is expected to contribute to the activation of investment processes. Guarantees of solvency and timely cash flows for bonds should include payments and fees from their commencement. A specially created state infrastructure fund could become the organizer of bond issues and take the responsibility of origination and structuring of issues, guarantee the commencement of projects and proper control over their implementation, underwriting and minimizing risks.

*Prospects for further research are as follows: ways of structuring and securitization of bond issues; modeling the effects of new issues on consumer inflation, fixed capital investments, export potential; risk assessment and rating of infrastructure debt securities; legislative and organizational principles of the state infrastructure fund.*

**Keywords:** *Investments, government bonds, infrastructure, bonds, credit risks.*

**Постановка проблеми дослідження.** Скорочення інвестицій в основний капітал і відповідно їх частки у ВВП з початку воєнних дій у 2022 році, падіння притоку іноземних інвестицій, зниження обсягів банківського кредитування при безпрецедентних масштабах пошкодженої транспортної, енергетичної та газорозподільної інфраструктури, житлового сектору, телекомунікацій поглибили проблеми недосконалих фінансових механізмів перерозподілу корпоративних прибутків, приватних заощаджень, пенсійних накопичень через фінансові ринки. Додатковими чинниками стали погіршення інвестиційних рейтингів України до переддефолтного рівня, посилення валютно-курсової нестабільності, висока інфляція та відповідні кредитні ставки, політичні ризики і невизначеність щодо зовнішнього фінансування з боку ЄС, США, міжнародних організацій, зокрема МВФ, Світового банку, інших фінансово-кредитних установ. Ключовим завданням Уряду та профільних міністерств залишається фінансування соціальних витрат, оборони, охорони здоров'я та освіти і науки. Ринкові механізми перерозподілу інвестиційних ресурсів на фінансових ринках функціонують досить неефективно і вимагають докорінної трансформації спрямованої на виконання ними функцій перерозподілу ресурсів у пріоритетні галузі.

У даному зв'язку виникає потреба у трансформації існуючих механізмів гарантування інвестицій, поліпшення умов для перерозподілу наявної ліквідності з найбільш високим ступенем інвестиційної ефективності для енергетичної, транспортної, газотранспортної та будівельної інфраструктури. Досвід низки країн з перехідною економікою показує ефективність державної підтримки фінансування критичної інфраструктури шляхом випуску боргових інструментів, запровадження гарантій початку (commencement) та виконання (execution) проектів, які визначені як пріоритетні. Участь у випусках інструментів з фіксованою дохідністю, з їх послідуочим розміщенням, запровадженням гарантій реалізації інвестиційних проектів, створення передумов для позитивних грошових потоків, підтримка їх ліквідності шля-

хом забезпечення інвестиційного рейтингу, андеррайтинг, створення відповідної законодавчої бази має стати першочерговими завданнями держави у складний період. Необхідність пошуку балансу між досягненням позитивного реального рівня дохідності вкладень у дані інструменти та мінімізацією ризиків є ключовим науковим завданням на етапі економічної стагнації зумовленої зовнішніми негативними чинниками.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Різні напрямки відновлення інфраструктури України розглядалися вітчизняними і зарубіжними дослідниками. Було виявлено проблеми пов'язані з недостатньо ефективними прямими іноземними інвестиціями, які сприяють ринковій концентрації та погіршення доступу потенційним учасникам, при невеликих здобутках продуктивності [1]. Автори відзначають посилення ролі держаних підприємств при зниженні кореляції між розміром фірми та продуктивністю. Інша група авторів [2] відзначає що процес економічного відновлення України має включати не лише виробничі потужності і інфраструктуру, а і інституційну модернізацію.

Автори Гладких та Любич [3] окреслили коло проблем пов'язаних з банківським кредитуванням промисловості в умовах війни і запропонували, зокрема, синхронізацію дохідностей депозитних сертифікатів НБУ задля можливостей фінансування бюджетного дефіциту неемісійним шляхом. Що стосується напрямків фінансової підтримки ключових галузей, в першу чергу енергетичної, то було запропоновано декілька моделей фінансування відновлювальної енергетики [4], як публічно-приватне партнерство, проектне фінансування, зелені облігації, фінансування через акціонерний капітал та борг. Питання фінансування альтернативної енергетики та відповідні джерела було проаналізовано у статті Гернего [5], де особливий акцент зроблено на активізації боргового фінансування розвитку через програми пільгового та беззаставного кредитування банками проектів альтернативної енергетики. У статті Кришталь [6] запропоновано створення спеціалізованих банків та фондів фінансування відновлю-

вальної енергетики і запровадження спеціальних аукціонів, відзначено високі валютні ризики для іноземних інвесторів та обґрунтовано необхідність впровадження системи ризик-менеджменту. Бур'янов та Куліш [7] у рамках напрямків повного відновлення України пропонують випуски інфраструктурних облигацій на терміни від 3 до 10 років з характеристиками подібними до паперів західного ринку. Автори зосереджуються переважно на залученні інвесторів у сектор будівництва.

В одній з останніх робіт присвячених фінансуванню інфраструктурних проектів [8] через акціонерний капітал відзначено, що з 1961 р. по 2020 р. інфраструктурні проекти на ринках країн, що розвиваються, показали вищу дохідність у порівнянні з провідними індексами акцій S&P 500 та MSCI EM Index, що підкреслює необхідність створення засад для започаткування таких проектів у країнах, що розвиваються.

У праці Елерса [9] на тему інфраструктурного фінансування підкреслено необхідність формування диверсифікованого інвестиційного портфеля довгострокових активів для пенсійних фондів, страхових компаній та суверенних фондів. Було проаналізовано успішний досвід створення спеціалізованих державних агенцій для започаткування крупних інвестиційних проектів.

Виходячи з відносно високих обсягів ліквідності фінансового ринку з одного боку і з посилення необхідності фінансування пріоритетних і критичних галузей, виникає необхідність удосконалення існуючих фінансових механізмів перерозподілу коштів з відповідним наданням гарантій мінімізації ризиків та посилення ефективності використання залучених коштів.

**Виклад основного матеріалу.** Щорічна потреба у інфраструктурних інвестиціях у глобальному масштабі варіюється за різними оцінками у 3,5–4,2 трлн дол. США (згідно оцінок таких консалтингових та фінансових компаній як Маккінзі, Абердін, Альянс). Витрати на відновлення пошкодженої внаслідок воєнних дій інфраструктури України оцінюються в декілька сотень мільярдів доларів, а Світовий банк навіть навів цифру у понад 500 млрд дол. [10]. Ситуативний аналіз переважної більшості банківських кредитів у реальний сектор економіки показує їх короткостроковий характер, високі процентні ставки, які не відповідають очікуваній рентабельності, високу частку кредитів у роздрібну торгівлю та на закупівлю

імпорту. Іншим негативним чинником є високий ступінь невизначеності та відповідний рівень непрацюючих кредитів (NPL), який хоча і знизився упродовж воєнних дій з рівня 39,1%, складав 25% станом на початок жовтня 2025 р [12]. У вищезгаданій статті [3] пропонувалося урегулювання процедури управління новими проблемними кредитами з боку уряду. Разом з тим, ризики притаманні банківській системі та фінансового сектору в умовах політичної та воєнної невизначеності залишатимуться стримуючим елементом економічного розвитку та інвестицій. Якщо інвестиції в основний капітал за результатами 2021 р. становили 9,6% номінального ВВП, то у 2024 р. їх частка у ВВП скоротилася до 6,9%. При цьому, якщо у 2021 р. банки фінансували 5% всіх інвестицій, то вже у 2024 р. їх частка складала усього 3,8%, тоді як банки стали основними утримувачами ОВДП у своєму портфелі.

Значна питома вага ОВДП у портфелі банків свідчить про погіршення інвестиційних альтернатив, високі кредитні ризики, інвестиційну привабливість ОВДП, дохідність за якими на первинному ринку за 11 міс. 2025 р. складала 16,2%. З іншого боку, будучи інструментом з фіксованою дохідністю, облигації є засобом управління ліквідністю, з можливістю їх відносно швидкого продажу чи купівлі в залежності від балансу ліквідності банку у певний момент. Розширення ринку цих інструментів облигаціями з мінімальним ризиком та високим ступенем ліквідності могло б сприяти вирішенню проблеми задоволення інвестиційного попиту.

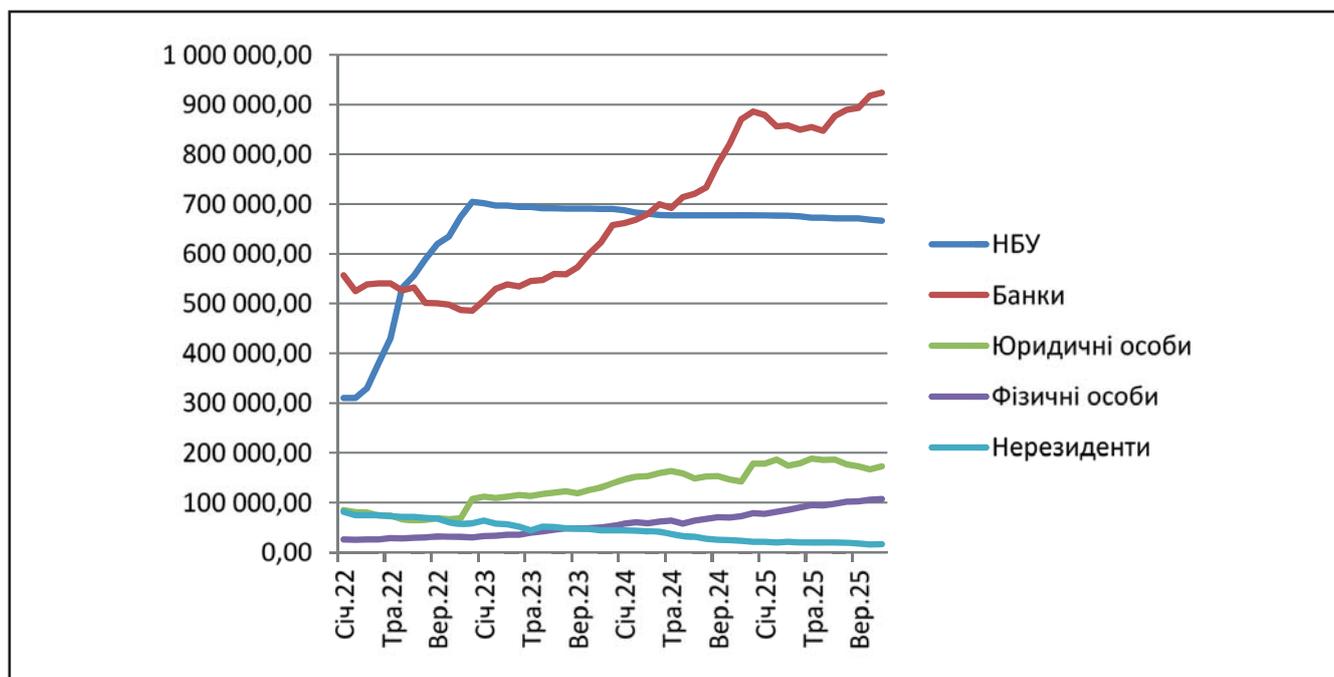
Інструменти з фіксованою дохідністю, зокрема корпоративні облигації, набули поширення у 2003–2009 рр. На піку випусків та розміщень їх обсяги сягали понад 10% загального кредитного портфелю банківської системи. Сприятливим чинником для ринку корпоративних облигацій було стрімке нарощування ресурсної бази банків, зокрема депозитів домогосподарств, а також розширення діяльності компаній з управління активами та недержавних пенсійних фондів. Щодо банків, то вони використовували облигації як інструмент ліквідності, який дозволяв швидко адаптувати свої кредитні портфелі до поточних умов та за необхідності поповнювати їх високодохідними інструментами з переважно низьким ступенем ризику, оскільки в переважній більшості самі банки виступали андерайтерами емісій і були добре обізнані з кредитною історією емітентів, що дава-

ло змогу уникати ситуації асиметричної інформації між позичальником та кредитором. Позичальники з підвищеним ступенем ризику практично не мали змогу ставати емітентами через відсутність позитивної кредитної історії і обмеженими можливостями обґрунтувати достатні очікувані грошові потоки для потенційного інвестора. Кризові явища на фінансовому ринку 2008–2009 рр. з відповідним стрибком частки проблемних кредитів у портфелі банків, стиснення ліквідності, девальвація гривні до долару США та неплатоспроможність деяких банків призвели до спаду активності на ринку корпоративних облігацій при відповідно підвищеному ризику нових емісій.

Наступна криза в банківській системі 2015–2016 рр., коли мало місце запровадження тимчасової адміністрації НБУ у низці банків, також стримувала банківський сектор від здійснення нових облігаційних емісій, а з боку емітентів з помірним ступенем ризику таких випусків практично не здійснювалося, оскільки можливості їх розмістити з помірною дохідністю були досить обмеженими. Розширення ринку ОВДП через необхідність покриття бюджетного дефіциту, з визначними обсягами їх придбання в портфель НБУ та відносно високими дохідностями фактично нівелювало можливості здійснення емісій для більш надійних позичальників.

Нарешті, початок воєнних дій у 2022 році посилює потребу масштабних запозичень з боку уряду і спочатку НБУ збільшив обсяг придбання ОВДП більш ніж удвічі, з 310 млрд грн. у лютому 2022 р. до 704,5 млрд грн. на кінець того ж року, після чого їх обсяг незначним чином знизився. У той же час, збільшення банківської ліквідності при погіршенні ризиків нових кредитів у воєнний період призвели до зростання попиту на ОВДП з боку банків. Їх загальний обсяг в портфелях банків зріс з менш ніж 500 млрд грн. у 2022р. до понад 900 млрд наприкінці 2025 р. (Рис. 1)

З метою вирішення проблем пов'язаних з дефіцитом інвестиційних коштів у відбудову інфраструктури України є доцільним запропонувати механізм трансформації певної частини фінансових ресурсів емітованих НБУ та ліквідності на фінансовому ринку в реальні інвестиції з державними гарантіями. Для цього необхідно, по-перше, виявити і мінімізувати ризики пов'язані з перетоком залучених коштів у роздрібну торгівлю, закупівлю імпорту, на міжбанківській чи валютний ринок, створити захист від інфляційних ризиків; по-друге, забезпечити законодавчу базу для відповідних боргових цінних паперів, і по-третє, створити умови для безперешкодного функціонування ринку даних інвестиційних інструментів.



**Рисунки 1. ОВДП в обігу за номінальною вартістю у 2022–2025 рр., млн. грн., на кінець періоду**

Джерело: складено за даними НБУ (<https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>)

У процесі дослідження трансмісійного механізму монетарного стимулювання пріоритетних галузей економіки (удосконалення трансмісійного механізму) нами було виявлено вагомий вплив інвестиційного кредитування в інвестиції в основний капітал, де підвищення на 1% інвестиційних кредитів призводить до 0,56% зростання інвестицій в основний капітал. Нами також було виявлено помірний вплив додаткового інвестування в основний капітал на базову інфляцію, з коефіцієнтом 0,07, при більш значимому впливі монетарної бази та номінальних зарплат [11]. Також було викладено напрямки макропруденційних рестрикцій, які б мінімізували канали перетоку залучених коштів у менш продуктивні сфери. Даний вплив було виявлено для періоду відносно низьких обсягів ОВДП у портфелі банків, який не перевищував 4% до номінального ВВП і біля 5% до загальних активів банків (Таб.1), тоді як станом на кінець 2025 року дане відношення складало 10,2% і 22,6% відповідно, у той час як реальна кредитна ставка варіювалася від 11% до 32% (згідно середньозважених кредитних ставок за даними НБУ), що також мало негативний вплив на загальну інвестиційну динаміку. Відповідні ризики, пов'язані з воєнними діями починаючи з 2022 року, додатково відобразилися на зниженні інвестиційної привабливості багатьох кредитів для вітчизняних банків.

Виходячи з наявних обсягів облігацій, що перебувають в обігу, можемо зробити припущення щодо інвестиційного потенціалу вкладень у ці інструменти при запровадженні механізму їх обміну на нові

емісії, за умови відповідного викупу певного обсягу ОВДП в інших учасників ринку з боку НБУ. Слід виходити з того припущення, що даний обмін (своп) має відбуватися поступово з метою мінімізації інфляційних ризиків, з відповідним контролем за використанням залучених коштів при гарантіях початку проектів з боку відповідних органів.

Оцінюючи потенціал таких емісій, доцільно виходити з нинішніх обсягів ОВДП, які до певної міри є індикатором наявної ліквідності, певний відсоток яких може бути обміненим на нові облігації. Їх загальний обсяг, без урахування НБУ, складав станом на початок грудня 2025 р. 1,24 трлн грн. Припустивши обмін 10–15% цих інструментів на інфраструктурні облігації гарантовані з боку держави, обсяги емісії останніх могли б становити біля 180–200 млрд грн., з яких з боку банків приблизно 150 млрд грн., 20–30 млрд грн. з боку юридичних осіб, близько 5–10 млрд грн. з боку фізичних осіб, біля 2–3 млрд з боку страхових компаній і близько 3–5 млрд грн з боку нерезидентів. Обсяги поглинання останніми могли б бути значно вищими за належної мінімізації ризиків, оскільки на початку війни у 2022 р. їх портфель ОВДП складав понад 90 млрд грн., скоротившись до усього 16 млрд грн. у 2025р.

До переваг даних інструментів для банків можна віднести можливість диверсифікації кредитного портфелю, оскільки ліміт на одного позичальника згідно вимог НБУ не дозволяє значних лімітів на один кредит, тоді як облігації гарантовані державою дадуть змогу підвищити ліміти даних вкладень.

**Таблиця 1. Державні облігації відносно ВВП і кредитного портфелю**

	Відношення ОВДП у портфелі банків до номінального ВВП	Відношення ОВДП у портфелі НБУ до номінального ВВП	ОВДП у портфелі банків як відсоток загальних активів
2015	4,1%	19,6%	5,1%
2016	10,7%	16,0%	14,4%
2017	12,1%	12,1%	19,4%
2018	10,6%	9,8%	19,6%
2019	8,5%	8,5%	17,1%
2020	12,3%	7,7%	23,3%
2021	10,0%	5,7%	23,0%
2022	9,3%	13,4%	17,8%
2023	9,9%	10,4%	19,8%
2024	11,6%	8,8%	23,2%
2025	10,2%	7,3%	22,6%

Джерело: розраховано за даними НБУ (<https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>) та Держстату (<https://ukrstat.gov.ua/>),

За видами такі інструменти можуть бути розділеними на декілька видів: проектні облігації, зелені облігації, дорожні облігації, залізничні, іпотечні, однак такий розподіл є досить умовним. Їх ключовими рисами є прив'язка до певного виду інфраструктури, структуризація і гарантії.

У вищезгаданій праці Банку міжнародних розрахунків [9] відзначено, що однією з ключових проблем фінансування інфраструктурних проєктів є низька їх пропозиція і та обставина, що вони є недостатньо структурованими. Автором також відзначено переважання їх фінансування банківськими кредитами чи акціонерним капіталом (equity financing) і пропонується поглиблення співпраці державних органів влади зі страховими компаніями та банками розвитку, з метою більш рівномірного розподілу ризиків.

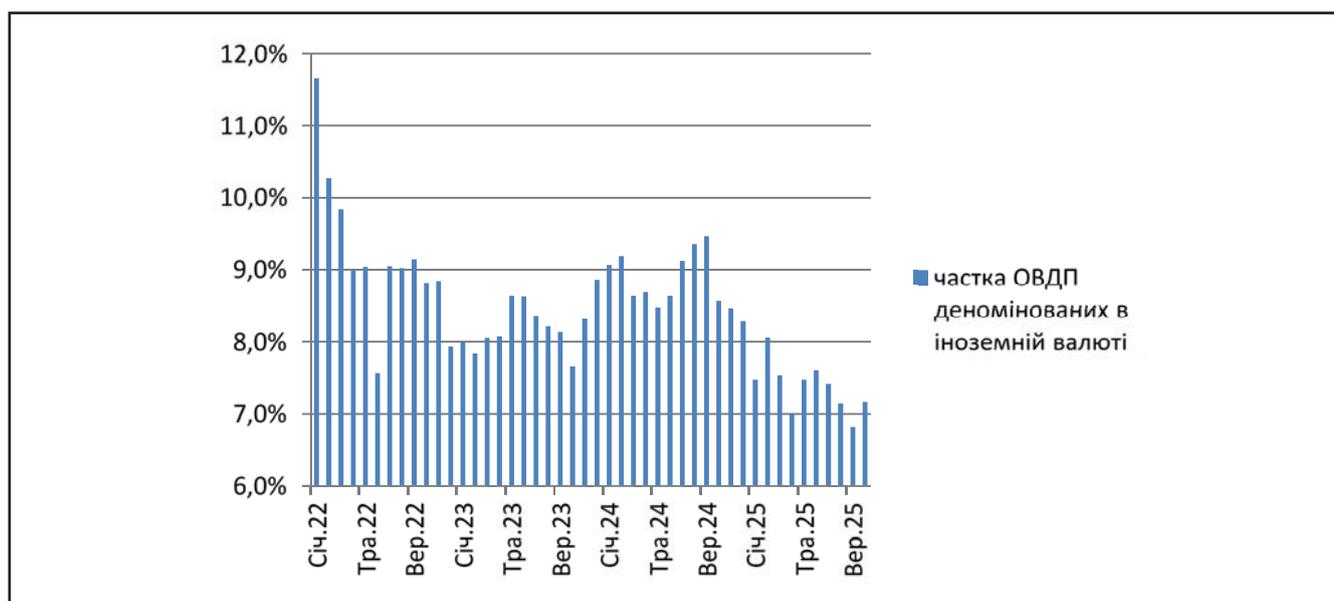
Інфраструктурні активи як правило поділяються на прибуткові і неприбуткові. Прибуткові активи генерують постійні надходження від різних зборів, регулярних клієнтських платежів, тарифів, роялті, що гарантує регулярні виплати купонних платежів інвесторам облігацій. Серед них можна виділити дорожні збори, платежі за надану електроенергію, лізингові платежі та ін. У таблиці 2 наведено потенційні надходження від інфраструктурних проєктів, які можуть бути гарантією своєчасних купонних платежів емітованих облігацій.

Гарантом реалізації започаткованих проєктів би стати спеціально створений інфраструктурний фонд, який би їх структурував, здійснював оцінку потенційних грошових потоків, розповсюджував інвестиційні меморандуми, гарантував розміщення (андерайтинг) і поступову пропози-

**Таблиця 2. Забезпечення надходжень з боку держави з метою гарантування платоспроможності емітентів облігацій**

Енергетика	Транспортна інфраструктура	Газорозподільна інфраструктура	Будівельна інфраструктура	Телекомунікаційна
Тарифи за надану електроенергію	Податкові надходження з дорожніх зборів	Надходження від продажу газу	Майнові податки і збори	Оренда частот
Тарифи за передачу електроенергію	Транспортні збори з пасажирів	Роялті від видобутку газу,	Надходження від здачі в оренду інфраструктурних об'єктів	Ліцензування операторів
Продаж устаткування			Митні збори від реєстрації інфраструктурних об'єктів	Надходження від телекомунікаційної інфраструктури

Джерело: складено автором



**Рисunek 2. Частка ОВДП деномінованих в іноземній валюті (Дол США, євро) по відношенню до загального їх обсягу**

Джерело: розраховано за даними НБУ (<https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>)

цію облігацій на ринок. До його завдань можна було б відповідним чином віднести структуровану сек'юритизацію, тобто перетворення активів з низьким ступенем ліквідності у боргові інструменти з фіксованою дохідністю, підвищення їх інвестиційного рейтингу. Також гарантами окремим можуть виступати міжнародні фінансові організації, зокрема Світовий банк, партнери України з ЄС та США (у рамках підписаних угод).

Мінімізація валютних ризиків має стати одним з елементів стратегії залучення коштів у дані боргові інструменти, що також передбачає надання гарантій з боку іноземних партнерів. Міністерство фінансів скоротило емісії ОВДП в іноземній валюті. Разом з тим, випуски інфраструктурних боргових інструментів з дохідністю 4–5% у доларах США могло б стати привабливим інструментом управління ліквідністю в іноземній валюті, а залучення коштів нерезидентів а також заощаджень домогосподарств могли б сприяти інфраструктурному відновленню країни.

Питома вага ОВДП в іноземній валюті скоротилася до 7% з 11,5% на початку 2022 року (рис.2), перед масштабним вторгненням. Така тенденція супроводжувалася девальвацією гривні до долару США, збільшенням зовнішнього боргу, вищезгаданим суттєвим скороченням ОВДП у портфелі нерезидентів. Таким чином залишається певний потенціал розміщення інфраструктурних облігацій в іноземній валюті, однак зважаючи на потенційні ризики девальвації гривні, такі обсяги мають бути обмеженими. Пропозиція таких цінних паперів у гривні мала би сенс з дохідністю вище за рівень інфляції, як і більшість емітованих ОВДП.

### Висновки

За умов належного відбору проектів, надання відповідних гарантій, коректного структурування, страхування кредитних ризиків, мінімізації валютних ризиків інфраструктурні боргові інструменти можуть стати ефективним каналом перетворення наявної ліквідності в інфраструктурні інвестиції. Стрімке зростання обсягів державних облігацій у портфелі банків свідчить про значний обсяг ліквідності банківського сектору, який міг би бути задіяний у проектах відновлення знищеної в результаті воєнних дій транспортної, газорозподільної, енергетичної, будівельної та телекомунікаційної інфраструктури, а також

розширення наявної. Обмін певного рівня ОВДП у портфелі банків та інших учасників фінансового ринку на інфраструктурні облігації, з відповідними державними гарантіями, міг би стати вагомим чинником інвестиційного пожвавлення економіки. Гарантіями своєчасних грошових потоків за облігаціями могли б стати платежі та збори. Спеціально створений державний інфраструктурний фонд міг би стати організатором випусків облігацій. До його ключових завдань доцільно віднести структурування емісій та належний контроль за впровадженням проектів, організацію розміщення, мінімізацію ризиків.

### Список використаних джерел:

1. Ufuk Akcigit, Furkan Kilic, Somik Lall, and Solomiya Shpak, «Engineering Ukraine's Wirtschaftswunder,» NBER Working Paper 34103 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34103>.
2. Becker, T, Y Gorodnichenko and B Weder di Mauro (2024), 'DP19555 How to Rebuild Ukraine: A Synthesis and Critical Review of Policy Proposals', CEPR Discussion Paper No. 19555. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp19555>
3. Гладких Д. М. Основні проблеми грошово-кредитної системи України в умовах війни / Д. М. Гладких, О. О. Любич // Фінанси України. – 2023. – № 2. – С. 27–52. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.02.027>
4. Кишакевич, Б. Ю., Настьошин, С. Є., Війчук, О. Т., & Котик, Я. І. (2024). Моделі фінансування проектів відновлювальної енергетики: міжнародний досвід та рекомендації для України. Академічні візії, (33). <https://academy-vision.org/index.php/av/article/view/1244>
5. Гернего Ю. О., Ляхова О. О. Фінансування потенціалу розвитку альтернативної енергетики в Україні. Ефективна економіка. 2021. № 3. – URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8733>. DOI: 10.32702/2307-2105-2021.3.3
6. Кришталь Г.О. ОПТИМІЗАЦІЯ ФІНАНСУВАННЯ ПРОЄКТІВ РОЗШИРЕННЯ ВІДНОВЛЮВАЛЬНОЇ ЕНЕРГЕТИКИ В УКРАЇНІ, Менеджмент та підприємництво: тренди розвитку. 2025, 1(31), 17–26. <https://doi.org/10.26661/2522-1566/2025-1/31-02>
7. Бур'янов, В., & Куліш, Г. (2023). КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ У ПОВОЄННОМУ ВІДНОВЛЕННІ УКРАЇНИ. Економіка та суспільство, (48). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-27>
8. Anusha Chari, Peter Blair Henry, Yanru Lee, and Paolo Mauro, «Financial Returns to Equity Investments in Infrastructure in Emerging-Market and Developing

Economies,» NBER Working Paper 34537 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34537>.

9. Torsten Ehlers, 2014. «Understanding the challenges for infrastructure finance,» BIS Working Papers 454, Bank for International Settlements.

10. Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released. PRESS RELEASE FEBRUARY 25, 2025 <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/02/25/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>

11. Кульпінський С. В. Монетарне стимулювання інвестиційних процесів на фінансових ринках: монографія / С.В.Кульпінський. – Житомир: Вид-во Євенок О.О., 2014. – 342 с.

12. Частка NPL у банківському секторі продовжує скорочуватися. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/chastka-npl-u-bankivskomu-sektori-prodovjuye-skorochuvatisya>

#### References:

1. Ufuk Akcigit, Furkan Kilic, Somik Lall, and Solomiya Shpak, «Engineering Ukraine's Wirtschaftswunder,» NBER Working Paper 34103 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34103>.

2. Becker, T, Y Gorodnichenko and B Weder di Mauro (2024), 'DP19555 How to Rebuild Ukraine: A Synthesis and Critical Review of Policy Proposals', CEPR Discussion Paper No. 19555. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp19555>

3. Gladkikh D. M. Main problems of the monetary system of Ukraine in times of war / D. M. Gladkikh, O. O. Lyubich // Finance of Ukraine. – 2023. – No. 2. – P. 27–52. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.02.027>

4. Kyshakevich, B. Yu., Nastyoshyn, S. Ye., Viychuk, O. T., & Kotyk, Ya. I. (2024). Models of financing renewable energy projects: international experience and recommendations for Ukraine. Academic Visions, (33). <https://academy-vision.org/index.php/av/article/view/1244>

5. Gernego Yu. O., Lyakhova O. O. Financing the potential of alternative energy development in Ukraine. Effective Economy. 2021. No. 3. – URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8733>. DOI: 10.32702/2307-2105-2021.3.3

6. Kryshtal G.O. OPTIMIZATION OF FINANCING OF RENEWABLE ENERGY EXPANSION PROJECTS IN UKRAINE, Management and Entrepreneurship: Development Trends. 2025, 1(31), 17–26. <https://doi.org/10.26661/2522-1566/2025-1/31-02>

7. Buryanov, V., & Kulish, G. (2023). CORPORATE BONDS IN THE POST-WAR RECONSTRUCTION OF UKRAINE. Economy and Society, (48). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-27>

8. Anusha Chari, Peter Blair Henry, Yanru Lee, and Paolo Mauro, «Financial Returns to Equity Investments in Infrastructure in Emerging-Market and Developing Economies,» NBER Working Paper 34537 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34537>.

9. Torsten Ehlers, 2014. «Understanding the challenges for infrastructure finance,» BIS Working Papers 454, Bank for International Settlements.

10. Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released. PRESS RELEASE FEBRUARY 25, 2025 <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/02/25/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>

11. Kulpinsky S. V. Monetary stimulation of investment processes in financial markets: monograph / S.V. Kulpinsky. – Zhytomyr: Publishing house Evenok O.O., 2014. – 342 p.

12. The share of NPLs in the banking sector continues to decrease. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/chastka-npl-u-bankivskomu-sektori-prodovjuye-skorochuvatisya>

#### Дані про автора

**Кульпінський Сергій Віталійович,**

д. е. н., с. н. с., провідний науковий співробітник відділу фінансової політики. Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2970-4872>

e-mail: [skulpinsky@gmail.com](mailto:skulpinsky@gmail.com)

#### Data about the author

**Sergiy Kulpinsky,**

Doctor of economics, research fellow, sector of financial policy, State Research Institute of Informatization and Modeling of Economy

e-mail: [skulpinsky@gmail.com](mailto:skulpinsky@gmail.com)