

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА
Факультет фінансів

Кафедра фінансів імені Віктора Федосова

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА
ГАЛУЗЬ ЗНАНЬ
СПЕЦІАЛЬНІСТЬ

«Фінанси»
07 «Управління та адміністрування»
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: заочна
очна (денна), заочна, дистанційна

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему **«Ринок державних облігацій України в умовах воєнного стану»**

(назва теми)

здобувача Скочко Марії Євгеніївни

(ПІБ, підпис)



Науковий керівник: к.е.н., професор Гапонюк М.А.
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

(підпис)

Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)

Завідувач кафедри: д.е.н., професор, Опарін В. М.

(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

(підпис)

Київ 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ.....	6
1.1. Сутність ринку державних цінних паперів, його ключові функції та завдання.....	6
1.2. Порівняльна характеристика інструментів національного ринку державних цінних паперів.....	13
РОЗДІЛ 2. КЛЮЧОВІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ У 2022-2023 рр.....	21
Боргова політика України в умовах військової агресії.....	21
Особливості нормативно-правового забезпечення ринку державних облігацій України під час дії воєнного стану.....	28
. Оцінка практики використання військових облігацій на сучасному етапі.	34
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ФОРМУВАННЯ ОПТИМАЛЬНОЇ МОДЕЛІ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ ТА У ПЕРІОД ПІСЛЯВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ УКРАЇНИ.....	42
3.1. Формування ефективної моделі державного боргового менеджменту в Україні.....	42
3.2. Роль державних облігацій у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України.....	49
ВИСНОВКИ.....	55
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	59
ДОДАТКИ.....	64

ВСТУП

Актуальність теми. У сучасному світі, ринок державних цінних паперів має значну вагу у формуванні бюджетної політики держави та реалізації грошово-кредитної політики центрального банку. Державні цінні папери виступають основним інструментом для державного запозичення, дозволяючи залучати значні фінансові ресурси. На сьогоднішній день, державні цінні папери можуть стати ефективним засобом, який позитивно впливає на інвестиційні процеси в країні. Тому виникає потреба у дослідженні економічної природи та ролі цінних паперів, зокрема державних облігацій. Актуальність такого дослідження обумовлена тим, що державні облігації вважаються безризиковими борговими інструментами, але при цьому несуть суверенний ризик.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В економічній літературі є низка серйозних напрацювань стосовно важливості державних облігацій. Сьогодні питанням розвитку ринку державних цінних паперів присвячено праці багатьох вчених-економістів, проте дане питання все ж залишається не до кінця дослідженим. Так, теоретичні і практичні аспекти ринку державних цінних паперів, зокрема особливості ринку облігацій досліджували О. Барановський, Т. Вахненко, М. Єрмошенко, В. Козюк, В. Корнєєв, Г. Кучер, І. Лютий, Р. Рак та ін. Проте, незважаючи на значний науковий доробок даних авторів, питання функціонування ринку державних цінних паперів в умовах військового стану є вкрай важливим, що зумовлює актуальність даного дослідження

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є визначення основних напрямів вдосконалення розвитку ринку державних облігацій в умовах воєнного стану та у період післявоєнного відновлення України

У рамках окресленої мети необхідно вирішити наступні завдання:

- дослідити сутність ринку державних облігацій, його ключові функції та завдання;
- здійснити порівняльну характеристика інструментів національного ринку державних облігацій;
- дати оцінку борговій політиці України в умовах військової агресії;
- дослідити особливості нормативно-правового забезпечення ринку державних облігацій України під час дії воєнного стану;
- оцінити практику використання військових облігацій на сучасному етапі;
- дослідити можливості формування ефективної моделі державного боргового менеджменту в Україні;
- визначити роль державних облігацій у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України

Об'єкт дослідження – це державні облігації

Предмет дослідження – це економічні та фінансові відносини, які виникають в процесі обігу державних облігацій на фондовому ринку.

Методи дослідження. В ході дослідження в кваліфікаційній магістерській роботі застосовувалися загальні методи наукового пізнання та дослідження. До них відносяться: аналіз (для оцінки актуальних тенденцій розвитку ринку державних облігацій), узагальнення (з метою дослідження основних аспектів обігу державних облігацій фінансовому ринку), систематизація і групування, статистичне спостереження, математичні методи обробки інформації.

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. Теоретична значущість даного дослідження полягає у визначенні основних напрямів вдосконалення розвитку ринку державних облігацій в умовах воєнного стану та у період післявоєнного відновлення України. Практична значущість полягає у визначенні концептуальних напрямів розвитку вітчизняного ринку ОВДП у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України.

Інформаційна база дослідження відображає узагальнений список праці провідних вітчизняних та зарубіжних спеціалістів у сфері дослідження небанківських фінансових ситуацій в цілому, та кредитних спілок зокрема, наукові публікації в наукових фахових виданнях та засобах масової інформації. Статистичну основу кваліфікаційної роботи склали: статистичні дані Державної Служби статистики, Міністерства фінансів України та НКЦПФР.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

1.1. Сутність ринку державних цінних паперів, його ключові функції та завдання

Ринок цінних паперів є комплексною системою, яка сприяє накопиченню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сфери, забезпечує структурну перебудову економіки, сприяє позитивній динаміці соціальної структури суспільства та покращенню добробуту громадян шляхом володіння та вільного розпорядження цінними паперами. Ринок державних цінних паперів - це сегмент фінансового ринку, де купуються і продаються державні облігації, видані державними органами для залучення фінансових ресурсів.

Одним з ключових завдань ринку державних цінних паперів є забезпечення фінансування держави. Державні облігації випускаються державними органами для залучення фінансових ресурсів на реалізацію різноманітних проектів та покриття дефіциту бюджету. Інвестори, купуючи державні облігації, надають позику державі, за яку отримують проценти (купони) і повертають вкладений капітал в майбутньому. Це дозволяє державі залучати необхідні кошти для фінансування своїх потреб.

Другим важливим аспектом ринку державних цінних паперів є забезпечення ліквідності та безпеки інвесторам. Ринок державних облігацій надає можливість інвесторам купувати та продавати облігації, що забезпечує ліквідність їх інвестицій. Крім того, державні облігації вважаються відносно безризиковими інструментами, оскільки держава вважається надійним позичальником. Це забезпечує інвесторам стабільність та захист їх капіталу.

Формування процентних ставок є ще одним важливим аспектом ринку державних цінних паперів. Попит і пропозиція на державні облігації визначаються рівнем довіри до держави та інших ризикових факторів.

Процентна ставка на державні облігації використовується як базова ставка для визначення вартості інших фінансових інструментів. Таким чином, ринок державних цінних паперів впливає на загальний рівень процентних ставок на ринку.

Забезпечення диверсифікації портфеля інвесторів є ще однією важливою функцією ринку державних цінних паперів. Державні облігації можуть використовуватися інвесторами для зменшення загального ризику свого портфеля. Вони мають тенденцію до зворотного кореляції з ринками акцій та інших ризикових активів. Присутність державних облігацій у портфелі допомагає збалансувати ризики та забезпечити стабільність прибутків для інвесторів.

В цілому слід відзначити, що використання цінних паперів для покриття державного боргу На рис. 1.1 показана схема взаємозв'язку економічних наслідків державного боргу та використання державних цінних паперів.

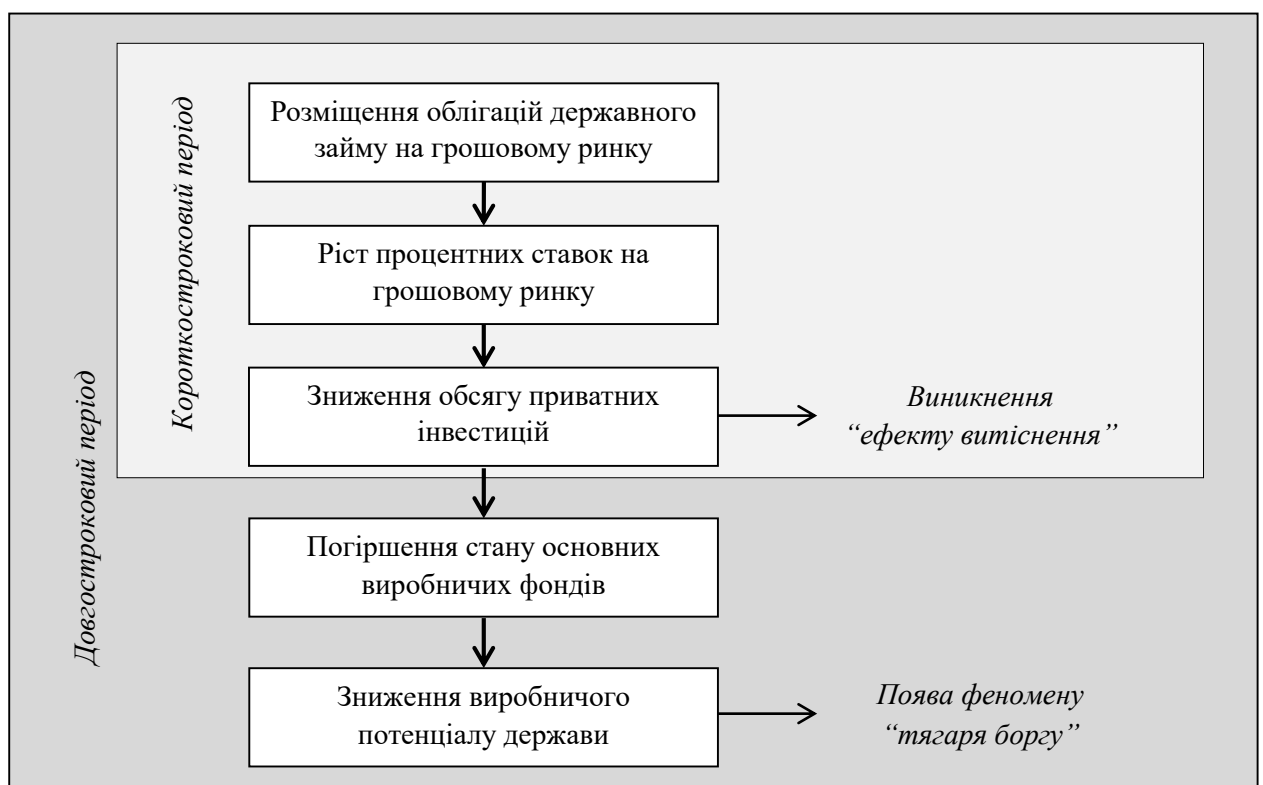


Рисунок 1.1. – Наслідки використання державних позик в коротко- і довгостроковій перспективі

Джерело: складено автором на основі [1]

«Ефект витіснення» (англ. Crowding-out), вперше описаний Ф. Модільяні і згодом загальноновизнаний, проявляється з моменту витіснення приватних інвестицій державними позиками у вигляді збільшених процентних ставок і відображає величину доходу, недоотриманий реальним сектором економіки внаслідок такого «витіснення» приватного капіталу. Механізм його нескладний: для підвищення попиту на свої позикові облігації держава встановлює неконкурентно високий відсоток позики, а приватний інвестор, бажаючи отримати більший дохід на вкладений капітал, «позичає» державі власні кошти (тим більше що гарантом повернення виступає сама держава) замість вкладення їх в інвестиційні цінні папери реального сектора економіки (які тепер програють і за ступенем прибутковості, і по надійності)

Щодо пояснення прояву «ефекту витіснення», то слід звернутися до праці Т.П. Вахненко, яка вважає, що: 1) залучаючи вільні позичкові кошти, держава позбавляє підприємства ресурсів, які могли б бути інвестовані у виробництво; 2) у зв'язку з ростом процентних ставок «кредитні ресурси стають менш доступними для кредиторів і рівень інвестиційної активності падає» [2, с. 35].

Основні завдання ринку державних цінних паперів включають:

абезпечення фінансування держави: Ринок державних цінних паперів є важливим каналом для залучення фінансових ресурсів державою. Державні облігації продаються інвесторам, які позичають гроші державі на певний строк з обіцянкою отримання відсотків (купонних платежів) та повернення вкладеного капіталу в майбутньому.

абезпечення ліквідності та безпеки: Ринок державних цінних паперів забезпечує ліквідність і безпеку інвесторам. Інвестори можуть купувати та продавати державні облігації на ринку, що надає їм можливість конвертувати свої інвестиції у грошові кошти. Крім того, державні облігації вважаються відносно безризиковими інвестиціями, оскільки держава зазвичай вважається надійним позичальником.

ормування процентних ставок: Ринок державних цінних паперів впливає на формування процентних ставок на ринку загалом. Попит і пропозиція на державні облігації визначаються рівнем довіри до держави та інших ризикових факторів. Цінники державних облігацій використовуються як базова ставка для визначення вартості інших фінансових інструментів.

абезпечення диверсифікації портфеля: Державні облігації є одним з інструментів диверсифікації портфеля інвестора. Їх наявність у портфелі допомагає зменшити загальний ризик, оскільки державні облігації мають тенденцію до зворотного кореляції з ринками акцій та інших ризикових активів [3].

Дані завдання ринку державних цінних паперів сприяють стабільності фінансової системи та економіки держави шляхом забезпечення доступу до фінансових ресурсів та ефективного управління державним боргом.

Державні цінні папери відіграють важливу роль у фінансуванні держави. Вони є основним інструментом, за допомогою якого держава залучає фінансові ресурси для здійснення своїх функцій, фінансування різноманітних проектів та покриття дефіциту бюджету.

Один зі способів, яким держава отримує необхідні кошти, це емісія державних облігацій. Державні облігації представляють собою фінансові інструменти, які випускаються державою і продаються інвесторам. Інвестори, купуючи державні облігації, позичають гроші державі на певний термін з обіцянкою отримання відсотків (купонних платежів) та повернення вкладеного капіталу у майбутньому.

Роль державних цінних паперів у фінансуванні держави полягає в кількох аспектах. По-перше, вони дозволяють залучати значні фінансові ресурси від інвесторів, що створює можливість фінансувати великі інфраструктурні проекти, соціальні програми та інші пріоритетні напрямки розвитку країни.

По-друге, державні цінні папери надають можливість диверсифікації джерел фінансування держави. Залучення коштів через емісію державних

облігацій дозволяє розширити базу інвесторів і не залежати виключно від податкових надходжень або позик від банків. Це допомагає зменшити фінансові ризики та забезпечити стабільність фінансової системи країни.

Крім того, державні цінні папери є важливим інструментом для регулювання грошово-кредитної політики. Центральний банк може контролювати обсяг емісії державних облігацій, встановлювати процентні ставки на них, що дозволяє впливати на рівень ліквідності в економіці та регулювати загальний рівень процентних ставок на ринку.

В цілому, можна фіналізувати основні функції ринку державних цінних паперів на наступному рисунку 1.2.

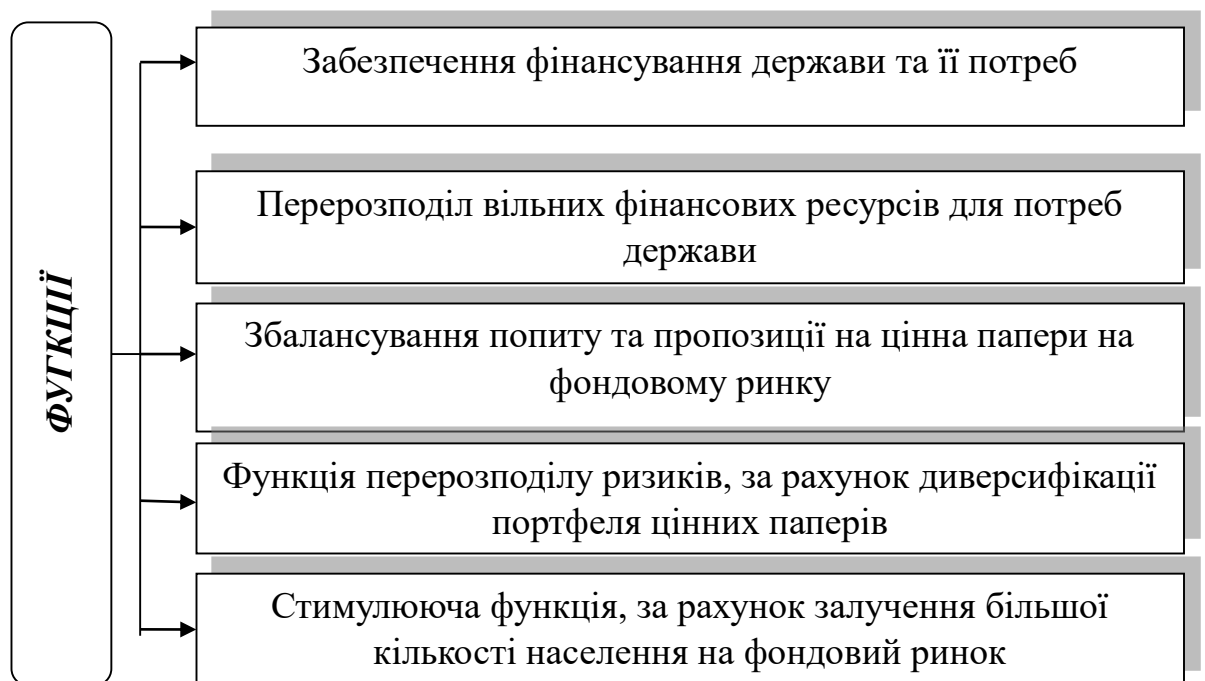


Рисунок 1.2. – Основні функції ринку державних цінних паперів

Джерело: складено автором на основі [4]

Організація та функціонування ринку державних цінних паперів відіграють важливу роль у фінансовій системі країни. Цей ринок є місцем, де відбувається купівля-продаж державних облігацій та інших цінних паперів, які випускає держава для залучення фінансових ресурсів.

Організація ринку державних цінних паперів зазвичай включає наступні елементи:

емісія: Держава випускає нові державні облігації для продажу на ринку. Цей процес включає визначення параметрів облігацій, таких як строк погашення, процентна ставка, номінальна вартість та інші умови емісії.

розміщення: Державні облігації розміщуються серед інвесторів через аукціони, де потенційні покупці подають свої пропозиції щодо купівлі облігацій за певну ціну. Держава встановлює умови розміщення, включаючи мінімальний обсяг продажу та методику визначення курсу аукціону.

торгівля: Після успішного розміщення державні облігації набувають статусу ліквідних цінних паперів і можуть бути торговані на відкритому ринку. Інвестори можуть купувати та продавати облігації на основних фондових біржах або через депозитарні системи.

цінова динаміка: Ціна державних облігацій визначається на ринку шляхом взаємодії попиту та пропозиції. Інвестори оцінюють ризики та потенційний дохід, пов'язаний з облігаціями, і встановлюють відповідну ціну при купівлі або продажу.

ліквідність: Ринок державних цінних паперів повинен забезпечувати достатню ліквідність, щоб інвестори могли з легкістю купувати та продавати облігації. Наявність активних учасників ринку, таких як банки, брокери та інституціональні інвестори, сприяє підтримці ліквідності ринку.

регулювання: Ринок державних цінних паперів підлягає регулюванню з боку фінансових органів держави. Регулятори встановлюють правила та норми, що стосуються емісії, розміщення, торгівлі та дисклосери інформації про державні цінні папери [5].

Ефективне функціонування ринку державних цінних паперів має важливе значення для держави. Він дозволяє залучати необхідні фінансові ресурси для фінансування державних проектів, покриття дефіциту бюджету та

забезпечення стабільності фінансової системи. Також, ринок державних цінних паперів забезпечує інвесторам можливість отримання доходу та диверсифікації свого портфеля інвестицій.

На ринку державних цінних паперів беруть участь різні учасники, включаючи державні органи, інвесторів, брокерів та центральний банк. Кожен з них виконує важливу роль у функціонуванні цього ринку (Рис. 1.3).



Рисунок 1.3. – Головні інституційні учасники на ринку державних цінних паперів

Джерело: складено автором на основі [5]

Державні органи також відповідають за регулювання ринку державних цінних паперів, встановлення правил торгівлі та забезпечення дотримання нормативних вимог. Інвестори визначають попит на державні цінні папери, що впливає на їхню цінову динаміку. Вони також допомагають фінансувати державу шляхом придбання облігацій на аукціонах або на вторинному ринку. Брокери також надають інвесторам консультації щодо інвестицій в державні

цінні папери, допомагають управляти портфелем та здійснюють торгівельні операції на ринку.

В цілому слід відзначити, що на сучасному етапі, ринок державних цінних паперів відіграє важливу роль у фінансуванні держави. Він є основним інструментом, за допомогою якого держава залучає фінансові ресурси для здійснення своїх функцій, фінансування різноманітних проектів та покриття дефіциту бюджету. Нами було досліджено основні функції та завдання ринку державних цінних паперів, до яких слід віднести: забезпечення фінансування держави та її потреб; перерозподіл вільних фінансових ресурсів для потреб держави; збалансування попиту та пропозиції на цінна папери на фондовому ринку; функція перерозподілу ризиків, за рахунок диверсифікації портфеля цінних паперів; стимулююча функція, за рахунок залучення більшої кількості населення на фондовий ринок. Організація та функціонування ринку державних цінних паперів відіграють важливу роль у фінансовій системі країни. Цей ринок є місцем, де відбувається купівля-продаж державних облігацій та інших цінних паперів, які випускає держава для залучення фінансових ресурсів.

1.2. Порівняльна характеристика інструментів національного ринку державних цінних паперів

Державні цінні папери - це фінансові інструменти, що видані державою для залучення фінансових ресурсів на ринку капіталу. Вони є зобов'язанням держави перед власниками цих цінних паперів щодо виплати відсотків або повернення головної суми позики за певний строк. Класифікація державних цінних паперів залежить від кількох факторів, таких як строк погашення, процентна ставка та спосіб випуску.

Емісія державних облігацій України є частиною бюджетного процесу та регулюється Законом України «Про Державний бюджет України» на відповідний рік, яким встановлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу. Згідно Бюджетного кодексу України, право на здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень належить державі в особі Міністра фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України [6].

Міністерство фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України та з погодженням з Національним банком України визначає обсяги емісії. Порядок проведення операцій з розміщення облігацій, встановлюється Національним банком України, але за погодженням з Міністерством фінансів України. НБУ на ринку державних цінних паперів виконує функції агента Міністерства фінансів України з обслуговування випуску облігацій на первинному ринку. Організаційним центром вторинного ринку виступають організатори торгівлі фондової біржі. Біржова торгівля державними облігаціями здійснюється на фондовій біржі «ПФТС», фондовій біржі «Перспектива» та на Українській фондовій біржі [7].

Основні види державних цінних паперів включають наступні (Рис. 1.4.).

Тепер детальніше розглянемо кожен із видів цих державних цінних паперів.

- *Ощадні облігації*

Даний вид цінних паперів призначений виключно для громадян, які використовують їх для збереження та нагромадження власних заощаджень.

- *Військові облігації*

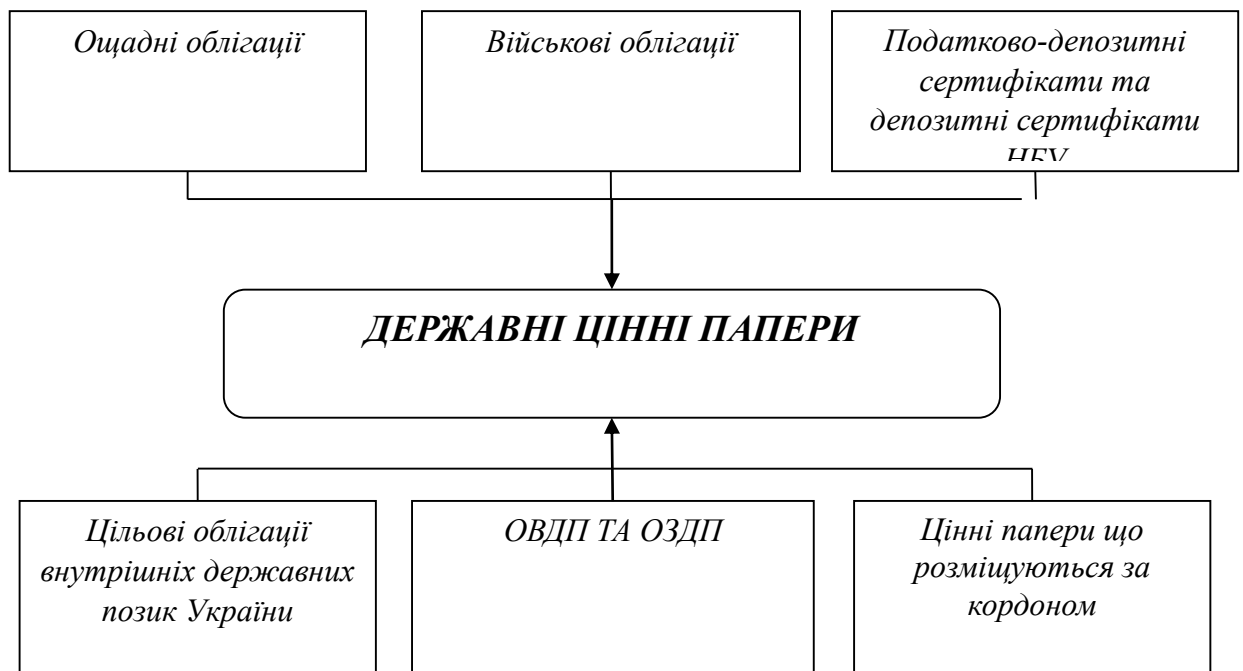


Рисунок 1.4. – Класифікація державних цінних паперів в Україні

Джерело: складено автором на основі [8,9]

Це різновид облігацій внутрішньої державної позики тобто це цінні папери, які випускає держава під час воєнного стану. А простіше - це (бонд), боргова розписка, яку випускає компанія або держава, щоб покрити дефіцит у бюджеті. У цілому, військові облігації працюють за принципом депозиту, який надається державі. Військові облігації відрізняються від звичайних тим, що кошти з них йдуть на підтримку економіки під час воєнного стану, вони доступні тільки для внутрішнього ринку капіталів. Вони мають визначений строк дії, після завершення якого особі повертається сума вкладу разом із відсотками. Існує два види військових облігацій:

- купонні — зі строком погашення більше року та купонними платежами;
 - дисконтні — зі строком погашення менше року, продаються за ціною нижче номіналу [10].
- *Податково-депозитні сертифікати*

Вони підтверджують внесок юридичною або фізичною особою коштів в рахунок майбутніх податкових платежів. Залежно від терміну, на який депонуються кошти, а також в залежності від кон'юнктури ринку, власники

отримують різні проценти на дані цінні папери – найбільші, коли ресурси використовуються для сплати податків, і найменші – коли сертифікат погашається до терміну сплати податків.

- *Цінні папери, які розміщуються центральним урядом в регіонах*

Місцеві органи влади можуть випускати власні цінні папери. Проте не усі кошти, що отримують від їхнього розміщення (і також із інших джерел фінансування доходів місцевого бюджету), можуть бути використаними негайно. Тимчасові вільні кошти можуть вкладатися у державні облігації, які приносять набагато вищі доходи, аніж місцеві цінні папери.

- *Боргові сертифікати*

Дані цінні папери за формою і умовами реалізації дуже схожі до контрактів на одержання кредиту, проте мають самостійну вартість та відповідно можуть із деякими обмеженнями бути проданими власниками іншим особам.

- *Облігації урядових установ*

Вони випускаються урядовими установами для залучення коштів у окремі галузі народного господарства. Ці цінні папери вважаються високодохідними, так як передбачається, що уряд гарантуватиме виконання таких зобов'язань.

- *Депозитні сертифікати Національного банку України*

Ці сертифікати Національний Банк почав розміщувати із січня 1999 року. Метою випуску депозитних сертифікатів є:

- введення інструменту, що має на меті замінити облігації внутрішньої державної позики, оскільки довіра до них уже підірвана;
- використання нового засобу регулювання маси грошей у обігу.

Сертифікати - це свідоцтво про депонування у системі електронного обігу Національного Банку України коштів комерційних банків. Право на придбання даного фінансового інструменту мають лише ті банківські установи, які не мають заборгованості за виданими кредитами від НБУ, і які забезпечують формування резерву для відшкодування можливих витрат і

кредитними операціями і обов'язкових резервів. Ці сертифікати розміщують на аукціонах. Термін їх обігу – від 1 до 180 днів.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету Законом про державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу [11].

- *Облігації пенсійних фондів і індивідуальні пенсійні облігації*

Ці цінні папери призначені для пенсійного забезпечення населення. Для осіб, які є зайнятими індивідуальною трудовою діяльністю, кошти на придбання таких облігацій виключаються із суми, яка обкладається податком.

- *Облігації внутрішніх державних позик (ОВДП)* є одним із видів державних цінних паперів, які випускаються державою України з метою залучення фінансових ресурсів від внутрішніх інвесторів. ОВДП мають наступні характеристики:

ОВДП є важливим інструментом для фінансування державних потреб, забезпечення стабільності фінансової системи та привертання внутрішніх інвестицій в Україні. Їх характеристики роблять їх привабливими для інвесторів, які шукають безризикові та стабільні інвестиційні можливості.

В свою чергу, ОЗДП (облігації зовнішньої державної позики) є фінансовими інструментами, які випускаються державою України на міжнародному ринку для залучення фінансових ресурсів від зовнішніх інвесторів.

В цілому слід відзначити, що облігації є основною формою запозичення ресурсів на боргових ринках. Вони можуть бути:

- *за методом встановлення власника* – іменними та на пред'явника;
- *за строками погашення* Державні облігації України поділяються на

наступні:

ороткострокові - до одного року.

ередньострокові - від одного до п'яти років;

овгострокові - понад п'ять років;

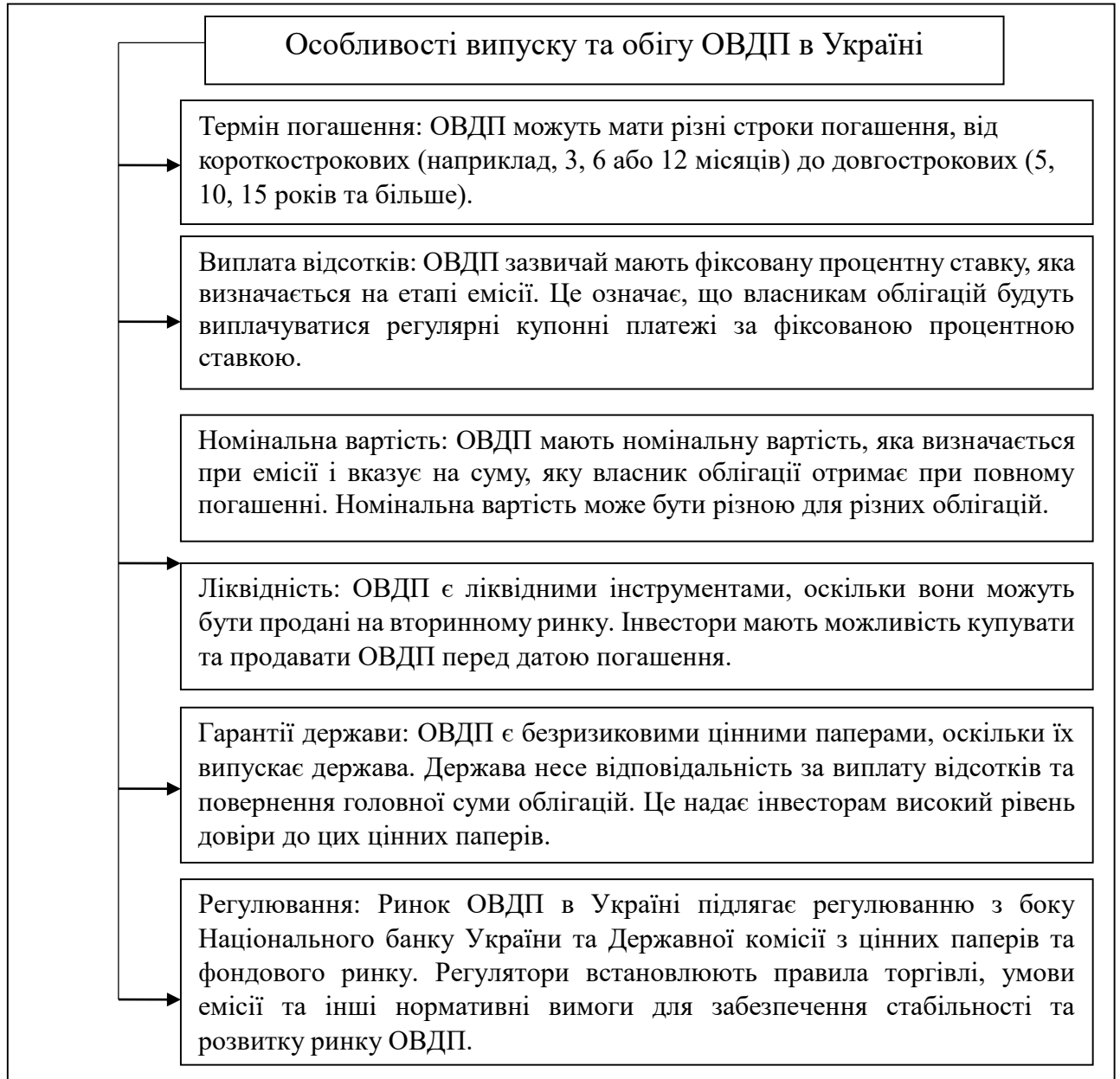


Рисунок 1.5. – Основні характеристики облігацій внутрішньої державної позики в Україні

Джерело: складено автором на основі [12]

- за ціною розміщення – дисконтні (розміщують зі знижкою стосовно номіналу, погашають за номіналом) і відсоткові (розміщують за номіналом, погашають також за номіналом із виплатою відсотків) [10].

Короткострокові облігації державної позики, як правило, є дисконтними. В окремих випадках можуть випускатися цільові облігації

внутрішніх державних позик, виконання зобов'язань за якими можливе товарами або послугами.

Також, розглянемо основні етапи становлення ринку облігацій в Україні, які буде подано в наступній таблиці 1.1.

Таблиця 1.1. – Особливості розвитку ринку облігацій державної позики в період 1995 і по теперішній час

№	Етапи	Особливості розвитку ринку облігацій державної позики
1	З 1995 р. по 1997 р. включно	Держава все більше активізується у внутрішньому запозиченні. На протязі даного періоду доходність ОВДП залишається на високому рівні, що пояснюється високими темпами інфляції та податковими пільгами. Дохід від операцій з ОВДП для фізичних осіб резидентів не оподатковується, для нерезидентів - за ставкою 15%, а для юридичних осіб резидентів - за ставкою 30%. Впровадження клірингових розрахунків між учасниками аукціонів з первинного розміщення сприяє збільшенню попиту на ОВДП. У цей період фізичні особи та нерезиденти вперше залучаються до операцій з ОВДП, хоча їх частка на ринку залишається невеликою.
2	З 1998 р. по 2000 р.	На ринку ОВДП спостерігається кризові тенденції та зростання частки середньо- та довгострокових облігацій. Уряд без належного обґрунтування змінює доходність облігацій незалежно від кон'юнктури ринку. Крім того, залучені від розміщення кошти використовуються неефективно, через що держава неспроможна виплатити дохід нерезидентам та вчасно погасити ОВДП. В результаті, уряд реструктуризує внутрішній державний борг шляхом випуску конверсійних облігацій з меншою доходністю та більшими строками погашення. Це негативно впливає на очікування нерезидентів, що призводить до відтоку іноземного капіталу з ринку ОВДП. Таким чином, НБУ стає основним учасником ринку, володіючи 68% розміщених облігацій.
3	Протягом 2001–2007 рр.	Відбувається спочатку стабілізація, а потім пожвавлення і повільний розвиток ринку ОВДП. На ринку починають переважати середньострокові ОВДП поряд із довгостроковими. Постановою КабМіну № 80 від 31.01.2001 р. затверджуються уніфіковані умови випуску та розміщення ОВДП різних видів
4	З 2008 року по теперішній час	Відбувається активізація діяльності держави на вітчизняному ринку України. Завдяки світовій фінансовій кризі з одного боку і погіршенню економічної ситуації в Україні через військові дії, які розпочалися у 2014 році, держава частково переорієнтовується на внутрішні запозичення.

Джерело: розроблено автором за даними [13, 14]

Якщо говорити про саму процедуру здійснення випуску державних облігацій, то обсяги емісії визначаються Міністерством фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України та після погодження з Національним банком України. Національний банк України встановлює порядок розміщення облігацій, проте це робиться в узгодженні з Міністерством фінансів України. На первинному ринку державних цінних паперів Національний банк України виконує функції агенту Міністерства фінансів України з обслуговування випуску облігацій. Організатори торгівлі фондової біржі виступають як організаційний центр вторинного ринку. Державні облігації торгуються на фондових біржах «ПФТС», «Перспектива» та Українській фондовій біржі.

В цілому слід відзначити, що на державному ринку цінних паперів присутня значна кількість фінансових інструментів, за допомогою яких, держава має змогу залучати фінансові ресурси. До основних з них, слід віднести: ощадні облігації; військові облігації; цінні папери, які розміщуються центральним урядом в регіонах; боргові сертифікати; облігації урядових установ; депозитні сертифікати Національного банку України; цільові облігації внутрішніх державних позик України; облігації пенсійних фондів і індивідуальні пенсійні облігації; ОВДП та ОЗДП. Проте найбільш популярними на сучасному етапі є саме облігації внутрішньої державної позики. Вони є вкрай важливим інструментом для фінансування державних потреб, забезпечення стабільності фінансової системи та привертання внутрішніх інвестицій в Україні. Їх характеристики роблять їх привабливими для інвесторів, які шукають безризикові та стабільні інвестиційні можливості. Також, в умовах військового стану, більш важливою стала роль військових облігацій, які держава була змушена випускати для забезпечення стабільності роботи фінансової системи в цілому та забезпечення витрат на оборонну діяльність.

РОЗДІЛ 2. КЛЮЧОВІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ У 2022-2023 рр.

2.1. Боргова політика України в умовах військової агресії

Умови військової агресії можуть суттєво позначитися на борговій політиці України. Одним з основних факторів є економічні витрати, пов'язані з воєнним конфліктом, такі як витрати на військову інфраструктуру, оборонні витрати і відшкодування збитків, заподіяних ворожою агресією.

У таких умовах уряд може вжити заходів для забезпечення фінансової стабільності і забезпечення дієвої оборони країни. Деякі можливі заходи включають:

алучення додаткових фінансових ресурсів: Уряд може шукати джерела додаткових фінансувань, такі як міжнародні позики, допомога від міжнародних організацій або додаткові податкові надходження.

ерегляд бюджетних пріоритетів: Уряд може переглянути свої бюджетні пріоритети, збільшуючи видатки на оборону і зменшуючи видатки на інші сектори, наприклад, соціальні програми або інфраструктуру.

еструктуризація боргу: Уряд може спробувати переговорити з кредиторами щодо реструктуризації боргу, зменшення суми платежів або затримки їх виплати, щоб звільнити фінансові ресурси на потреби військової оборони.

обілізація внутрішніх ресурсів: Уряд може проводити мобілізацію внутрішніх ресурсів, зокрема збільшувати податки, шукати нові джерела доходів або встановлювати спеціальні податки на підтримку оборони.

іжнародна підтримка: Україна може звертатися до світової спільноти із закликом до фінансової та політичної підтримки в умовах військової агресії [15].

Важливо зазначити, що боргова політика в умовах військової агресії є складною проблемою, і вона може суттєво залежати від конкретних обставин і рішень уряду. Конкретні заходи і стратегії можуть бути змінені в залежності від характеру конфлікту та доступних ресурсів.

Для того, щоб краще зрозуміти обсяги державного боргу протягом періоду 2022-2023 років, проаналізуємо основні статистичні дані, які стосуються даного питання (табл. 2.1.).

Таблиця 2.1. – Державний та гарантований державою борг України в 2022 р. (млн. грн.)

Дата	Загальний борг	Зовнішній борг	Внутрішній борг
на 31.12.2021	2 671 827,6	1 560 230,0	1 111 597,6
на 31.01.2022	2 745 371,7	1 634 821,1	1 110 550,6
на 28.02.2022	2 730 075,9	1 662 690,8	1 067 385,1
на 31.03.2022	2 832 028,0	1 731 832,5	1 100 195,5
на 30.04.2022	2 855 746,7	1 709 699,7	1 146 047,0
на 31.05.2022	2 967 488,9	1 749 737,2	1 217 751,7
на 30.06.2022	3 083 217,9	1 789 386,5	1 293 831,3
на 31.07.2022	3 539 292,7	2 213 327,5	1 325 965,3
на 31.08.2022	3 584 763,0	2 252 491,7	1 332 271,3
на 30.09.2022	3 587 384,7	2 224 328,3	1 363 056,5
на 31.10.2022	3 770 951,0	2 395 413,2	1 375 537,8
на 30.11.2022	3 929 728,6	2 534 427,1	1 395 301,5
на 31.12.2022	4 071 683,1	2 610 945,6	1 460 737,5
а 30.04.2023	4 544 869,1	3 039 368,1	1 505 501,0

Джерело: розроблено автором за даними Міністерства фінансів [16]

Як видно з даних в таблиці 2.1., протягом періоду з початку війни, обсяг загального боргу України зріс на 66,47%, що безумовно є дуже високим показником. Причому слід відмітити, що в загальній структурі, частка зовнішнього боргу зростала набагато більшими темпами, що зумовлюється

наданням значного обсягу кредитів від країн-партнерів та міжнародних фінансових організацій.

Для того, щоб краще зрозуміти темпи зміни обсягів боргу, на наступному рисунку подамо їх графічно (Рис. 2.1.)

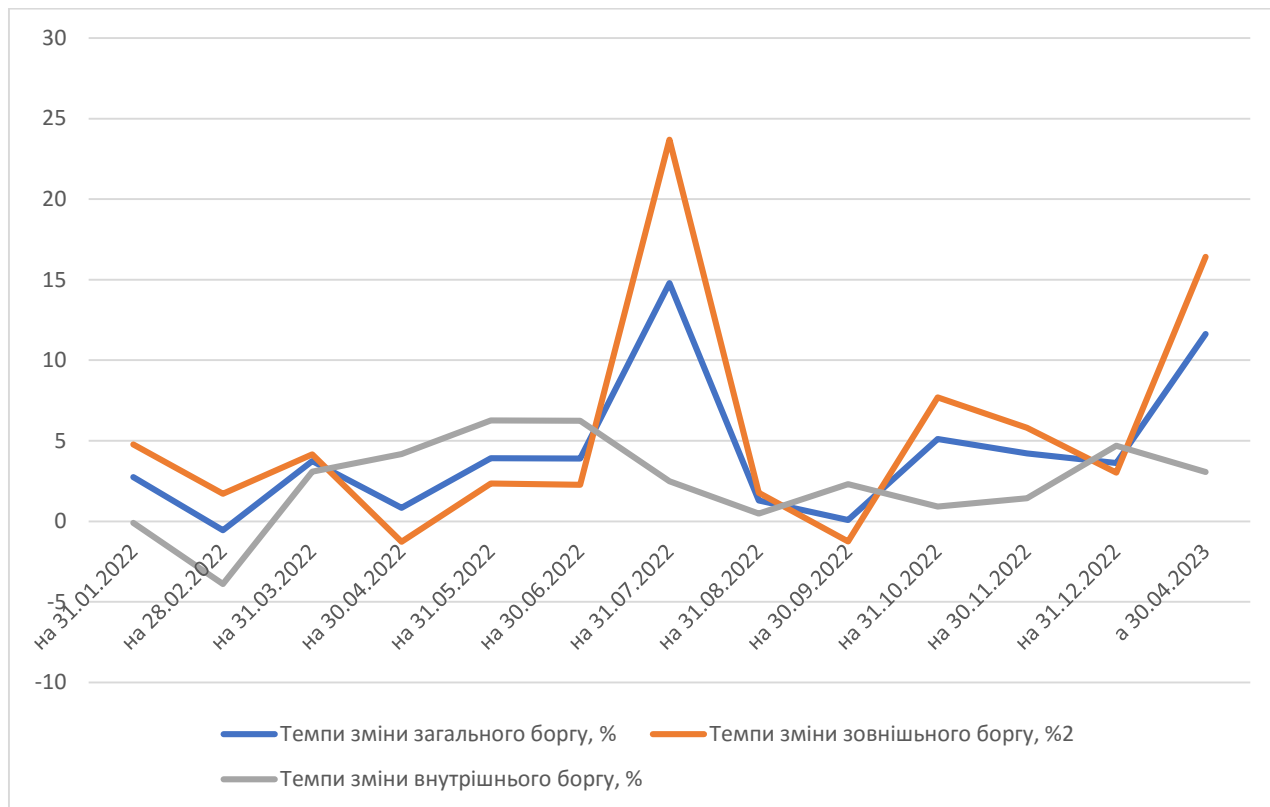


Рисунок 2.1. – Темпи зростання внутрішнього, зовнішнього та загального державного боргу України в період 2022-2023 рр., у %

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів [16]

З даного рисунку видно, що протягом досліджуваного періоду, тільки в декількох місяцях мало місце зменшення темпів обсягу загального боргу та зовнішнього боргу. Найбільший приріст мав місце у липні 2022 року, коли відбувалася активна фаза війни і держава активно залучала кошти для забезпечення фінансування. В цей період, за один місяць, обсяг загального боргу зріс на 14,79%, а зовнішнього на рекордний показник в 23,69%. Щодо внутрішнього боргу, то максимальний приріст відбувся в травні 2022 року – 6,25%, що пов'язаний з активним випуском облігацій державою.

Також, для оцінки критичності існування такого боргу протягом військового часу, слід проаналізувати зміну валового внутрішнього продукту та відношення загального державного боргу до показника ВВП. Дану динаміку в період 2009-2022 років подано в наступній таблиці 2.2.

Таблиця 2.2. – Співвідношення державного та ВВП України в період

Динаміка сукупного державного боргу і ВВП України з 2009 по 2022 рр. (млн. грн.)				
Рік	Валовий внутрішній продукт			Державний борг / ВВП
	ВВП	Абс. відхилення	Відносне відхилення	
2010	1 082 569	169224	18.5%	39.9%
2011	1 316 600	234031	21.6%	35.9%
2012	1 408 889	92289	7.0%	36.6%
2013	1 454 931	46042	3.3%	40.1%
2014	1 566 728	111797	7.7%	70.2%
2015	1 979 458	412730	26.3%	79.4%
2016	2 383 182	403724	20.4%	81.0%
2017	2 982 920	599738	25.2%	71.8%
2018	3 558 706	575786	19.3%	60.9%
2019	3 974 564	415858	11.7%	50.3%
2020	4 194 102	219538	5.5%	60.8%
2021	5 459 574	1265472	30.2%	48.9%
2022	5 191 028	-268546	-4.9%	78.4%

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів [16]

З даних в таблиці 2.2 можна засвідчитися в тому факті, що військові потрясіння в 2014 та 2022 роках значно впливали на темпи росту валового внутрішнього продукту та зростання державного боргу. Якщо брати відношення загального державного боргу до валового внутрішнього продукту, то максимальним було в 2016 році (81,0%), а в 2022 році цей показник склав 78,4%. Але відмітимо, що тільки в 2022 році спостерігалось зменшення обсягу валового внутрішнього продукту у порівнянні із 2021 роком, що значно похитнуло фінансові можливості нашої держави.

Варто відзначити, що, хоча державний борг номінально зріс з 1,3 трлн грн у 2015 році до 2,4 трлн грн у 2021 році, його відношення до ВВП зменшувалося протягом періоду з 2015 по 2021 рік. Це стало можливим завдяки зростанню реального ВВП та досить високій інфляції до 2019 року. У 2019 році відношення прямого державного боргу до ВВП становило 44,3%, а в 2021 році - 43,3%. У 2020 році державний борг зрос на майже 10 відсоткових пунктів і склав 53,5%, що було пов'язано з потребою в додаткових коштах для підтримки системи охорони здоров'я під час пандемії коронавірусу. Проте цей зріст боргу був тимчасовим. Уряд вирішував питання зниження частки зовнішнього боргу у ВВП для зменшення валютних ризиків (у 2021 році 45% прямого боргу становив внутрішній борг у порівнянні з 38% у 2015 році).

В період з березня до грудня 2022 року було залучено 562,9 млрд грн або 46,4% державного бюджету зовнішніми джерелами під час повномасштабної війни. НБУ забезпечив ще 400 млрд грн (33% фінансування) через прямий викуп військових облігацій. За допомогою аукціонів з розміщення ОВДП уряд залучив 250,4 млрд грн (20,6% фінансування), більшість з яких були придбані банками. Додатково, у грудні було випущено ОВДП на 30 млрд грн для збільшення статутного капіталу ПАТ «Українська фінансова житлова компанія».

Також, окремо проаналізуємо динаміку залучених фінансових ресурсів в період 2022 та початку 2023 років (Рис.2.2.).

З рисунку 2.2. видно, що У 2022 році загальна сума фінансування державного бюджету становила 1,2 трлн грн. З цієї суми, 564,2 млрд грн були отримані у формі зовнішніх кредитів, а 666,9 млрд грн були залучені через розміщення ОВДП. Найбільший обсяг фінансування був отриманий в червні, коли уряд отримав 184,7 млрд грн, з яких 124,2 млрд грн були залучені на внутрішньому ринку, що є найбільшою сумою протягом року. Найбільший обсяг зовнішніх кредитів був залучений у жовтні, коли отримали 135,9 млрд грн.

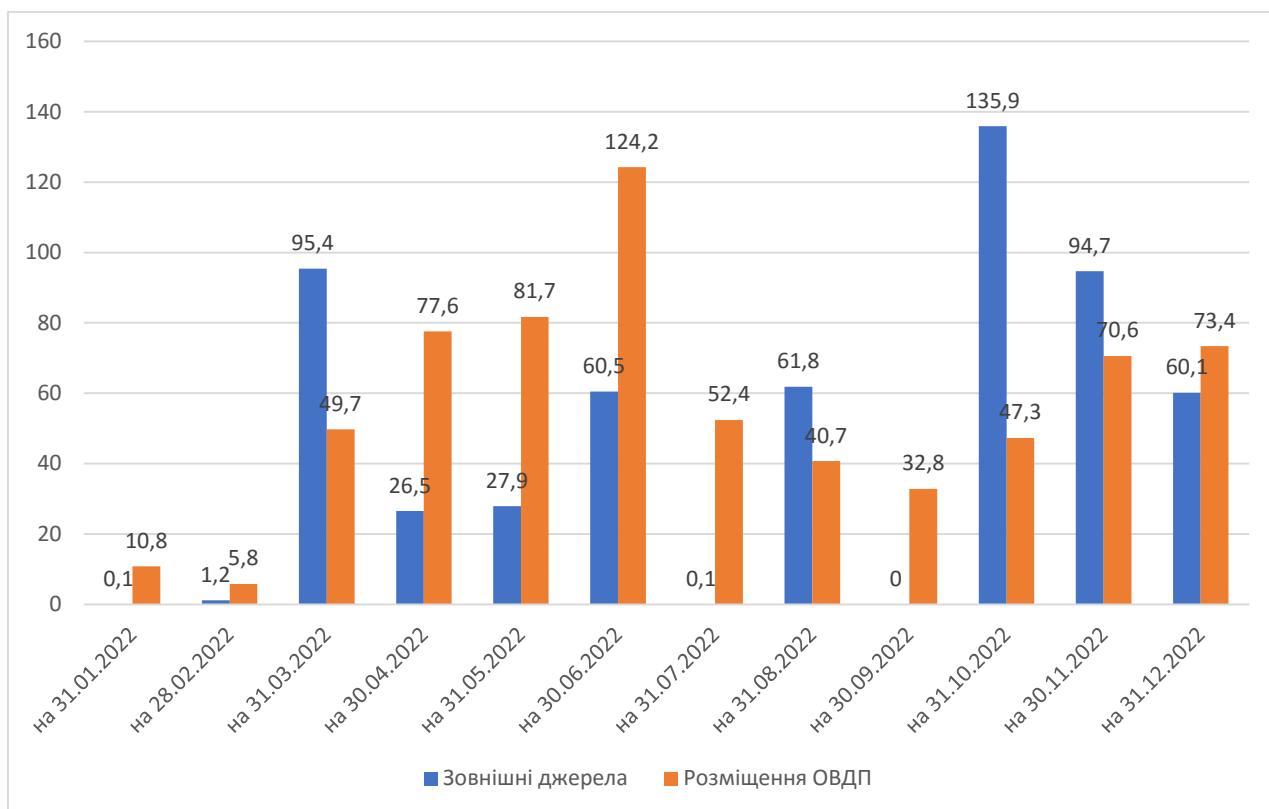


Рисунок 2.2. – Залучене боргове фінансування за січень-грудень 2022 року, млрд грн
2022-2023 рр., у %

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів []

Цей рік є надзвичайним для зовнішньої кредитної підтримки, оскільки позики надаються на вигідних умовах, таких як довгий термін погашення і низька відсоткова ставка. Наприклад, Світовим банком надано кредит з строком погашення 19 років і п'ятирічним пільговим періодом за процентною ставкою 0,25% річних. Японське агентство міжнародного співробітництва періодом під 1% річних, а уряд Італії надав кредит на 15 років за нульовою процентною ставкою (з пільговим періодом відстрочення погашення кредиту - 7,5 років). Хоча ці кошти потрібно буде повернути у майбутньому, їх значення для фінансової системи важко переоцінити.

Поміж інструментів боргу, урядові угоди з міжнародними партнерами дозволили отримати значний обсяг безповоротної фінансової допомоги.

Протягом періоду з початку повномасштабної війни до кінця 2022 року до України надійшло 480,6 млрд грн у вигляді грантів (згідно з таблицею 2.3). Ці гранти були використані для фінансування соціальних потреб, заробітних плат, допомоги військово-політичним організаціям та медичних послуг.

Таблиця 2.3. – Отримані кредити та гранти у 2022 році, млрд. грн.

Показники	31.03	30.04	31.05	30.06	31.07	31.08	30.9	31.10	30.11	31.12
Гранти	3,6	6,6	30,9	38	81,9	109,9	73,1	0	0	136
Кредити	95,4	26,5	27,9	60,5	0,1	61,8	0	135,9	94,7	60,1

Джерело: складено автором на основі [17]

Це безпрецедентна сума для України, яка становить 46% від загального обсягу залучених зовнішніх ресурсів країни протягом повномасштабної війни, причому найбільша частина цих грантів надана США. Саме гранти, як безповоротна допомога, є найефективнішим інструментом для забезпечення фінансової стабільності країни в умовах найбільших дисбалансів, основним з яких є війна.

Хоча розмір потреб на 2023 рік виглядає подібним до отриманих сум у 2022 році, заява країн G7 свідчить, що ймовірно ми отримаємо щонайменше 32,7 млрд доларів у 2023 році. Однак такі кошти, як у 2022 році, будуть достатні лише для забезпечення балансу без розвитку та швидкого відновлення України після нових терористичних актів ворога. Крім того, прогнози Мінекономіки показують, що розмір державного боргу у 2023 році перевищить номінальний ВВП і становитиме 102% ВВП (якщо кошти надходитимуть переважно у формі кредитів, а не грантів). Наразі це може бути не критичним, але якщо розглядати цей показник у довгостроковій перспективі, він виглядає досить песимістично, оскільки борг потрібно буде погашати, а відновлення ВВП, навіть при швидкому завершенні війни, займе значний час згідно з експертними прогнозами.

В цілому слід зробити відповідні висновки, що уряд України очікує складний 2023 рік, що не менш вимагатиме зусиль, ніж 2022 рік. Завдяки відсутності достатнього рівня власних надходжень і величезних потреб у сфері оборони, безпеки та соціальних витрат, уряду потрібно буде залучити близько 38 млрд доларів США (1389,3 млрд грн) у 2023 році. Це припускаючи, що не станеться подальшої ескалації конфлікту або нових терористичних атак на інфраструктуру України (в такому разі потреби будуть лише зростати). Здійснений аналіз показав, що у 2022 році та на початку 2023 року, вітчизняний уряд доволі активно здійснював запозичення як на внутрішньому так і на зовнішньому ринках. Якщо брати відношення загального державного боргу до валового внутрішнього продукту, то максимальним було в 2016 році (81,0%), а в 2022 році цей показник склав 78,4%. Але відмітимо, що тільки в 2022 році спостерігалось зменшення обсягу валового внутрішнього продукту у порівнянні із 2021 роком, що значно похитнуло фінансові можливості нашої держави.

2.2. Особливості нормативно-правового забезпечення ринку державних облігацій України під час дії воєнного стану

Основу нормативно-правового забезпечення стосовно випуску та обігу військових облігацій в нашій державі складають законодавчі акти Кабінету Міністрів, Міністерства Фінансів та інші Закони України. Відзначимо, що в період початку військовий дій на Сході України в 2014 році, коли наша держава мала також фінансові труднощі, уряду вдалося залучити до державного бюджету 23,1 млн гривень, що позитивно вплинуло на економічну ситуацію в країні. Ці дані свідчать про ефективність використання випуску військових облігацій як інструменту для швидкого наповнення державного бюджету, що також підтверджується попереднім позитивним досвідом.

Основними нормативно-правовими документами, які регулюють випуск та обіг військових облігацій є наступні:

1. Постанова Кабінету Міністрів України від 25.02.2022 № 156 «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації»;
2. Постанова Кабінету Міністрів України від 31.01.2001 № 80 «Про розміщення (емісію) облігацій внутрішніх державних позик»;
3. Постанова Правління Національного банку України від 18.06.2003 № 248 «Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик»;
4. Постанова Кабінету Міністрів України від 16.09.2022 № 1034 «Деякі питання реалізації подачі заявки на придбання облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» засобами Єдиного державного вебпорталу електронних послуг»

Тепер, більш детально перейдемо до аналізу існуючого законодавства в даній сфері. Міністерство фінансів України, згідно з постановою Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 р. № 80 [18], має контроль над випуском облігацій внутрішньої державної позики. Ця постанова встановлює умови, такі як терміни випуску, обігу, процентні ставки та інші деталі випуску цих облігацій. Міністерство фінансів також відповідає за своєчасну виплату облігацій та гарантує доходи від них від імені держави. Національний банк України виконує важливу роль у процесі випуску та погашення цих облігацій. Крім того, Національний банк є депозитарієм для облігацій внутрішньої державної позики і веде централізовану електронну бухгалтерію для цих цінних паперів.

Військова облігація визначається як фінансовий інструмент, призначений для забезпечення військових потреб у випадку оголошення воєнного стану згідно з Указом Президента України № 64/2022 від 24 лютого 2022 року. Згідно з цим Указом, уряд зобов'язаний негайно фінансувати всі військові [19]. Однак законодавство не вимагає обов'язкового використання отриманих коштів виключно для військових цілей. Гроші, отримані від

розміщення військових облігацій, будуть використані в рамках державного бюджету України для покриття його дефіциту. Міністерство фінансів України також повідомило, що кошти, залучені за допомогою військових облігацій, використовуються для незаконченого фінансування державних потреб, включаючи соціальні та оборонні витрати, в умовах воєнного стану.

Відповідно до постанови Кабінету Міністрів України «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» [20], номінальна вартість однієї облігації – 1000 грн.; купонний період – один рік; ставка доходу – 11 відсотків річних; строк обігу – до 30 років. Військові облігації доступні до придбання у гривні, доларах США та євро. Військові облігації «розповсюджуються шляхом первинного розміщення та дорозміщення. Шляхом первинного розміщення розповсюджуються нові облігації, які за умовами випуску та обсягом прав, що надаються їх власникам, ще не були в обігу. Шляхом дорозміщення розповсюджуються облігації, які відповідають умовам випуску облігацій, що вже перебувають в обігу» . Від початку дії воєнного стану Міністерство фінансів України провів уже 6 аукціонів. На аукціоні 05.04.2022 р. до державного бюджету вдалось залучити понад 5,5 млрд грн. [21]

Розміщуючи здебільшого короткострокові військові облігації, уряд у такий спосіб намагається створити максимально привабливі умови для залучення якомога ширшого кола приватних осіб. З точки зору психології недосвідчених інвесторів відносно нетривалий строк позики сприймається ознака її безпечності, що робить початківців більш сміливими [7]. Окрім досить простої процедури придбання військових облігацій у період воєнного стану, держава пропонує інвесторам пристойні правові та фінансові умови [6]:

- гарантованість державою;
- дохід фізичних осіб від інвестування в державні облігації не оподатковується;
- дохідність військових облігацій;
- ліквідність.

Слід зазначити, що зараз, згідно з Постановою Кабінету Міністрів України № 156, передбачено поетапний випуск державних внутрішніх запозичень у вигляді «Військових облігацій» на суму 400 млрд гривень. За офіційними даними Національного банку України на 29 березня 2022 року, протягом п'яти аукціонів (щотижня з 1 березня 2022 року) Міністерство фінансів України залучило до Державного бюджету 29,3 млрд гривень і приблизно 12 млн доларів США. Понад 3000 фізичних та юридичних осіб стали власниками військових облігацій на суму майже 4,5 млрд гривень та близько 1,6 млн доларів США. Ці результати аукціонів підтверджуються офіційною статистичною інформацією, оприлюдненою Кабінетом Міністрів України [22].

Проте, варто відмітити, що випуск військових облігацій у 2022 році має свої особливості. На сьогодні цей процес супроводжується спрощенням деяких вимог, що стосуються перевірки походження готівкових коштів у випадку, коли банки здійснюють фінансові операції для придбання військових облігацій згідно з пунктом 1 Постанови Правління Національного банку України № 60 «Про особливості виконання деяких вимог законодавства у сфері фінансового моніторингу, валютного нагляду, нагляду з питань реалізації та моніторингу ефективності персональних спеціальних економічних та інших обмежувальних заходів (санкцій) протягом дії воєнного стану» [23]. Це нововведення також стосується внесків, призначених для підтримки Збройних Сил України, а також операцій з благодійною допомогою, спрямованою на підтримку найуразливіших категорій населення. Головна мета цих перевірок полягає в запобіганні та протидії легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом.

Серед переваг цієї нововведення можна виділити наступні (Рис.2.3.):

Рисунок 2.3. – Переваги стосовно використання військових облігацій у відповідності до змін законодавства в 2022 році

Джерело: складено автором самостійно

Однак, наріжним каменем цього нововведення виникають проблематичні питання стосовно суперечності скасування перевірок джерел походження готівкових коштів основним принципам запобігання та протидії легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом. Зокрема, є сумніви щодо відповідності цьому скасуванню пріоритету захисту законних інтересів громадян, суспільства і держави від шкоди, заподіяної внаслідок легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом, а також пріоритету заходів щодо запобігання такій легалізації згідно з вимогами Закону України злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення».

З метою швидкого наповнення державного бюджету, включаючи посилення фінансового забезпечення Збройних Сил України, що сприяє збереженню нації та цілісності держави, доцільно змінити законодавство, що регулює протидію легалізації доходів. В умовах воєнного стану на всій території України така зміна є необхідною для збереження сутності правової держави.

Крім того, аналіз інших нововведень, передбачених вищезазначеною постановою Правління Національного банку України, також свідчить про спрощення процедури ідентифікації та верифікації при подачі документів на придбання військових облігацій відповідно для фізичних осіб-резидентів України, які постійно проживають за кордоном. Ці спрощення передбачають можливість подавати копії необхідних документів та інформації для придбання військових облігацій дистанційно, скасування відео-верифікації особи та проведення відеозв'язку для підтвердження власності наданих документів.

Інші заходи фінансового моніторингу залишаються в компетенції банків під час обслуговування клієнтів, але застосовуються до проведення фінансових операцій з відшкодуванням номінальної вартості військових облігацій та виплатою доходу згідно з умовами їх розміщення. Крім того, ліміт

для спрощених моделей верифікації був підвищений з 40 тисяч гривень до 400 тисяч гривень на місяць. Умови для спрощених моделей ідентифікації та верифікації залишаються незмінними. Варто зазначити, що можливість придбати військові облігації за спрощеною та дистанційною процедурою (онлайн) має велике значення в сучасних умовах, особливо для громадян України, які постійно проживають або тимчасово перебувають за межами країни. Деякі банки-первинні дилери та ліцензовані брокери надають можливість придбати військові облігації через мобільний додаток.

В цілому слід відзначити, військові облігації – це цільові державні боргові цінні папери, призначені для запозичень на ринку з метою фінансування потреб Збройних сил України та держави в умовах війни. Виплати за таким облігаціями на 100% гарантуються державою та обслуговуються Міністерством фінансів України. Купуючи військові облігації, фізичні та юридичні особи допомагають зміцнити фінансовий фронт України. Кошти від облігацій використовуються для безперебійного забезпечення фінансових потреб держави в умовах воєнного стану – соціальних та оборонних. Це важливо для того, щоб і надалі чинити опір повномасштабній збройній агресії росії, а також підтримувати громадян України.

Здійснений аналіз показав існуючі зміни стосовно нормативно-правового забезпечення випуску та обігу військових облігацій. Основні зміни, які відбулися у порівнянні із 2014 роком, коли їх було впроваджено вперше, це те що існуюче законодавство спрямоване на спрощення вимог щодо перевірки походження готівкових коштів та процедури ідентифікації та верифікації при придбанні облігацій. Окрім цього, доведено ефективність дистанційної купівлі військових облігацій, а також виокремлено потребу в розширенні програми військових облігацій на міжнародному рівні. В цілому, ефективне управління цим інструментом наповнення бюджету, яким є військові облігації, дозволить Україні залучити нові інвестиції та сприятиме фінансовій стійкості держави, а отже, прискорить перемогу у війні з агресором.

2.3. Оцінка практики використання військових облігацій на сучасному етапі

Після початку російської повномасштабної війни проти України 24 лютого 2022 року, у березні Міністерство фінансів розпочало аукціони з продажу військових облігацій. Військові облігації - це інвестиційний інструмент підтримки державного бюджету, доступний для громадян, бізнесу та іноземних інвесторів. Кошти від облігацій, залучені в Державний бюджет України, використовуються на безперервне забезпечення фінансових потреб держави в умовах воєнного стану - соціальні та оборонні.

Основні переваги від розміщення військових облігацій подано на наступному є наступні: низький мінімальний поріг входу — 1000 грн (1 облігація); можливість укласти угоди РЕПО під заставу облігацій та відсутність брокерських комісій; без сплати податків із доходів від цінних паперів для фізичних осіб та спрощена верифікація інвесторів.

Динаміку залучених військових облігацій подано на наступному рисунку

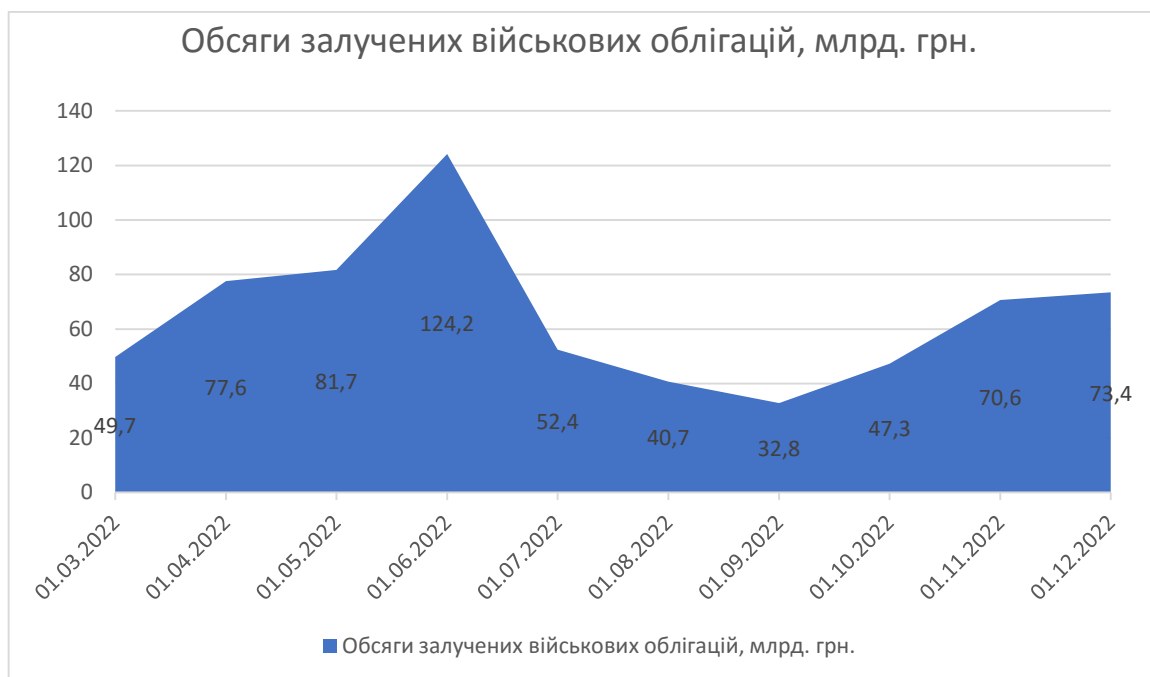


Рисунок 2.4. – Обсяги залучених військових облігацій військових облігацій

Джерело: складено автором на основі [16]

З рисунку 2.4 видно, що протягом 2022 року, обсяг залучених військових облігацій кожного місяця змінювався, і максимальний його значення було в червні 2022 року, під час розпалу військових дій.

В цілому, за 2022 рік, найбільший обсяг цих цінних паперів сконцентрований банками – первинними дилерами. Другим за обсягом є портфель військових облігацій у власності громадян та бізнесу України. Він становить:

20 248,8 млн грн або 20,2% від загального обсягу придбаних гривневих військових ОВДП (станом на 26 грудня – 19 590,9 млн грн або 20,0%);

- 300,5 млн дол. США або 29,1% від загального обсягу військових ОВДП, номінованих у дол. США (на 26 грудня – 286,6 млн дол. США або 29,1%);
- 86,8 млн євро або 17,3% від загального обсягу ОВДП, номінованих у євро (на 26 грудня – 86,7 млн євро або 17,3%) [16].

Також відзначимо, що одним із позитивних аспектів стосовно купівлі військових облігацій у 2022 році, стала можливість здійснювати це прямо у

цифровому додатку «Дія». Він є своєрідним посередником між покупцем та продавцем облігацій, яким може виступати банк або ж брокерська компанія, яка має на це ліцензію. Згідно Постанови Кабміну №1034, подати заяву на придбання облігації можуть всі громадяни, які досягли 18 років та яким присвоєний індивідуальний порядковий номер платника податку.

Алгоритм придбання Військових облігацій через портал «Дія» наступний:

програмі «Дія» серед інших послуг порталу обрати «Військові облігації» і визначте тип, кількість та період облігацій, а також оберіть банк або брокера, через якого хочете здійснити покупку.

ідкрити рахунок «ЄПідтримка», на який буде повернена сума номінальної вартості облігацій та зарахований дохід від відсотків.

аповнити заявку на придбання облігацій.

адіслати заповнену заявку до обраної фінансової або банківської організації. Заявка буде перевірена спеціалістом «Дія» на відповідність інформації, яка міститься в «єПаспорті» особи.

ісля опрацювання та схвалення заявки будуть надіслані документи, включаючи договори про надання інвестиційних послуг та обслуговування рахунку в цінних паперах, а також саме замовлення.

ідписати ці документи електронним ключем та оплатити облігації. Після оплати "Військові облігації" будуть зараховані на ваш рахунок у цінних паперах протягом 3 робочих днів [16].

Як бачимо, процедура купівлі військових облігацій через додаток «Дія» є вкрай зручно та не потребує додаткових зусиль стосовно відвідування банківських установ.

Якщо говорити про умови купівлі військових облігацій, то їх подано на наступному рисунку 2.5.



Рисунок 2.5. – Основні умови купівлі військових облігацій

Джерело: складено автором на основі [16]

З рисунку 2.5 можна сказати, що купівля військових облігацій є вкрай вигідною для населення, оскільки дані гроші йдуть на підтримку Збройних Сил України і забезпечують наших військових найнеобхіднішим: зброєю, набоями, технікою, їжею та медикаментами. Придбання військових облігацій, забезпечує підтримку вітчизняної економіки у воєнний час, задля забезпечення роботи підприємств і відповідних виплат зарплат, пенсій та соціальних виплат.

Основними банками дилерами військових облігацій на сьогодні є наступні банківські установи: АБ «Укргазбанк»; АТ «Ощадбанк»; АТ «Райффайзен Банк»; АТ «ОТП Банк»; ПАТ «Сітібанк»; АТ «Укрексімбанк»; ПАТ «ПУМБ»; АТ КБ «Приватбанк»; ПАТ «Сенс банк»; ПАТ «Кредобанк»; ПАТ АБ «Південний».

Коли облігації купуються через онлайн-сервіси, це означає, що вони торгуються на вторинному ринку. Це означає, що банки або брокери вже купили ці облігації і продають їх інвесторам. Однак інвестори також мають можливість придбати військові облігації безпосередньо на аукціонах, що

проводяться Міністерством фінансів. На аукціонах можуть брати участь так звані первинні дилери, які є банками, що спочатку купують облігації і потім передають їх своїм клієнтам, включаючи інші банки, брокерські компанії та фізичних осіб. Фізичні особи можуть звернутися до банків і подати заявку на придбання облігацій під час наступного розміщення.

Усього є 11 первинних дилерів (банки, які ми перелічили вище), які працюють з фізичними особами в Україні, за винятком Сіті Банку, який спеціалізується на корпоративному секторі. Є поширена думка, що придбання облігацій під час первинного розміщення є доступним лише для багатих інвесторів, і банки встановлюють високий поріг входу. Однак це не зовсім правильно. В цілому, основні умови придбання валютних військових ОВДП на первинному аукціоні Міністерства фінансів подано в наступній таблиці 2.4.

Таблиця 2.4. – Умови придбання валютних військових облігацій

Банк	Мінімальна сума купівлі	Комісія за купівлю	Комісія за відкриття рахунку в ЦП	Комісія за зарахування ОВДП на рахунок
Кредобанк	50 тис.	Відсутня	900 грн.	0,03% (мін. 200 грн., макс 1000 грн.), плюс 0,004% (мін. 100) на місяць за зберігання на рахунку
Ощадбанк	1 шт.	Відсутня	Відсутня	Відсутня
Південний	1 шт.	\$0,5	1 грн.	1 грн.
Приватбанк	\$40 тис.	Відсутня	500 грн. (300 грн. у разі відкриття в електронному вигляді)	300 грн, плюс від 100 до 200 грн на місяць залежно від суми за зберігання на рахунку
ПУМБ	1 шт.	Відсутня	300 грн.	Відсутня
Райффайзен Банк	200 тис. грн.	Відсутня	Відсутня	Відсутня
Сенс Банк	1 шт.	1 тис. грн. при купівлі до 20 шт. валютних облігацій	Відсутня	Відсутня

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства Фінансів [16]

Приватбанк має високий поріг входу, де замовлення на придбання облігацій через менеджера починається від 40 000 доларів для валютних облігацій і 1 мільйона гривень для національної валюти. Райффайзен також вимагає значну суму - починаючи від 200 000 гривень в еквіваленті. Кредобанк також встановив поріг входу від 50 000 гривень, що означає, що можна придбати, принаймні, 2 валютні військові облігації.

Також, в підсумку проаналізуємо основні випуски облігацій, які відбулися в євро та в доларах (табл. 2.5)

Таблиця 2.5. – Військові облігації розміщені в доларах та євро в період 2022-2023 років [16]

ISIN код військових облігацій	Термін до погашення	Дата погашення	Остання дата розміщення	Ставка
Долар				
	6 місяців			
	6 місяців			
	6 місяців			
	6 місяців			
	6 місяців			
	8 місяців			
	1 рік			
Євро				
	6 місяців			
	6 місяців			
	1 рік			
	9 місяців			
	1 рік			

З таблиці 2.5. можна зробити висновок, що під час останніх аукціонів Міністерство фінансів розміщувало доларові ОВДП із дохідністю 4,74%, а номіновані у євро — 2,5%. Ця ставка суттєво вища від відсотків, які виплачують українські банки за депозитами. Так, за даними сайту «Мінфіну», в середньому за річними депозитами в доларах банки пропонують лише 1,12% річних, в євро — 0,71% [].

Аналогічно, проаналізуємо і основні випуски військових облігацій в національній валюті гривні (табл. 2.6.)

Таблиця 2.6. – Військові облігації розміщені в гривнях в період 2022-2023 років

ISIN код військових облігацій	Термін до погашення	Дата погашення	Остання дата розміщення	Ставка
UA4000226658	6 місяців	10.05.2023	13.12.2022	14%
UA4000225809	1 рік	21.06.2023	03.05.2022	11%
UA4000226195	6 місяців	05.07.2023	24.01.2023	13%
UA4000226260	9 місяців	27.09.2023	28.02.2023	15%
UA4000225908	1,5 роки	25.10.2023	28.06.2022	11,5%
UA4000226450	1 рік	13.03.2024	23.05.2023	18,5%
UA4000226286	1,2 роки	26.06.2024	25.04.2023	19,0%

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства Фінансів [16]

З даних в таблиці 2.5 можна здійснити відповідні висновки, що ставка за військовими облігаціями в гривні є значно вищою, аніж аналогічна в іноземних валютах. Звичайно, в умовах невизначеності, коли за перші дні війни національна валюта значно втратила свої позиції, такі відсоткові ставки не покривають інфляційні процеси, проте основне завдання військових облігацій

– це саме забезпечення обороноздатності держави та виконання нею соціально значущих функцій в складний момент.

В цілому, здійснений аналіз показав, що протягом періоду з початку війни, військові облігації стали доволі важливим інструментом для держави, в плані отримання додаткових фінансових ресурсів для забезпечення оборонних витрат та функціонування соціально значущих секторів економіки. З початку війни, на ринку військових облігацій до 31 грудня 2022 року було залучено від розміщення ОВДП на аукціонах 152 390,6 млн грн, 1 929,0 млн дол. США та 977,3 млн євро. Основними перевагами розміщення військових облігацій для звичайних громадян є низький мінімальний поріг входу — 1000 грн (1 облігація); можливість укласти угоди РЕПО під заставу облігацій та відсутність брокерських комісій; без сплати податків із доходів від цінних паперів для фізичних осіб та спрощена верифікація інвесторів.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ФОРМУВАННЯ ОПТИМАЛЬНОЇ МОДЕЛІ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ ТА У ПЕРІОД ПІСЛЯВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ УКРАЇНИ

3.1. Формування ефективної моделі державного боргового менеджменту в Україні

У зв'язку з початком повномасштабної війни, Україна стикнулася зі зниженням рівня добробуту громадян та активності суб'єктів господарювання. У цей період зросли безробіття, інфляція і девальвація національної валюти, і багато громадян були змушені залишити свої домівки та переселитися до більш безпечних місць в межах країни або за її межами. За оцінками Міністерства економіки, ВВП України знизився на 30,4%.

У таких умовах позичкові кошти та безповоротна фінансова допомога стали важливим інструментом для стабілізації державних фінансів та забезпечення їхньої стійкості. Завдяки допомозі міжнародних партнерів та залученню коштів через військові облігації, що були придбані Національним банком та розміщені на аукціонах, публічні фінанси України зуміли витримати величезний економічний шок.

У зв'язку з початком війни, державні витрати швидко зросли, оскільки було необхідно фінансувати військові потреби та забезпечувати підтримку людей, які втратили житло та роботу. Водночас, збір податків та наповнення бюджету значно знизилися. Це призвело до того, що фінансування потреб України досягло безпрецедентного рівня.

За період з січня по листопад 2022 року, державний борг України зросла з 2,4 трлн грн до 3,6 трлн грн, що становить зростання на 50%. За прогнозами Міністерства економіки, реальний ВВП України на кінець 2022 року скоротиться на 32%, а номінальний ВВП становитиме близько 4,7 трлн грн.

Оцінюється, що співвідношення боргу до ВВП може досягти близько 76,6%. Проте, фактичні дані можуть бути ще вищими, оскільки реальний ВВП скоротився на 30,4%. Прогнозується, що зростання державного боргу буде тривати й надалі, оскільки потреба у борговому фінансуванні залишиться і у

Накопичення державного боргу та швидке зниження номінального ВВП призвели до того, що рівень боргу вже в 2022 році значно перевищив обмеження, встановлене фіскальним правилом (60% від ВВП), яке діяло до початку повномасштабної війни. Проте, через воєнний стан, діяльність цього та інших фіскальних правил була призупинена (згідно зі статтею 18 Бюджетного кодексу України).

Незважаючи на війну, уряд повністю виконував свої зобов'язання щодо погашення та обслуговування державного боргу. (Рис. 2.3).

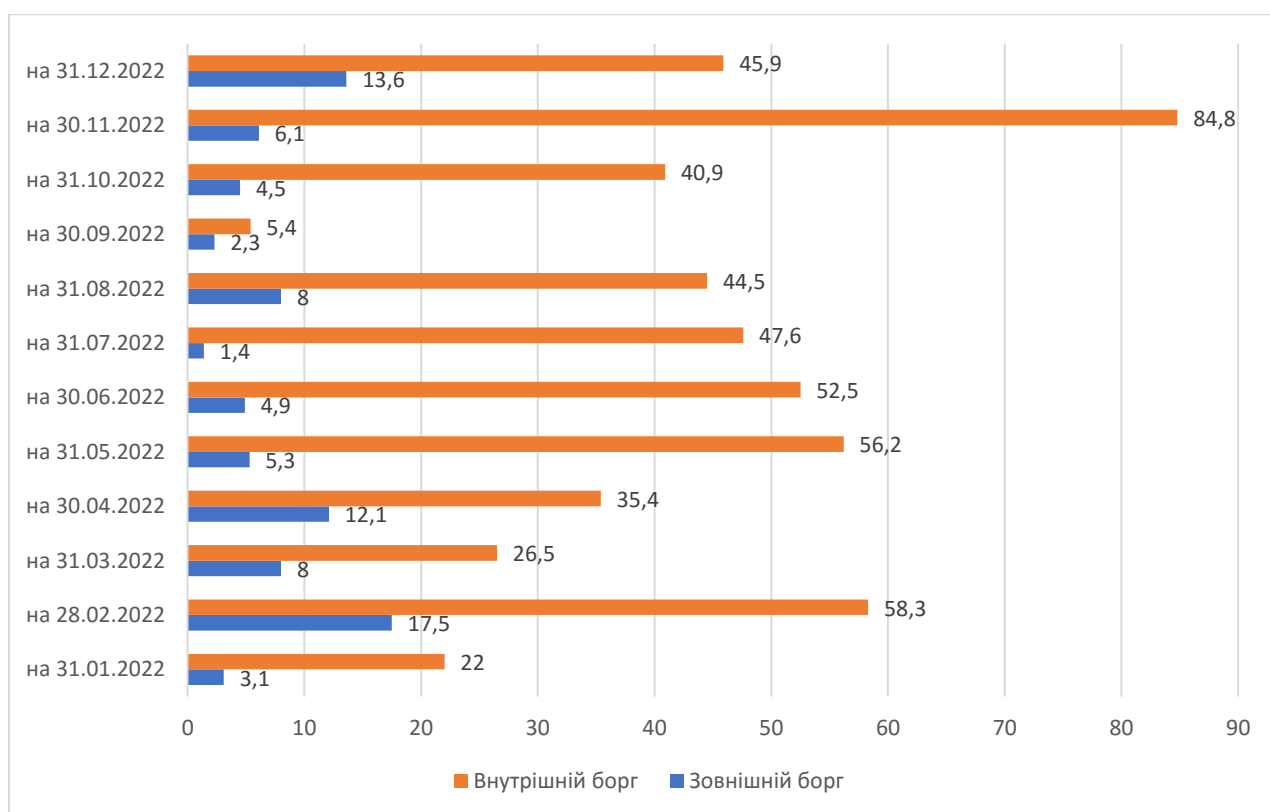


Рисунок 3.1. – Платежі з погашення та обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу за січень-грудень 2022 року, млрд грн

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів [16]

З рисунку 3.1 можна зробити висновок, що у 2022 році було витрачено 606,6 млрд грн на ці цілі, з яких 519,8 млрд грн (85,7%) становили витрати на внутрішній борг, а 86,7 млрд грн - на зовнішній борг. Протягом року вдалося залучити 666,9 млрд грн на покриття внутрішнього боргу, що на 147,1 млрд грн перевищує витрати на його погашення та обслуговування. Протягом 2022 року відбувалися значні зростання в платежах стосовно погашення та обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу. У випадку, якби не було підписано Меморандуму про взаєморозуміння щодо призупинення виплат за офіційним зовнішнім боргом з країнами G7 та Паризьким клубом, загальна сума на обслуговування та погашення державного боргу була б ще більшою. На наступному рисунку 3.2. подано інформацію стосовно графіків погашення та обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу на 2022 рік.

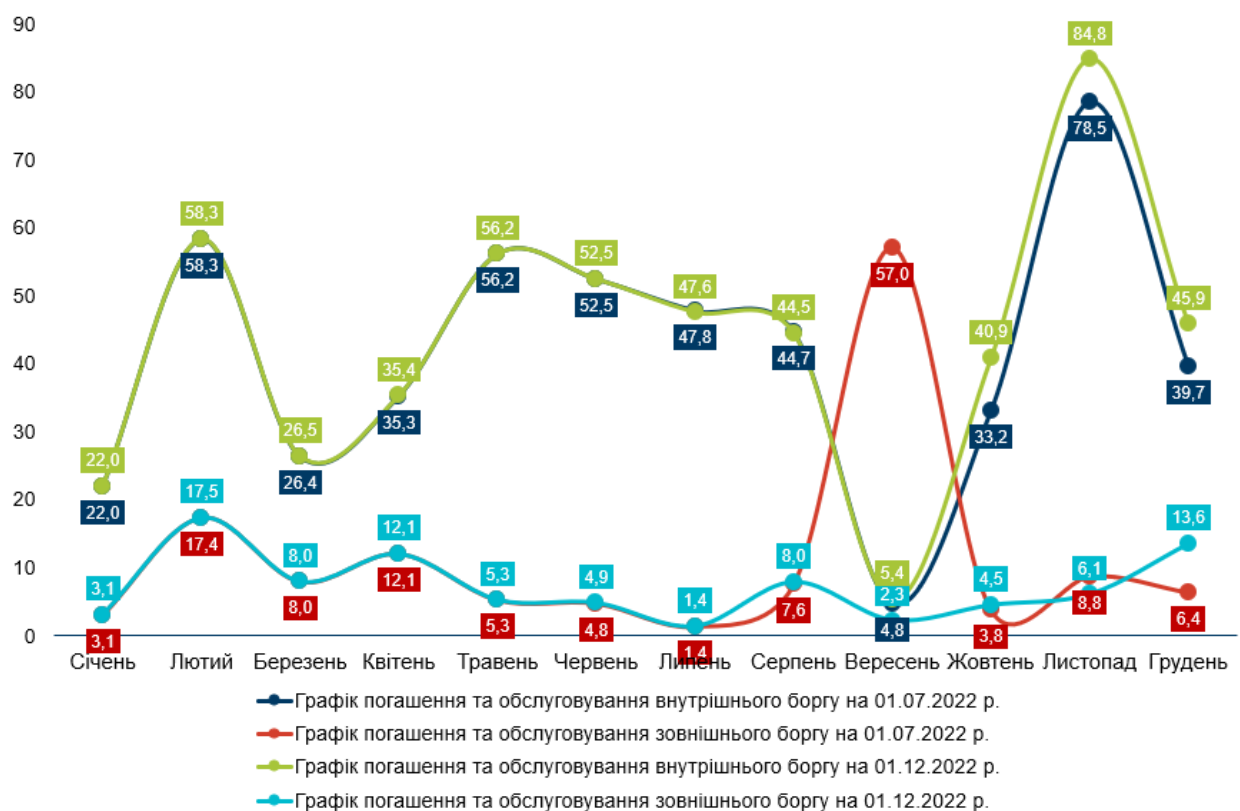


Рисунок 3.2. – Графік погашення та обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу на 2022 рік, млрд грн.

Джерело: складено автором на основі даних [17]

За даними Міністерства фінансів, станом на 1 липня 2022 року планувалося витратити 135,8 млрд грн на погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу у 2022 році. Проте, завдяки узгодженим угодам з кредиторами, виплати за зовнішнім боргом у 2022 році зменшилися на 49 млрд грн. Це дозволило звільнити необхідні фінансові ресурси для фінансування невідкладних державних потреб, зокрема в області оборони.

В цілому, такі факти свідчать про ефективну модель управління державним боргом України в умовах військового стану, проте після закінчення війни, наша країна все одно буде змушена платити по рахункам, і тому постає актуальність продовження кропіткої роботи в даному плані.

Аналізуючи матеріали щодо прогнозування державного боргу України, варто зазначити, що Міжнародний валютний фонд передбачає зростання державного боргу країни в найближчі роки. Згідно з прогнозом, у 2023 році державний борг складатиме 78% ВВП, у 2024 році - 78,7%, у 2025 році - 82,9%, у 2026 році - 88,7% і в 2027 році - 92,3% [24].

Засоби масової інформації 20 липня 2022 року повідомили, що Міністерство фінансів України запропонувало зовнішнім приватним інвесторам умови щодо відстрочки платежів за державним боргом, а Кабінет міністрів України підписав запит на введення дворічного мораторію на погашення європейських облігацій. За повідомленнями Міністерства фінансів України, з лютого 2022 року країна вже виплатила понад мільярд доларів за своїми борговими зобов'язаннями. Проте, незважаючи на фінансову підтримку від західних країн, уряд України продовжує звертатися за допомогою до Національного банку України, що може посилити інфляційні процеси в країні

В світовій практиці, було безліч випадків, коли країна в умовах воєнного стану, та і після закінчення війни, використовувала певні інструменти стосовно зменшення боргового навантаження на економіку. Вважаємо, що для України буде актуальним використання наступних інструментів:

1. Навесні 2003 року, після повалення режиму Саддама Хусейна, Ірак зіткнувся з потребою реструктуризації свого державного боргу. Загальний зовнішній борг країни складався зі значної суми 130 млрд доларів США, з яких 109,9 млрд доларів США були заборговані перед офіційними двосторонніми кредиторами. Уряди США, Франції та Німеччини 28 червня 2004 року висловили політичну заяву, в якій закликали до скорочення боргу Іраку перед Паризьким клубом кредиторів (див. додаток 2). Досвід Іраку, як країни, що стикнулася з проблемою боргової кризи під час повоєнної стабілізації, підтверджує важливість розгляду можливостей реструктуризації боргу ще під час воєнного конфлікту. Це пояснюється тим, що процеси реструктуризації є довготривалими, а після завершення війни необхідні не лише плани, але й активні дії [25].

Отже, на відміну від прецедентів післявоєнного списання боргів Іраку, Україна потребуватиме апробації складніших механізмів, які стосуватимуться кредитів міжнародних фінансових організацій та єврооблігаційних позик. Міжнародні фінансові механізми, що передбачають списання боргу, спрямовані на найбідніші та найбільш вразливі країни. Ці механізми включають ініціативу щодо бідних країн, які переобтяжені боргом (HIPC-Initiative) та Багатосторонню ініціативу з полегшення тягара заборгованості (MDR-Initiative). Крім того, Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Світовий банк мають механізм використання Фонду стійкості та сталості (Resilience and Sustainability Trust, RST), який надає підтримку бідним і вразливим країнам у управлінні макроекономічними кліматичними ризиками. Фонд RST спрямовує до 50 млрд доларів США з багатших країн G20 до бідніших країн з річним доходом на одну особу меншим за 12 тисяч доларів США [25].

Наразі Україна не відповідає цим умовам, тому не може скористатися стандартною процедурою для приєднання до ініціатив HIPC та MDRI. Проте, після отримання статусу країни-кандидата у Європейському Союзі, Україна, ймовірно, отримає розширені можливості та доступ до фінансування.

Можливим варіантом реструктуризації боргу країн є застосування знижок

(haircuts) до номінальної суми боргу або поточної дисконтованої вартості боргових платежів. У 1989 році було прийнято План Брейді, який передбачав програму реструктуризації суверенного боргу неплатоспроможних країн, що розвиваються. Згідно з цим планом, комерційним кредиторам пропонувалося знизити боргове навантаження шляхом зменшення номінальної суми боргу в обмін на отримання брейді-облігацій - ліквідних та надійних фінансових інструментів. Брейді-облігації мали довгий термін погашення та гарантувалися безкупонними облігаціями Казначейства США. Ці облігації були емітовані зі знижкою від початкової вартості боргу та мали плаваючу відсоткову ставку. Таким чином, боргове навантаження знижувалося на 30-50% через зменшення номінальної суми боргу. План Брейді також передбачав можливість дострокового викупу боргових зобов'язань за цінами вторинного ринку та конверсію боргу в акціонерний капітал [25].

На основі аналогії з Планом Брейді Україна може реструктурувати свій борг за облігаціями зовнішньої позики. Зокрема, шляхом обміну на нові цінні папери зі значним зниженням їх номінальної вартості (до 50-60% від номіналу первинних облігацій).

4. Фінансування цільових програм з охорони довкілля та підвищення стійкості до кліматичних змін може бути забезпечено шляхом проведення боргових свопів. Боргові свопи (debt-for-climate swaps) є інноваційним інструментом, який дозволяє одночасно вирішувати кілька проблем, зокрема недостатнього фінансування кліматичних заходів та забезпечення макрофінансової стійкості. Країни Карибського басейну, такі як Ямайка, Гаїті, Гренада, Антигуа і Барбуда, а також Беліз та Сейшельські острови, мають позитивний досвід проведення реструктуризації боргів в обмін на програми захисту довкілля [25].

З метою поліпшення управління борговою безпекою в цей складний період, ми вважаємо, що необхідно закріпити на законодавчому рівні боргову стратегію України, враховуючи воєнний стан. Ця стратегія повинна створити ефективний механізм використання запозичених фінансових ресурсів. Крім

того, у цій стратегії необхідно визначити завдання, основні цілі та напрями використання фінансових ресурсів, що були залучені у зв'язку з борговими зобов'язаннями. Другим важливим кроком є спрямування використання запозичених коштів на ключові потреби країни на період війни та після її завершення.

Основні заходи стосовно управління державним боргом та удосконалення політики боргового менеджменту в умовах війни подані на рис.

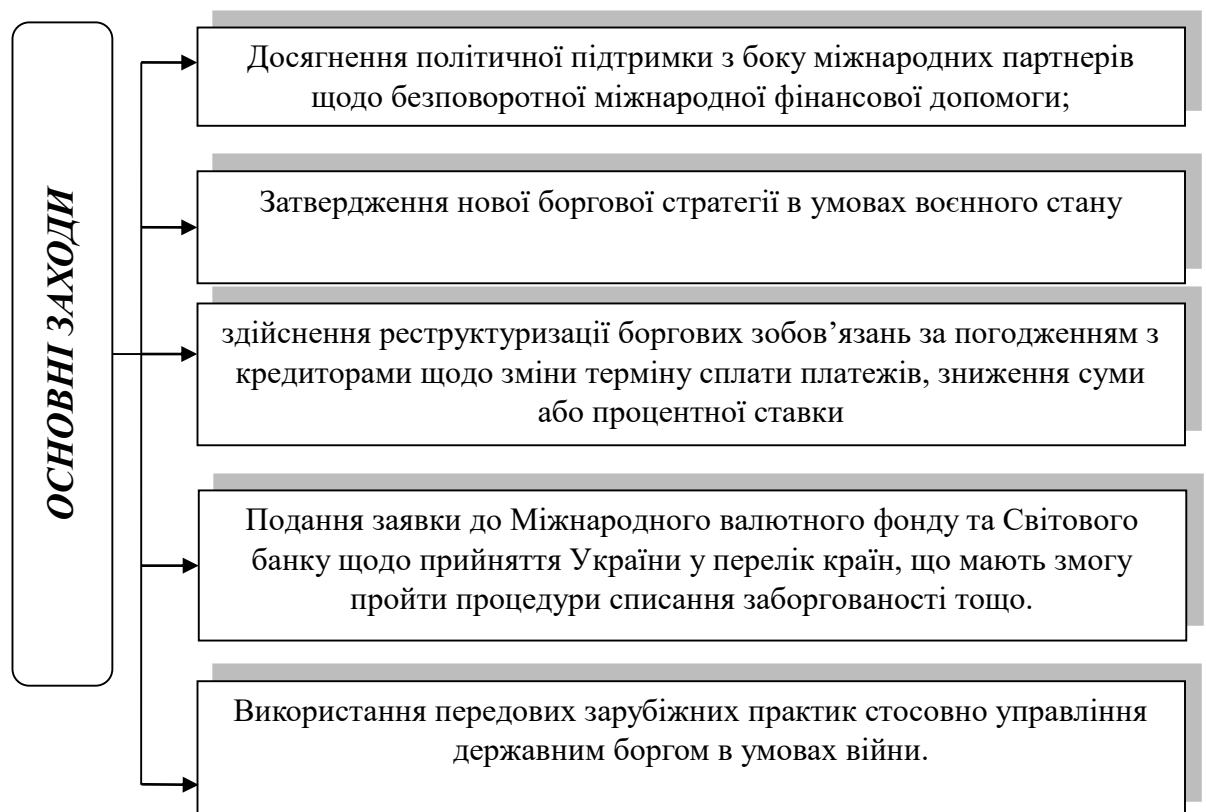


Рисунок 3.3. – Основні заходи стосовно управління державним боргом для України в умовах воєнного стану

Джерело: складено автором на основі [26]

Як висновок слід відзначити, що зменшення критичного боргового навантаження України доцільно здійснювати з урахуванням наявної структури державного та гарантованого боргу, у якій переважає частка зовнішнього боргу, передусім кредитів міжнародних фінансових організацій та єврооблігаційних позик. Для відновлення боргової стійкості України та

усунення проблем дефіциту фінансування в умовах війни та післявоєнного відновлення доцільно застосувати один із інструментів реструктуризації державного боргу, який було описано в даному параграфі. Незважаючи на всі складнощі, прийняття нової стратегії управління борговою політикою, яка включатиме заходи для зменшення боргового навантаження, такі як замороження, реструктуризація або списання державного боргу, а також використання ефективних інструментів для оптимізації управління боргом, мають повернути рівень боргу на безпечний рівень. Окрім цього, важливим аспектом є забезпечення політичної підтримки від міжнародних партнерів для гарантування імунітету від дефолту уряду шляхом впровадження механізмів замороження або відтермінування платежів з боргу та проведення реструктуризації зовнішнього державного боргу України після війни.

3.2. Роль державних облігацій у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України

Відновлення після війни є складним і витратним процесом для будь-якої країни. Україна, як і багато інших країн, що зазнали воєнних руйнацій, стикалася з викликом фінансового забезпечення свого відновлення. Одним із ключових інструментів, які використовує держава для залучення коштів, є емісія державних облігацій.

Державні облігації - це фінансові інструменти, які видані державою з метою залучення грошових коштів від фізичних та юридичних осіб. Україна використовує державні облігації як один із способів залучення фінансування для свого післявоєнного відновлення. Роль державних облігацій у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України виявляється на кількох рівнях.

По-перше, емісія державних облігацій дозволяє уряду залучити необхідні кошти для фінансування великих інфраструктурних проєктів, відновлення підприємств та соціальних програм. Залучені кошти можуть бути

використані для будівництва нових доріг, шкіл, лікарень, а також для покращення системи соціального захисту населення.

По-друге, інвестори, які придбають державні облігації, отримують відсотки або дивіденди згідно з встановленими умовами. Це стимулює приватний сектор і інших інвесторів вкладати свої кошти в економіку країни, сприяючи економічному зростанню та створенню нових робочих місць. Цей процес сприяє загальному економічному відновленню України після війни.

По-третє, емісія державних облігацій може залучити іноземний капітал, що є важливим чинником для фінансового відновлення країни. Залучення іноземних інвесторів сприяє встановленню нових партнерських зв'язків, трансферу технологій та підвищенню інвестиційного клімату [27].

На нашу думку, актуальним для України буде використання державних інфраструктурних облігацій для повоєнного відновлення країни. Ураховуючи невизначеність тривалості війни в Україні, ключовим завданням є створення стабільної і ефективної інфраструктури, яка забезпечить стійкість національної економіки та здатність країни ефективно протистояти агресору. Особливу увагу слід приділити активізації економічних процесів в тих районах, де не ведуться бойові дії. Держава повинна забезпечити відновлення та підтримку стратегічних інфраструктурних об'єктів, тоді як місцева влада має відновити соціальні об'єкти, оскільки місцеві громади найкраще розуміють, які об'єкти є найбільш пріоритетними для відновлення.

Очевидно, для реконструкції стратегічної інфраструктури необхідно знайти джерела фінансування. Традиційні методи фінансування обмежують можливості залучення значних інвестиційних коштів для реалізації інфраструктурних проектів. Однак аналіз світового досвіду показує, що муніципалітети та компанії все частіше використовують інфраструктурні облігації як альтернативний фінансовий інструмент. Останні 20 років свідчать про успішне використання інфраструктурних облігацій у промислово розвинених країнах, де вони стали прогресивною формою фінансування інфраструктурних проектів. Прикладами успішного залучення інституційних

інвесторів через випуск інфраструктурних облігацій є Чилі, Японія, США та інші країни [28].

Інфраструктурні облігації - це фінансові інструменти, які видані урядом для залучення коштів на фінансування інфраструктурних проєктів. Вони надають можливість інвесторам отримувати дохід з відсотків, виплачуваних на облігації, тим самим залучаючи приватний капітал для реалізації проєктів інфраструктури.

Використання інфраструктурних облігацій для відновлення України після війни має кілька переваг. По-перше, вони забезпечують необхідні фінансові ресурси для відновлення та розвитку інфраструктури країни. Це може включати будівництво та реконструкцію доріг, мостів, шкіл, лікарень та інших важливих об'єктів. Інфраструктурні облігації дозволяють залучати кошти від приватних інвесторів, які зацікавлені в отриманні доходу з цих інвестицій.

Яскравим прикладом використання інфраструктурних облігацій в післявоєнний період є США. Після Другої світової війни, Сполучені Штати використали інфраструктурні облігації, відомі як "військові облігації", для фінансування військових баз, аеропортів та інших інфраструктурних проєктів, необхідних для відновлення після війни. Цей підхід допоміг забезпечити необхідні ресурси для відновлення та зміцнення національної інфраструктури США.

Муніципальні облігації в США існують двох видів: облігації загального покриття та облігації забезпечені доходами від проєктів. Емітентом цих облігацій найчастіше є органи державної влади різних рівнів. Привабливість інфраструктурних облігацій для інвесторів визначається звільненням від сплати федерального податку на прибуток. Статистика свідчить, що близько 15% обсягу інфраструктурних облігацій знаходяться у портфелях страхових компаній, ще близько 10% – у портфелях банків і понад 35% обсягу зосереджено у портфелях взаємних фондів. У цілому інфраструктурні облігації

у США відносяться до числа найбільш надійних фінансових інструментів, причому це відноситься до всіх видів муніципальних позик [29].

Використання інфраструктурних облігацій для відновлення України після війни може бути ефективним інструментом залучення фінансових ресурсів. Це дозволить прискорити процес відновлення інфраструктури, забезпечити стійкий розвиток та зміцнення економіки країни. При цьому варто брати до уваги світовий досвід і успішні приклади використання інфраструктурних облігацій для відновлення післявоєнних країн, такі як Чилі та США, для формування оптимальної стратегії використання цього фінансового інструменту в Україні.

Також, цікавим є досвід Чилі, яка використала інфраструктурні облігації для відновлення після землетрусів, яка спричинили масштабні інфраструктурні руйнування. Після великого землетрусу, що стався у 2010 році, уряд Чилі випустив інфраструктурні облігації для фінансування відновлення пошкоджених доріг, шкіл та інших інфраструктурних об'єктів. Цей підхід дозволив залучити необхідні кошти для швидкого та ефективного відновлення країни.

У Чилі пенсійні фонди та страхові компанії є активними учасниками ринку муніципальних позик, які забезпечують будівництво житлово-комунального господарства, аеропортів, доріг тощо. Управління інфраструктурними проектами в Чилі здійснюється через державно-приватне партнерство на основі концесійних угод, які отримали високі кредитні рейтинги. З метою стимулювання приватного партнера надаються певні податкові пільги [30].

Щодо Японії, то після закінчення Другої світової війни, дана країна стала ставити акцент на швидке відновлення своєї інфраструктури. Для цього вона випустила інфраструктурні облігації, які були використані для фінансування проектів з будівництва доріг, залізниць, портів та інших важливих об'єктів. Цей підхід допоміг Японії швидко відновити свою інфраструктуру та забезпечити подальший економічний розвиток. Залучення інфраструктурних облігацій

допомогло Японії залагодити свою транспортну мережу, покращити логістичні зв'язки, забезпечити ефективний рух товарів та пасажирів, а також підтримати економічне зростання. Це також сприяло створенню нових робочих місць та підтримці соціального розвитку.

Один із прикладів використання інфраструктурних облігацій в Японії після війни - це будівництво швидкісної залізниці "Шінкансен". Для фінансування цього великого проекту, який мав стратегічне значення для розвитку транспортної системи країни, були випущені інфраструктурні облігації. Це дозволило залучити значні інвестиції та забезпечити необхідні кошти для будівництва швидкісної залізниці, що стала однією з найуспішніших та найсучасніших мереж у світі.

Ці приклади показують, що використання інфраструктурних облігацій є ефективним способом залучення фінансових ресурсів для післявоєнного відновлення. Вони допомагають швидко відновити пошкоджену інфраструктуру та сприяють економічному відновленню країни. Україна також може скористатися цим інструментом для фінансування відновлення після війни та забезпечення стабільного розвитку своєї інфраструктури.

Систематизуючи весь досвід зарубіжних країн в даному аспекті, нами буде запропоновано відповідну схему використання інфраструктурних облігацій для відновлення України після війни (Рис. 3.4):

Особливо важливим аспектом є процес моніторингу, коли важливо забезпечити його ефективне виконання стосовно здійснених проектів та сформувати транспарентну звітність щодо використання фінансових ресурсів. Це допомагає забезпечити прозорість та відповідальність у використанні коштів і підтримує довіру інвесторів.

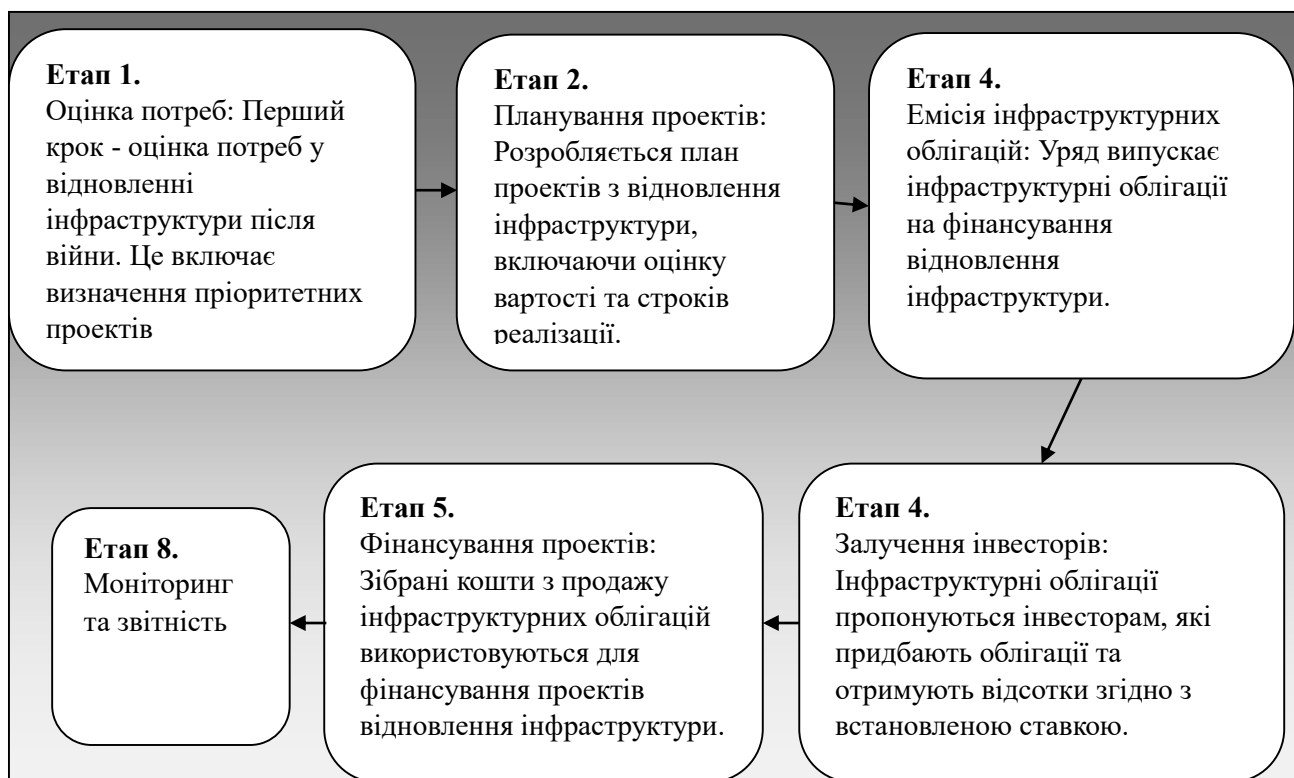


Рисунок 3.4. – Схема використання інфраструктурних облігацій для відновлення України після війни

Джерело: складено автором самостійно

Як висновок слід відзначити, що державні облігації відіграють важливу роль у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України. Вони забезпечують необхідні фінансові ресурси для відновлення інфраструктури, соціальних програм та економічного розвитку країни. Залучення як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів стимулює економічне зростання та допомагає Україні перебороти наслідки війни та швидше повернутися до стану стабільності і процвітання. Досвід зарубіжних країн показує, що інфраструктурні облігації можуть бути ефективним інструментом для залучення фінансових ресурсів та досягнення стійкого і сталого розвитку після воєнних конфліктів.

ВИСНОВКИ

В цілому, написання даної кваліфікаційної бакалаврської роботи дає змогу зробити нам наступний ряд висновків:

1. На сучасному етапі, ринок державних цінних паперів відіграє важливу роль у фінансуванні держави. Він є основним інструментом, за допомогою якого держава залучає фінансові ресурси для здійснення своїх функцій, фінансування різноманітних проектів та покриття дефіциту бюджету. Нами було досліджено основні функції та завдання ринку державних цінних паперів, до яких слід віднести: забезпечення фінансування держави та її потреб; перерозподіл вільних фінансових ресурсів для потреб держави; збалансування попиту та пропозиції на цінна папери на фондовому ринку; функція перерозподілу ризиків, за рахунок диверсифікації портфеля цінних паперів; стимулююча функція, за рахунок залучення більшої кількості населення на фондовий ринок. Організація та функціонування ринку державних цінних паперів відіграють важливу роль у фінансовій системі країни. Цей ринок є місцем, де відбувається купівля-продаж державних облігацій та інших цінних паперів, які випускає держава для залучення фінансових ресурсів.

2. В цілому слід відзначити, що на державному ринку цінних паперів присутня значна кількість фінансових інструментів, за допомогою яких, держава має змогу залучати фінансові ресурси. До основних з них, слід віднести: ощадні облігації; військові облігації; цінні папери, які розміщуються центральним урядом в регіонах; боргові сертифікати; облігації урядових установ; депозитні сертифікати Національного банку України; цільові облігації внутрішніх державних позик України; облігації пенсійних фондів і індивідуальні пенсійні облігації; ОВДП та ОЗДП. Проте найбільш популярними на сучасному етапі є саме облігації внутрішньої державної позики. Вони є вкрай важливим інструментом для фінансування державних

потреб, забезпечення стабільності фінансової системи та привертання внутрішніх інвестицій в Україні. Їх характеристики роблять їх привабливими для інвесторів, які шукають безризикові та стабільні інвестиційні можливості. Також, в умовах військового стану, більш важливою стала роль військових облігацій, які держава була змушена випускати для забезпечення стабільності роботи фінансової системи в цілому та забезпечення витрат на оборонну діяльність.

3. Боргова політика України в період військових дій є вкрай важливим аспектом з точки зору забезпечення належного фінансування усіх без виключення значущих секторів економіки. Уряд України очікує складний 2023 рік, що не менш вимагатиме зусиль, ніж 2022 рік. Завдяки відсутності достатнього рівня власних надходжень і величезних потреб у сфері оборони, безпеки та соціальних витрат, уряду потрібно буде залучити близько 38 млрд доларів США (1389,3 млрд грн) у 2023 році. Це припускаючи, що не станеться подальшої ескалації конфлікту або нових терористичних атак на інфраструктуру України (в такому разі потреби будуть лише зростати). Здійснений аналіз показав, що у 2022 році та на початку 2023 року, вітчизняний уряд доволі активно здійснював запозичення як на внутрішньому так і на зовнішньому ринках. Якщо брати відношення загального державного боргу до валового внутрішнього продукту, то максимальним було в 2016 році (81,0%), а в 2022 році цей показник склав 78,4%. Але відмітимо, що тільки в 2022 році спостерігалось зменшення обсягу валового внутрішнього продукту у порівнянні із 2021 роком, що значно похитнуло фінансові можливості нашої держави.

4. Здійснений аналіз показав існуючі зміни стосовно нормативно-правового забезпечення випуску та обігу військових облігацій. Основні зміни, які відбулися у порівнянні із 2014 роком, коли їх було впроваджено вперше, це те що існуюче законодавство спрямоване на спрощення вимог щодо перевірки походження готівкових коштів та процедури ідентифікації та верифікації при придбанні облігацій. Окрім цього, доведено ефективність

дистанційної купівлі військових облігацій, а також виокремлено потребу в розширенні програми військових облігацій на міжнародному рівні. В цілому, ефективне управління цим інструментом наповнення бюджету, яким є військові облігації, дозволить Україні залучити нові інвестиції та сприятиме фінансовій стійкості держави, а отже, прискорить перемогу у війні з агресором.

5. Здійснений аналіз показав, що протягом періоду з початку війни, військові облігації стали доволі важливим інструментом для держави, в плані отримання додаткових фінансових ресурсів для забезпечення оборонних витрат та функціонування соціально значущих секторів економіки. З початку війни, на ринку військових облігацій до 31 грудня 2022 року було залучено від розміщення ОВДП на аукціонах 152 390,6 млн грн, 1 929,0 млн дол. США та 977,3 млн євро. Основними перевагами розміщення військових облігацій для звичайних громадян є низький мінімальний поріг входу — 1000 грн (1 облігація); можливість укласти угоди РЕПО під заставу облігацій та відсутність брокерських комісій; без сплати податків із доходів від цінних паперів для фізичних осіб та спрощена верифікація інвесторів.

6. Зменшення критичного боргового навантаження України доцільно здійснювати з урахуванням наявної структури державного та гарантованого боргу, у якій переважає частка зовнішнього боргу, передусім кредитів міжнародних фінансових організацій та єврооблігаційних позик. Для відновлення боргової стійкості України та усунення проблем дефіциту фінансування в умовах війни та післявоєнного відновлення доцільно застосувати один із інструментів реструктуризації державного боргу, який було описано в даному параграфі. Незважаючи на всі складнощі, прийняття нової стратегії управління борговою політикою, яка включатиме заходи для зменшення боргового навантаження, такі як замороження, реструктуризація або списання державного боргу, а також використання ефективних інструментів для оптимізації управління боргом, мають повернути рівень боргу на безпечний рівень. Окрім цього, важливим аспектом є забезпечення

політичної підтримки від міжнародних партнерів для гарантування імунітету від дефолту уряду шляхом впровадження механізмів замороження або відтермінування платежів з боргу та проведення реструктуризації зовнішнього державного боргу України після війни.

7. Державні облігації відіграють важливу роль у фінансовому забезпеченні післявоєнного відновлення України. Вони забезпечують необхідні фінансові ресурси для відновлення інфраструктури, соціальних програм та економічного розвитку країни. Залучення як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів стимулює економічне зростання та допомагає Україні перебороти наслідки війни та швидше повернутися до стану стабільності і процвітання. Досвід зарубіжних країн показує, що інфраструктурні облігації можуть бути ефективним інструментом для залучення фінансових ресурсів та досягнення стійкого і сталого розвитку після воєнних конфліктів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Лісовенко В., Бенч Л., Бец О. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7–31.
2. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки. К.: Альтпрес, 2000. 152 с.
3. Власюк О. С., Шемаєва Л. Г., Лондар Л. П. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансової безпеки: аналіт. доп. Київ: НІ СД, 2016. 50 с.
4. Камінський А. Б., Браткова І. М. Запровадження в Україні державних облігацій, індексованих на показник інфляції: за і проти. *Фінанси України*. 2017. № 1. С. 75–89.
5. Лондар С. Л., Лондар О. С. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн-членів ЄС: монографія/за ред. В. М. Федосова. 2016. 242 с.
6. Бюджетний кодекс України Редакція від 01.01.2021, підстава – 1081-IX, 1082-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (дата звернення: 29.08.2021)
7. Грубляк О. М., Урсакі Я.С. Особливості функціонування ринку державних облігацій в Україні. *Економічні студії*. 2017. № 1(14). URL: <https://journals.indexcopernicus.com/api/file/viewbyfileid/588968.pdf> (дата звернення: 29.03.2023)
8. Петренко О. І. Ринок державних цінних паперів: закономірності, проблеми та перспективи. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 15. С. 17–24.
9. Серватинська І. М. Державні облігації як альтернатива банківському депозиту. *Вісник Одеського національного університету*. 2020. № 2 (2 (81), С. 146–151.

10. Тарасюк М. В., Тімошенко Н. М. Стан і перспективи розвитку інструментарію ринку державних цінних паперів в Україні. *Проблеми економіки*. 2018. №4. С. 271–277.
11. Григораш Т.Ф., Мягков О.С., Воєводський Г.Ю. Облігації як інструмент залучення грошових ресурсів. *Приазовський економічний вісник*. 2019. № 3(14). С. 362–368. URL: http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/61.pdf (дата звернення: 29.04.2023).
12. Якушева І. Є. Ринок облігацій в Україні: стан, тенденції і перспективи розвитку. *Ефективна економіка*. 2021. № 4. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=8809> (дата звернення: 26.05.2023).
13. Вірченко В. Особливості еволюції та сучасний стан ринку державних боргових цінних паперів України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2012. № 139. С. 21–25. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/139_5.pdf (дата звернення: 29.08.2021).
14. Базилевич В.Д. Цінні папери : підручник / за ред. В.Д. Базилевич. Київ : Знання, 2011. 1094 с
15. Лямзіна О. Поняття та значення державного боргу України в умовах воєнного стану. *Аналітично-порівняльне правознавство* № 4 (2022). С. 259-263.
16. Офіційний сайт Міністерства Фінансів . URL: <https://www.mof.gov.ua/uk> (дата звернення 20.02.2023)
17. Війна і державний борг – що маємо і що буде. Dnoproptetrovsk Investment Agency, URL: <https://dia.dp.gov.ua/vijna-i-derzhavnij-borg-shho-mayemo-i-shho-bude/> (дата звернення 15.02.2023)
18. Про розміщення (емісію) облігацій внутрішніх державних позик: Постанова Кабінету Міністрів України від 31.01.2001 р. № 80. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF#Text> (дата звернення: 01.03.2023)

19. Про введення воєнного стану в Україні: Указ Президента України від 24.02.2022 р. № 64/2022. URL: <https://www.president.gov.ua/documents/642022-41397> (дата звернення: 29.03.2023)

20. Про здійснення купівлі облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» у період дії воєнного стану : Постанова правління НБУ від 08 березня 2022 р. № 43. Національний банк України. URL: <https://cutt.ly/0D40tlv> (дата звернення: 02.04.2022).

21. Ізвеков В. Військові облігації – можливість кожному підтримати країну. Юридична газета online. 2022. 11 квіт. URL: <https://yur-gazeta.com/dumkaeksperta/viyskovi-obligaciyi--mozhlivist-kozhnomu-pidtrimati-krayinu.html> (дата звернення: 11.02.2023)

22. Офіційний сайт НБУ. URL: www.bank.gov.ua (дата звернення 20.02.2023)

23. Про особливості виконання окремих вимог законодавства у сфері фінансового моніторингу, валютного нагляду, нагляду з питань реалізації і моніторингу ефективності персональних спеціальних економічних та інших обмежувальних заходів (санкцій) протягом дії воєнного стану : Постанова Правління НБУ від 23 березня 2022 р. № 60. Верховна рада України. URL: <https://cutt.ly/sD4BRyO> (дата звернення: 01.04.2022).

24. Український держборг зросте до понад 85% ВВП цього року – МВФ. Українська правда: Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/04/20/686015/> (дата звернення: 15.04.2023)

25. Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу у вимірі України. Національний інститут стратегічних досліджень. 2022. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/mizhnarodnyy-dosvid-restrukturyzatsiyiderzhavnoho-borhu-u-vymiri-ukrayiny> (дата звернення: 15.04.2023)

26. Федоров В. Зовнішній державний борг суверенної України / В. Федоров. *Юридичний вісник*. 2017. № 2. С. 175-180.

27. Вінокуров Я. Дефолт чи реструктуризація: що буде з українським держборгом та чого чекають від США. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/18/687154> (дата звернення 21.05.2022)

28. Нагірняк Д., Данилко В., Іщенко С., Лига Д. Стратегічна стійкість в умовах глобалізації економіки як антикризовий інструмент. *Вісник національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут»*. Харків: ХПІ. 2020. № 3. С. 95–10

29. Никифрук О.І., Чукаєва І.К. Інфраструктурні облігації як інструмент залучення інвестицій для потреб модернізації в практиці зарубіжних країн. *Електронний журнал Ефективна економіка*. 2014. № 2. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2926> (дата звернення 10.05.2022)

30. Васютинська Л.А. Інфраструктурні облігації у проектному фінансуванні: світовий досвід та можливості для України. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. Вип. 3 (30). 2021. С. 79–84

31. Мелих О.Ю. Державний кредит і сучасний стан державного боргу України. *Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка»*. № 12, 2019 р. URL: <https://cutt.ly/MByA8Gm>. (дата звернення 15.03.2023)

32. Татарин Н. Б., Юрченко І. М. Вплив пандемії COVID-19 на ринок ОВДП в Україні: стан, проблеми та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2021. №2 (48). С. 210–216. URL: https://www.problecon.com/export_pdf/problems-of-economy-2021-2_0-pages-210_216.pdf

33. Скороход Г. М. Адміністративно-правове регулювання державного боргу України. Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 081 «Право». Національна академія внутрішніх справ, Київ, 2021, 237 с.

34. Фурманець К. Л. Формування зовнішнього державного боргу України та фінансовий механізм його регулювання в умовах глобалізації. *Вісник Вінницького політехнічного інституту*. №1. 2019.

35. Фінанси: підручник / І.О.Лютий, С.Я. Боринець, З.С. Варналій та ін.; за ред. І.О. Лютого. К.: Ліра-К, 2017. 720 с.

36. Фінансовий ринок: підручник / [Гапонюк М.А., Буряченко А.Є., Дегтярьова Н.В. та ін.]; за заг. ред. проф. М.А. Гапонюка. – Київ: КНЕУ, 2014. – 419 с.

37. Терещенко В.Л. Державний борг України: сутність, соціально-економічні наслідки, перспективи оптимізації. *Економіка і регіон*. 2021. № 4. С. 59–62.

38. Сіденко В., Юрчишин В., Маркевич К. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. Аналітична доповідь. Київ: Заповіт, 2018. 74 с.

39. Допомога, відновлення та стійка відбудова. Надання допомоги Україні у задоволенні невідкладних та середньострокових економічних потреб URL:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/099547405052230400/pdf/IDU063b2f81900861047a70b5540e3e950f93a8c.pdf> (дата звернення: 15.04.2023)

40. Маханець Л.Л. Зовнішній борг і політичний ризик. *Фінанси України*. 2020. № 2. С. 64–67

41. Можливості адаптації міжнародного досвіду управління державним боргом в Україні [Електронний ресурс] / Л.П. Лондар // К.: НІСД, 2017. 30 с. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/upravl_borge3b9d.pdf (дата звернення: 11.04.2023)

42. Молчанова А. Ю. Державний борг України: механізм управління та обслуговування. *Актуальні проблеми економіки та управління в умовах системної кризи*. Львів: МАУП, 2016. С. 40–42.

ДОДАТКИ

Додаток А



Рисунок А.1 – Обсяги державного боргу, що Україна має сплатити в 2023–2035 рр. за угодами, чинними на 01 травня 2022 р., млрд грн

Довідка про післявоєнну реструктуризацію державного боргу Іраку.

У жовтні 2004 р. в Паризькому клубі була укладена угода про реструктуризацію боргів Іраку на таких умовах: 1) скорочення боргу на 80 % трьома траншами: негайне списання боргу на 30 % із 01 січня 2005 р.; додаткова реструктуризація 30 % боргу на 23 роки із шестирічним пільговим періодом за умови схвалення стандартної програми МВФ; відстрочка платежів за 20 % від початкової заборгованості на подібних умовах за умови перегляду програми МВФ; 2) шестирічний пільговий період – для погашення основної суми боргу та трирічний пільговий період – для виплати відсотків (повної та часткової); 3) відсоткова ставка на рівні 6 %; 4) країна-кредитор може проводити боргові свопи (кредитор списує борг/ його частину) в обмін на зобов'язання позичальника використати непогашені платежі з обслуговування боргу для цільових інвестицій). У 2011 р. США списали Іраку 100 % суми боргу в розмірі 4,1 млрд дол. США, тоді як усі інші члени Паризького клубу провели реструктуризацію.

Міжнародні ініціативи щодо бідних країн, переобтяжених боргом (HIPC-Initiative) та Багатосторонньої ініціативи з полегшення тягара заборгованості (MDRI)

1. Highly-Indebted Poor Countries Initiative (HIPC-Initiative). Започаткована 1996 р. МВФ і Світовим банком як спеціальна програма полегшення боргового навантаження та проведення реформ у країнах-позичальниках. За цією Ініціативою всі кредитори мали брати участь у вирішенні боргових проблем позичальників; до складу боргів, що підпадали під дію коригуючих механізмів, включалася заборгованість перед МФО. Згідно з HIPC-Initiative ступінь зниження поточної дисконтованої вартості боргу міг досягати 80 %. 2. У 1999 р. до HIPC-Initiative було внесено корективи і започатковано Enhanced Highly-Indebted Poor Countries Initiative – поглиблену ініціативу щодо бідних країн, переобтяжених боргом. Цільові показники боргового навантаження було визначено на рівні 150 % річного експорту для поточної дисконтованої вартості боргу та 15–20 % експорту – для платежів з погашення та обслуговування зовнішнього боргу. Було посилено також взаємозв'язок між списанням боргу та інвестуванням внутрішніх ресурсів у програми подолання бідності. Ступінь списання боргу було підвищено до 90 %. 3. У 2005 р., щоб прискорити прогрес у досягненні Цілей сталого розвитку ООН, HIPC-Initiative була доповнена ініціативою Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI). MDRI передбачає 100 % скасування стійкості боргу трьома багатосторонніми установами: МВФ, Світовим банком та Африканським фондом розвитку (AFFM) для країн, які завершують процес HIPC-Initiative. Згідно із стандартними вимогами, країна може претендувати на включення до програми HIPC-Initiative або MDRI, якщо ця країна задовольняє таким умовам: а) є країною з низьким рівнем доходів за класифікацією Світового банку; б) є позичальником Міжнародної асоціації розвитку і не отримує кредитів МБРР.

Нині 37 країн світу, серед них – 31 африканська країна, пройшли процедури зниження боргового навантаження за правилами ініціатив HIPC та MDRI. Величина списання боргу для цих країн перевищила 100 млрд дол. США. Такі витрати зазвичай покриваються МВФ і Світовим банком за рахунок власних ресурсів, а також покладаються на уряди-кредитори.