



ЦЕНТР
ЕКОНОМІЧНОЇ
СТРАТЕГІЇ



МІЖНАРОДНИЙ
ФОНД
ВІДРОДЖЕННЯ

БОРГ УКРАЇНИ ЗРОСТАЄ ПІД ЧАС ВІЙНИ. ЩО З НИМ РОБИТИ ДАЛІ?

ДАТА: 17.05.2023
ПІДГОТУВАЛИ:

Марія Репко, заступниця директора ЦЕС
Марія Томіліна, економістка ЦЕС
Максим Самойлюк, економіст ЦЕС

Презентація дослідження

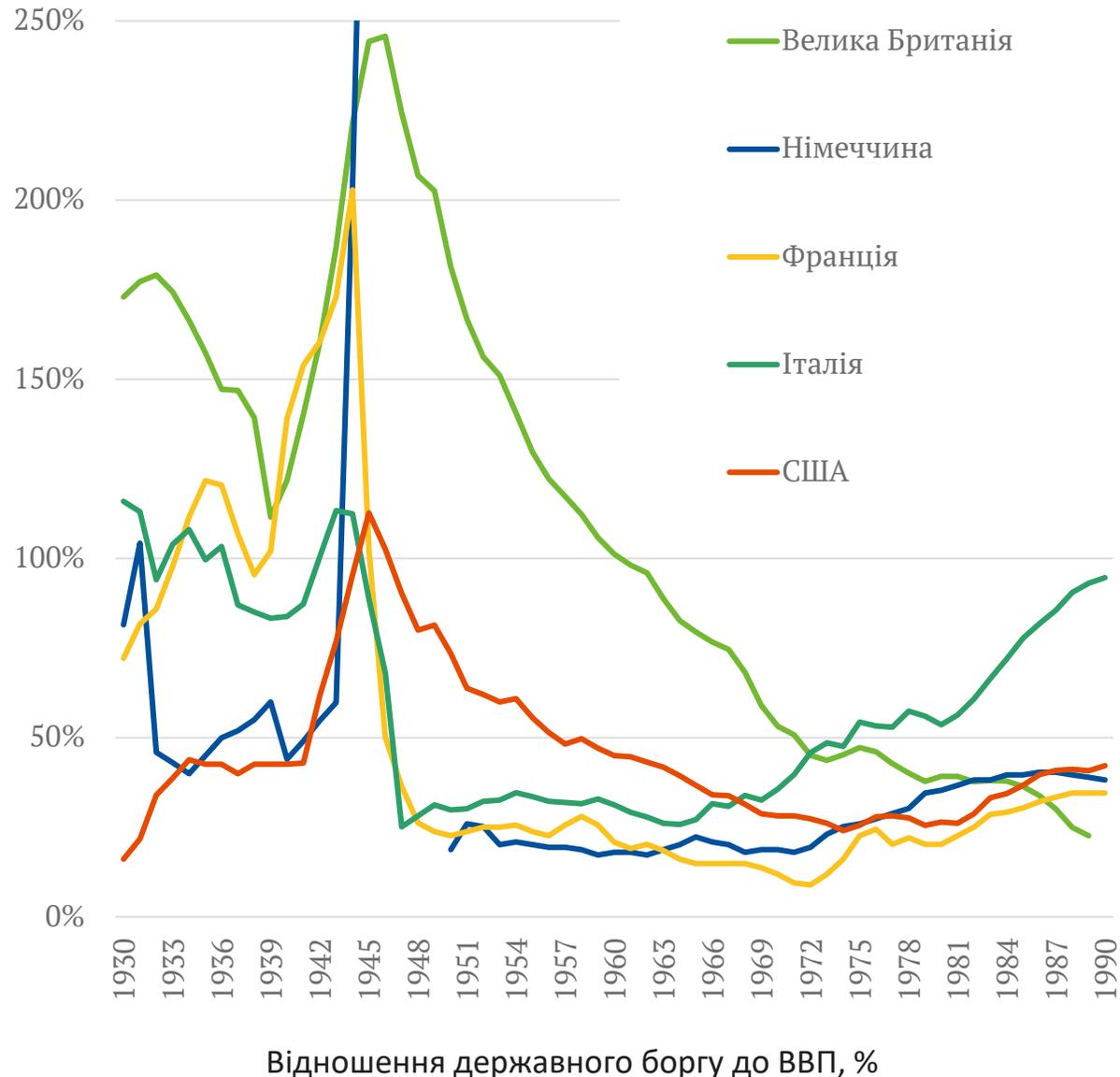
ПРО ЦЕЙ ПРОЕКТ

Рятівна мотузка під час війни –
та зашморг під час миру?

- Ця записка - наш перший підхід до питання пост-воєнного управління державним боргом, і пошук напрямків подальшого аналізу.
- Ми розглянули різні випадки та механізми зниження боргового навантаження, ситуацію в Україні та почули думки експертів
- Невизначеність величезна, і приймати рішення будуть у відповідності до конкретних умов конкретного часу, тож зараз ми скоріше говоримо про пріоритети, аніж про дорожню карту
- Замість рекомендацій, ми подаємо у висновках опис механізмів впливу на державний борг та нашу оцінку їх плюсів та мінусів

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

ПОСТ-ВОЄННЕ ВІДНОВЛЕННЯ ЄВРОПИ



Практики зниження боргового навантаження США, Великобританії, Франції, Італії та Німеччини

- Країни «виросли» із своїх боргів через високе номінальне зростання економік (інфляція плюс реальне зростання). В цьому допоміг План Маршалла.
- Широко використовувалися «фінансові репресії» – ставки за боргом були нижчі за інфляцію
- Лондонський договір та грошова реформа 1948 р дозволили Німеччині реструктуризувати та скасувати левову частку боргу
- Великобританія та США дотримувалися політики первинного бюджетного профіциту

ПОСТ-ВОЄННЕ ВІДНОВЛЕННЯ ЄВРОПИ



США активно застосовували фінансові репресії і у поєднанні з виваженою бюджетною політикою – забезпеченням профіциту бюджету — змогли знизити рівень боргового навантаження зі 106% у 1946 році до 42% у 1974 році.

Ці два фактори пояснюють **50 з 83 процентних пунктів** зниження боргового навантаження у період з 1947 по 1974 роки

Acalin, Julie, and Laurence Ball. Did the U.S. really grow its way out of its WWII debt? CERP. February 3, 2023. [Link](#).



В 1953 році Німеччина реструктурувала зовнішній борг у рамках Лондонської угоди.

В ході цієї угоди **50% боргу було скасовано**, а погашення залишкового боргу прив'язали до економічного зростання Німеччини й експорту (таким чином, співвідношення обслуговування державного боргу до доходу від експорту не повинно було перевищувати 3%).

The economic consequences of the London Debt Agreement, Galofre-Vila et al, 2018, European Review of Economic History, 23. [Link](#)

МІЖНАРОДНІ ІНІЦІАТИВИ ПОЛЕГШЕННЯ БОРГУ

- **Brady Bonds (1989)** - масштабна реструктуризація боргів (16 країн з середнім рівнем доходу, з них 11 у Латинській Америці) із списанням їх частки. Непрямий позитивний ефект від debt relief був утричі більшим за прямий, тобто країни отримали більше припливу нового капіталу, ніж було списано боргів через ефект усунення «боргового навісу («debt overhang»).
- **Heavily Indebted Poor Countries (HIPC, 1996) та Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI, 2006)** – було домовлено списати частину боргів бідним країнам (37 бідних країн, з них 31 країна в Африці) із великими боргами. Але великого впливу на економічне зростання чи інвестиції в цих країнах дослідники не виявили, ефекту боргового навісу також помічено не було.
- **«Борг-на-клімат» (debt-for-climate swaps)** - країна-кредитор списує борг в обмін на зобов'язання країни-боржника інвестувати кошти в місцеві проекти з боротьби зі зміною клімату.



Серед основних ризиків debt relief для країн-боржників першочергово виокремлюють потенційні репутаційні проблеми, продовження накопичення боргів та можливість зловживання вивільненими фіскальними ресурсами.

Критики debt relief зазначають, що часткове чи повне скасування боргу може зацементувати **репутацію країни-боржника як такої, що не шанує своїх зобов'язань**. Поява же нових ініціатив debt relief може спонукати боржників до подальшого нарощування боргів, сподіваючись на майбутнє їхнє скасування.

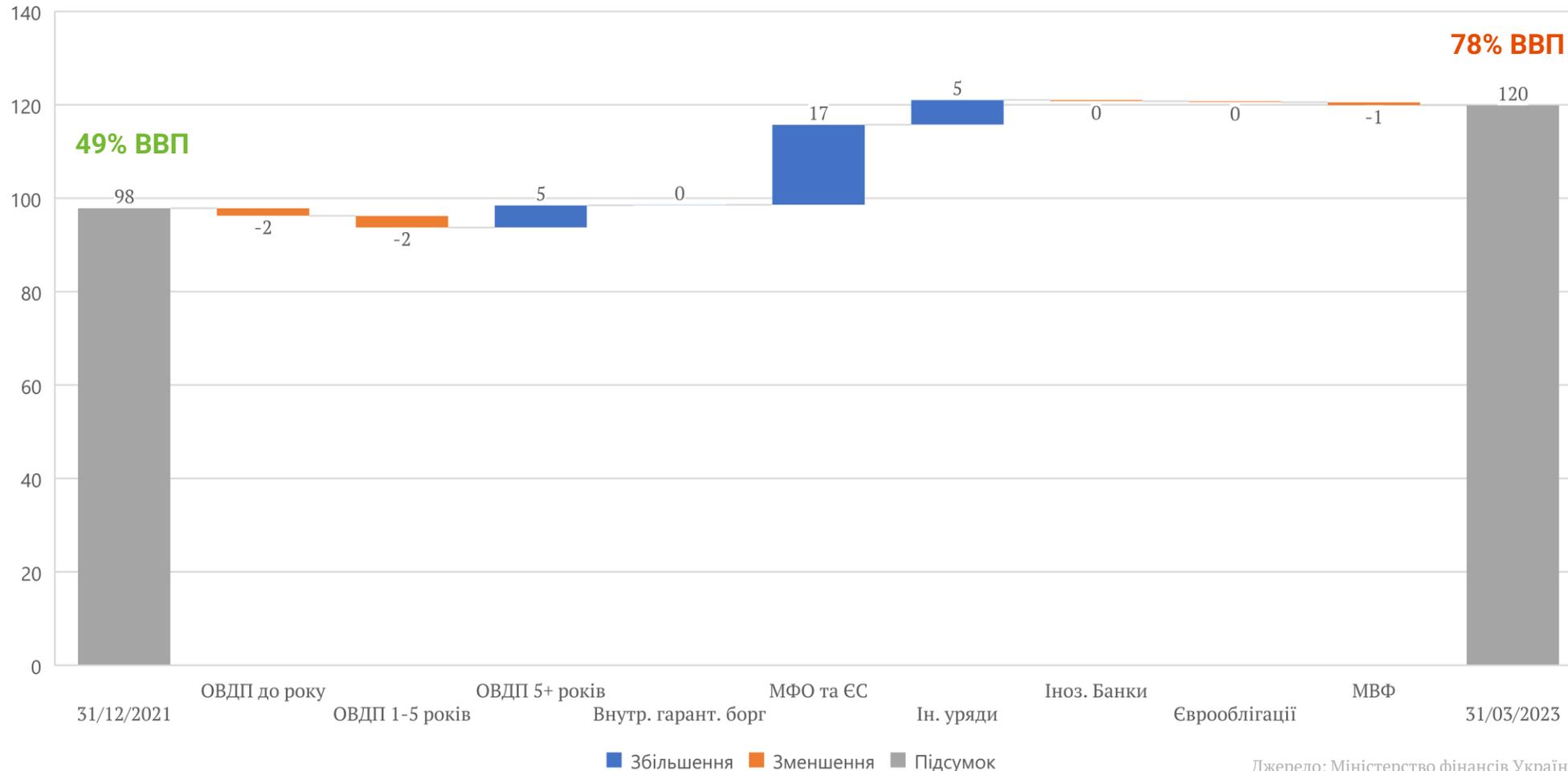
Debt Relief, William Easterly, Foreign Policy, 2001 [Link](#)

How Did Heavily Indebted Poor Countries Become Heavily Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief, William Easterly, World Development, 2002 [Link](#)

СИТУАЦІЯ В УКРАЇНІ

СИТУАЦІЯ В УКРАЇНІ

Під час війни боргове навантаження зросло з 49% ВВП у 2021 до 78% у 2022 р

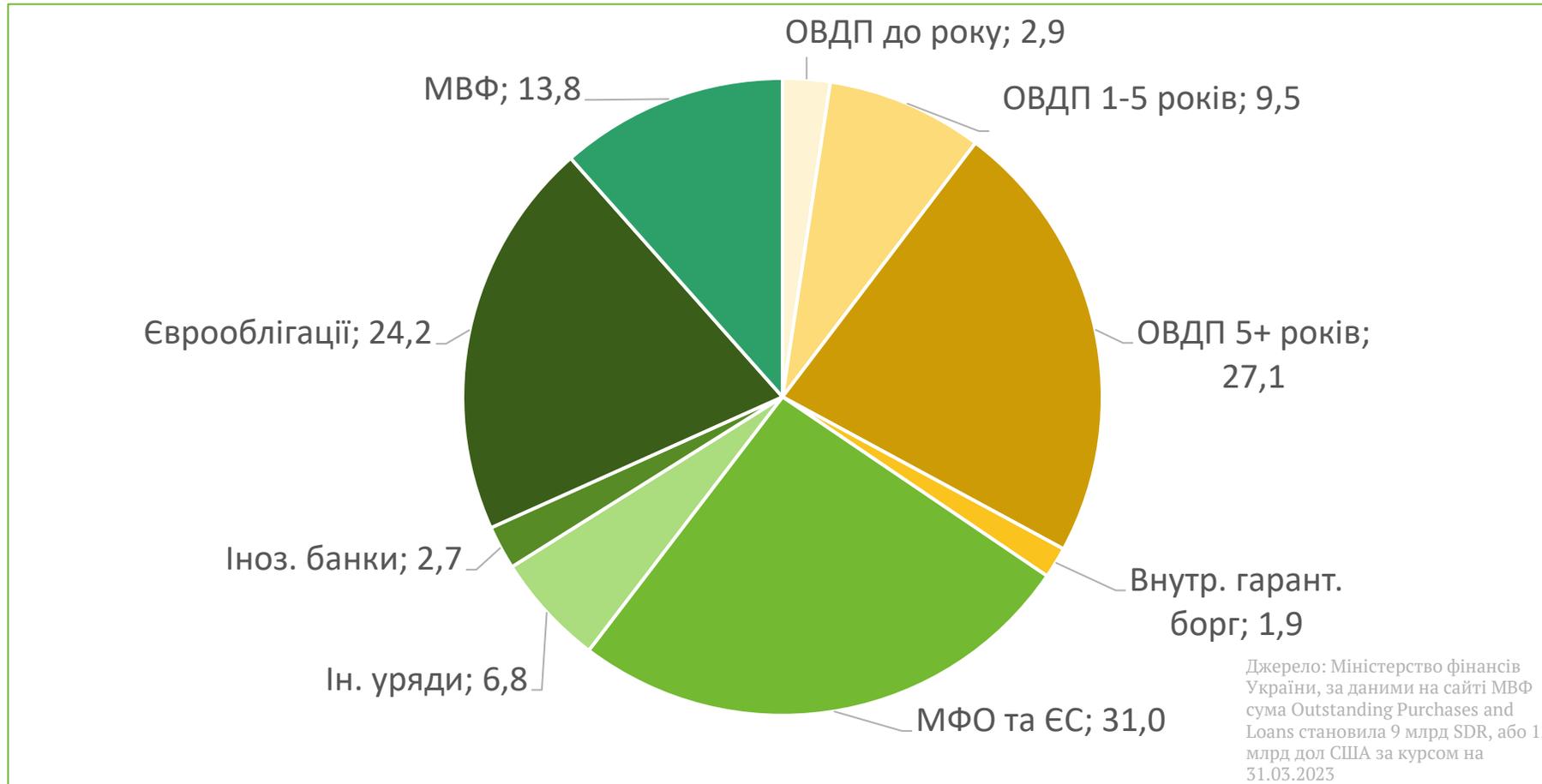


\$18 млрд **грантів** в доходах бюджету, якби вони були боргом, навантаження склало би **86% ВВП**

СИТУАЦІЯ В УКРАЇНІ

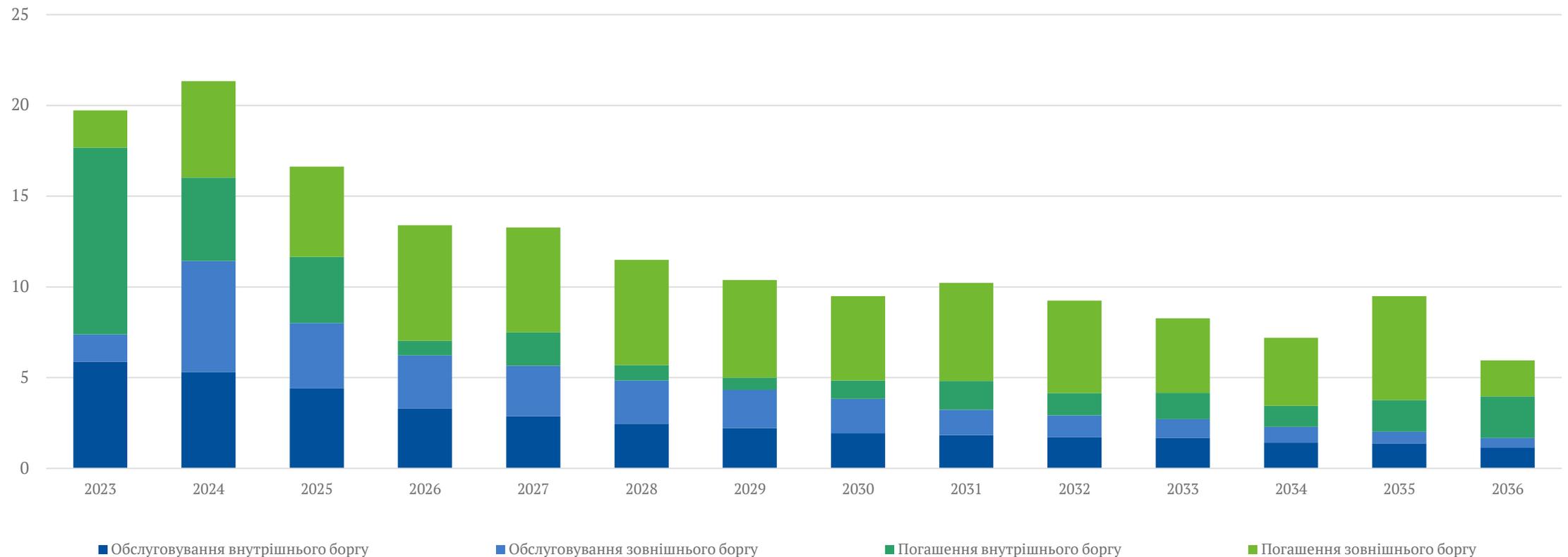
Зовнішній борг домінує (65% боргу)

Державний та гарантований боргу України, станом на 31.03.2023, млрд дол США



СИТУАЦІЯ В УКРАЇНІ

Найближчі три роки річні платежі за боргами в середньому складуть 12% ВВП-2022



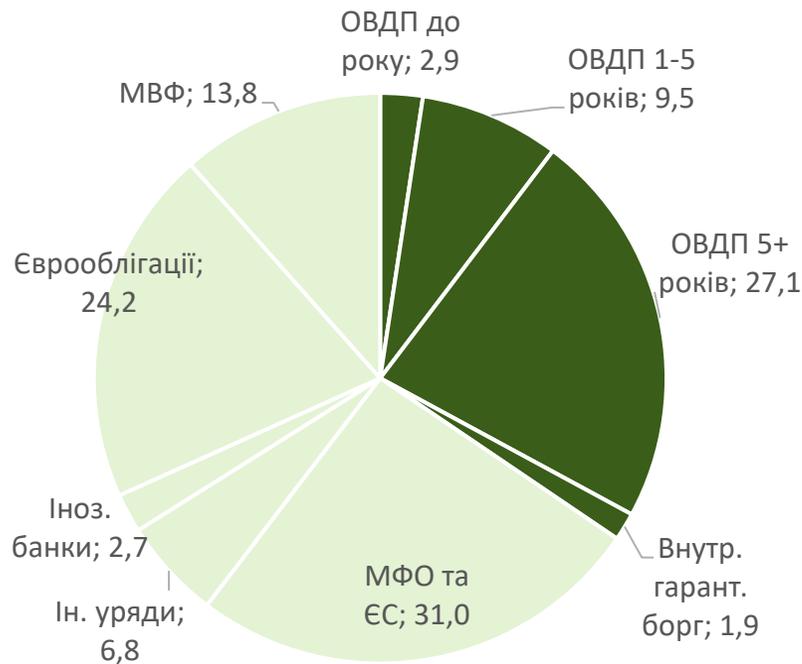
Прогнозні платежі з обслуговування та погашення державного боргу,
станом на 01.05.2023 р, млрд дол США за поточним курсом

Джерело: Міністерство фінансів України

ОПЦІЇ В БОРГОВІЙ ПОЛІТИЦІ

ОВДП – ВНУТРІШНІЙ БОРГ

Економічне зростання, фінансові репресії,
реструктуризація, рефінансування, погашення



Державний та гарантований боргу України,
31.03.2023 р, млрд дол США

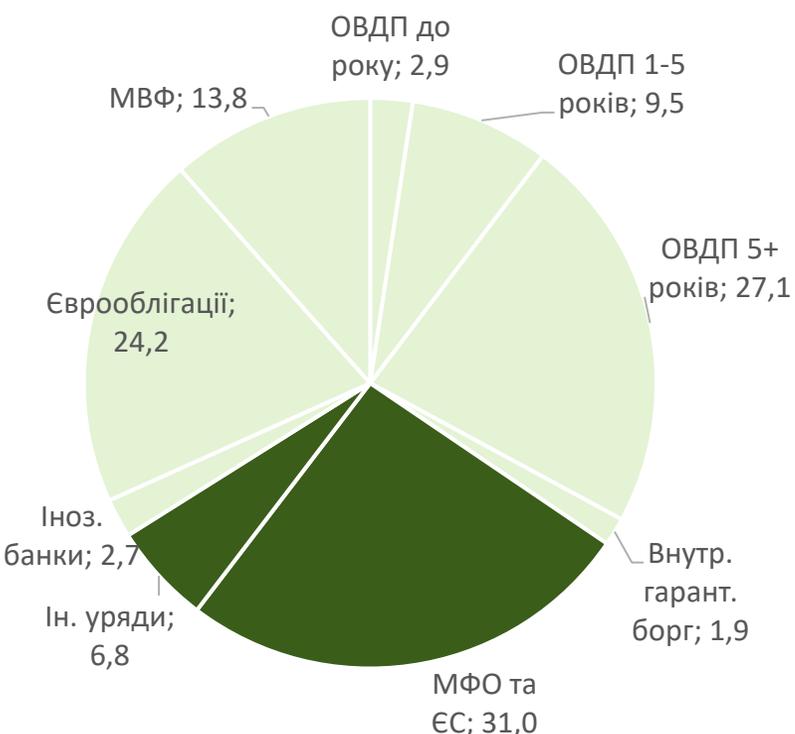
Найбільшим внутрішнім кредитором уряду, що тримає майже половину ОВДП, є Національний банк, іще близько 30% тримають державні банки, решта розподілена між приватними комерційними банками, компаніями, нерезидентами та українським населенням, тобто вплинути на державні фінанси може лише реструктуризація ОВДП на \$9 млрд.

Це завдасть шкоди фінансовій системі (близько \$3 млрд) та означатиме втрату довіри населення (близько \$1 млрд), яке купує військові облігації для підтримки ВСУ.

Фінансові репресії (залучення боргу за ставками нижче інфляції) Мінфін намагався застосувати на початку війни, але в умовах незалежного НБУ вони не спрацювали. Після війни, якщо інфляція буде високою, це може статися само собою.

БОРГ ПЕРЕД МФО ТА ЄС

Економічне зростання, ~~фінансові репресії~~, реструктуризація, рефінансування, погашення



Державний та гарантований боргу України,
31.03.2023 р, млрд дол США

Кредити від ЄС на \$17,5 млрд та кредити від інших урядів – найбільш м'який та пільговий варіант запозичень, які можна уявити.

Кредити решти МФО (\$12 млрд) потенційно можна обговорити в рамках ініціатив «Борг на клімат». Як майбутній член ЄС, як країна, якій потрібна масштабна реконструкція, Україна має скористатися можливостями інвестувати у "зелену відбудову", одночасно знижуючи своє боргове навантаження. «Зелене зростання», як правило, вкладається в мандат МФО, і такі переговори можуть виявитися вдалими

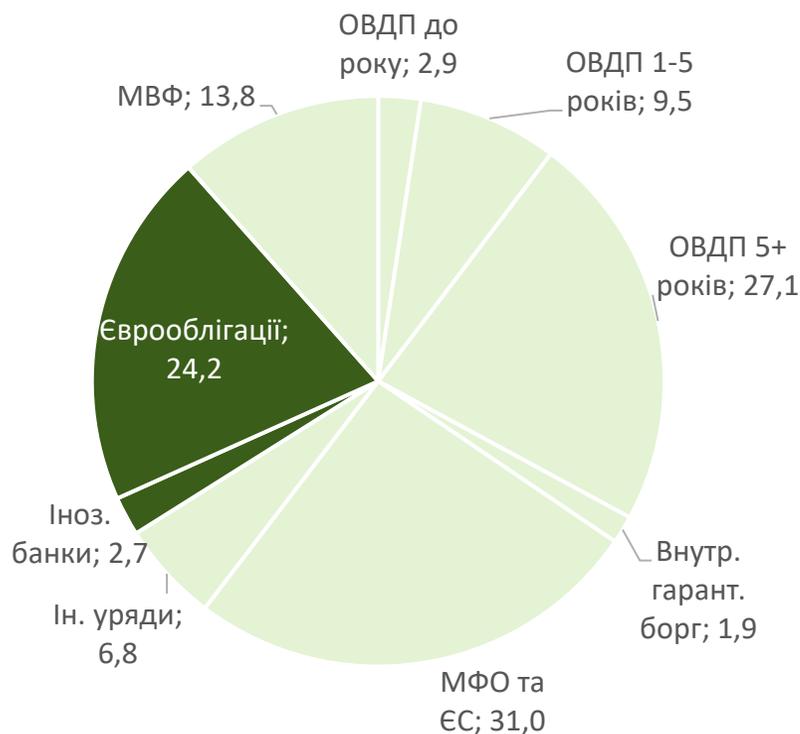
ЗОВНІШНІЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БОРГ

Економічне зростання, фінансові репресії,
реструктуризація, рефінансування, погашення

У 2024 році добігає кінця угода про «стендстіл» – замороження платежів за боргом.

Якщо війна до того часу не закінчиться, борги доведеться реструктуризувати. Якщо ж війна завершиться перемогою України, то у уряду та кредиторів буде кілька варіантів, доцільність яких залежатиме від конкретних ринкових умов у конкретний період часу.

У тому числі опція продовження обслуговування боргу за умовами, зафіксованими у поточних проспектах емісій.



Державний та гарантований боргу України,
31.03.2023 р, млрд дол США

Джерела: Міністерство фінансів України

Строки	Обмеження «стелі»	Гарантії партнерів
Ставки	виплат % та тіла	
Варанти	Списання (або ні)	Застава активів росії

БОРГ ПЕРЕД МВФ

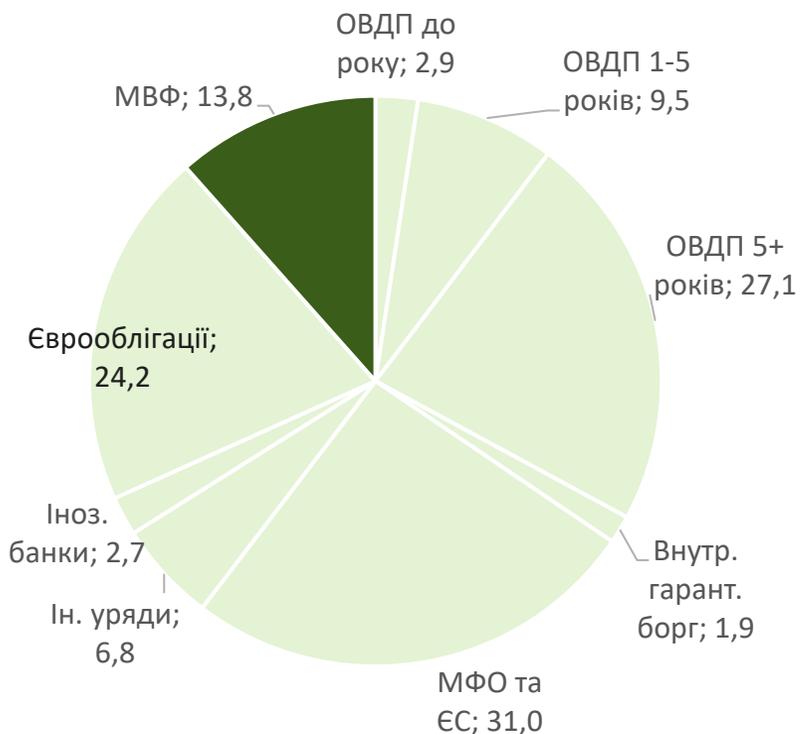
Економічне зростання, фінансові репресії,
реструктуризація, рефінансування, погашення

Борг перед МВФ коротший та дорожчий (5-6% річних)*, ніж пільгові кредити ЄС.

Фонд в 2023 році пішов на зміну власних правил, щоб прокредитувати Україну.

Програма з МВФ – якір для інших донорів, план реформ та орієнтир оцінки потреб України у фінансуванні, а також засіб рефінансувати борг перед фондом за рахунок наступних кредитних траншів.

Варто обговорити полегшення навантаження через більш пільгові умови по комісійних (surcharges) та процентах, можливо у вигляді внесків SDR іншими країнами-партнерами.



Державний та гарантований боргу України,
31.03.2023 р, млрд дол США

Джерела: Мінфін

За даними на сайті МВФ сума Outstanding Purchases and Loans становила 9 млрд SDR, або 12 млрд дол США за курсом на 31.03.2023

*O.Betlii, [Unpacking Ukraine's New IMF Program - Carnegie Endowment for International Peace](#)

ВИСНОВКИ

ВИСНОВКИ

- Приймати рішення про **реструктуризацію боргів** варто обережно, зважаючи на тип боргу та конкретні ринкові умови. Єдиний варіант реструктуризації, який не принесе очевидних негативних наслідків, - обмін «борг на клімат» в рамках угод із міжнародними фінансовими організаціями
- **Економічне зростання** – найкращий спосіб позбавитися високого боргового навантаження та найменш травматичний для країни. За рахунок проектів відновлення та міжнародної допомоги, в рамках інтеграції в ЄС, його вдасться досягти, якщо Україна виконає «домашнє завдання» з реформ.
- При цьому висока **інфляція**, через яку знижувала борги пост-воєнна Європа, - дуже ризикований шлях і не стосується більшої частки державного боргу, який номіновано в валюті.
- **Первинний бюджетний профіцит** варто поступово забезпечувати через розширення податкової бази та збільшення ефективності окремих категорій видатків, але надмірна фіскальна жорсткість для економіки та громадян, скалічених війною, загрожує обернутися глибокою кризою.
- **Приватизацію** державних активів якщо і варто розпочинати, то лише після війни, коли економічне зростання стане очевидним та ціни на активи зростуть і дозволять принести відчутні кошти в державний бюджет.
- **Отримання коштів від агресора** в рамках репарацій та арештованих активів – найочевидніше джерело погашення боргів та реконструкції зруйнованого, але це потребуватиме тривалого часу та великої юридичної роботи.

ДЯКУЄМО ЗА УВАГУ

ПІДТРИМУЙТЕ УКРАЇНСЬКИХ МЕДИКІВ — ЗРОБІТЬ ВНЕСОК У ФОНД “ЛЕЛЕКА”

