



ЦЕНТР
ЕКОНОМІЧНОЇ
СТРАТЕГІЇ

АНАЛІТИЧНА
ЗАПИСКА

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА ПІСЛЯВОЄННИЙ ПЕРІОД

АНАЛІТИЧНИЙ ЗВІТ

ПІДГОТУВАЛИ:

Марія Репко, заступниця директора ЦЕС

Максим Самойлюк, економіст ЦЕС

Марія Томіліна, молодша економістка ЦЕС

ДАТА:

10 травня 2023 р.

Центр економічної стратегії – незалежний центр досліджень державної політики. Завдання ЦЕС – підтримка реформ в Україні з метою досягнення стійкого економічного зростання країни. Центр робить внесок у розробку стратегії економічного зростання України, здійснює незалежний аналіз найбільш важливих аспектів державної політики, а також працює над посиленням громадської підтримки реформ. Заснований у травні 2015 року.

Наші принципи:

- Економічна свобода (лібералізація, дерегуляція, приватизація)
- Вільна та чесна конкуренція
- Менша роль держави за підвищення її ефективності
- Інформаційна прозорість та свобода слова
- Верховенство права та захист приватної власності
- Здорові та стабільні державні фінанси
- Економіка, що створена на засадах знань.

По докладнішу інформацію про ЦЕС просимо звертатися до В'ячеслава Ноздріна, директора з комунікацій: тел.: (044) 492-7970, office@ces.org.ua.

Також запрошуємо відвідати наш сайт www.ces.org.ua та стежити за нами у соціальних медіа facebook.com/cesukraine чи twitter.com/ces_ukraine.

Дослідження було проведено за підтримки Міжнародного Фонду “Відродження”.

ЗМІСТ

| | | |
|--------|---|----|
| 1. | Головне..... | 5 |
| 2. | Вступ | 6 |
| 3. | Міжнародний досвід..... | 7 |
| 3.1. | Досвід країн після Другої світової війни | 7 |
| 3.2. | Репарації як джерело фінансових ресурсів | 10 |
| 3.3. | Гранти як довгострокове джерело фінансових ресурсів | 11 |
| 3.4. | Міжнародні ініціативи | 12 |
| 3.4.1. | Обмін Debt-for-Climate | 12 |
| 3.4.2. | Ініціатива Brady Bonds..... | 14 |
| 3.4.3. | Ініціатива НІРС | 15 |
| 4. | Україна. Ситуація з державним боргом | 17 |
| 4.1. | Боргова ситуація в 2023 році | 17 |
| 4.2. | Україна та МВФ | 19 |
| 4.3. | Що чекає на Україну?..... | 22 |
| 5. | Висновки..... | 25 |
| 5.1. | Використання російських активів та репарацій для погашення боргів | 25 |
| 5.2. | Використання іноземної фінансової допомоги..... | 26 |
| 5.3. | Економічне зростання, інфляція та політика «фінансових репресій» | 27 |
| 5.4. | Первинний профіцит бюджету | 28 |
| 5.5. | Реструктуризація та списання боргу..... | 29 |
| 5.6. | Приватизація..... | 31 |
| 5.7. | Під час війни та після неї | 31 |
| 6. | Додатки..... | 33 |
| 6.1. | Державний борг України в 2014-2021 рр. | 33 |
| 6.2. | Вплив війни на ринки боргових інструментів України..... | 35 |

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 6.3. | Умови кредитів наданих Україні..... | 37 |
| 6.4. | Перелік Інтерв'ю | 39 |

1. ГОЛОВНЕ

Поки що Україні вдається утримувати боргове навантаження керованим на рівні менше 80% ВВП, а завдяки допомозі партнерів та підтримці кредиторів у час війни, питання виплат по боргах поки що не стоїть гостро. Однак, після війни управління боргом стане однією з ключових задач. У 2024-2027 роках прогнози платежі за зовнішнім боргом України відповідатимуть 6% ВВП 2022 року, і проблема пікових виплат постає як значно важливіша ніж питання загального рівня заборгованості по відношенню до розміру економіки. Це поки що не фінальні цифри, адже війна триває, і щомісяця Україна залучає нові борги для покриття безпрецедентно високого бюджетного дефіциту, а економіку щодня руйнують атаки росіян. Крім того, навіть під час війни пріоритети в залученні фінансування можуть спиратися на очікуваний вплив на майбутні пост-воєнні виплати.

У цьому дослідженні ми розглянули міжнародний досвід, механізми та інструменти, якими країни користувалися для зниження боргового навантаження. Щоб визначити простір для цих та інших інструментів в стратегії управління державним боргом під час військових дій та на післявоєнний період, ми провели низку інтерв'ю з провідними українськими та зарубіжними аналітиками (Додаток 6.4).

Із факторів зниження боргового навантаження ми розглянули залучення міжнародної допомоги у вигляді грантів і дешевих та довгих кредитів; політику «фінансових репресій», коли ставки за боргами нижчі за інфляцію, економічне зростання; первинного первинний профіцит бюджету; реструктуризацію боргу; а також приватизацію державних активів і репарації з боку країни агресора.

Одним із фокусів дослідження стала співпраця із МВФ. Вперше за свою історію Фонд кредитує країну, що знаходиться в стані війни та непевності щодо можливості погашати свої борги. Задля цього він змінив власні політики. МВФ зміг ухвалити програму розширеного фінансування на 15,6 млрд дол. США. Програма дозволить рефінансувати борг перед Фондом, який в іншому випадку довелося би повертати за рахунок коштів допомоги інших країн-донорів.

Основний висновок роботи - під час війни Україні доцільно залучати якомога більше грантового фінансування та ультра-довгострокових кредитів під пільгові відсотки. А після війни Україні варто робити все можливе для економічного зростання та поступово, коли економіка відновиться, переходити до первинного бюджетного профіциту.

2. ВСТУП

Публікуючи цей звіт, ми робимо перший підхід до питання пост-воєнного управління державним боргом. Ми не можемо передбачити, коли закінчиться війна, але хочемо підготувати матеріал для відповіді на одне з найважливіших пост-воєнних питань – що держава має робити із боргами, які накопичила у воєнний час.

Це питання постане як одне із ключових для фінансової політики уряду, бо відповідь на нього матиме наслідками відповідні податкову та видаткову політику, політику щодо ринків приватного капіталу, монетарну політику, низку регулювань вітчизняного банківського та фінансового сектора. Іншими словами, відповідь на питання державного боргу матиме вагомий вплив на економічний розвиток держави в цілому.

Рівень боргового навантаження у 60% ВВП та нижче відповідає критеріям, за якими оцінюють можливість вступу країни до ЄС, стійкість її фінансової системи. Тому для прискорення членства, Україна вірогідно захоче вирішити питання боргового навантаження швидше, ніж кілька десятиліть - час, який знадобився деяким країнам, щоб позбутися боргу після Другої світової війни.

Важливі обмеження аналізу – відсутність визначеності, яким буде обсяг державного та гарантованого боргу станом на кінець війни, відсутність впевненості у оцінках розміру економіки, можливі подальші втрати людей, продуктивних активів та територій, підвищена волатильність на світових ринках, зокрема ситуація із процентними ставками та банками в США, розрив торгових ланцюжків з РФ та напруженість Заходу у стосунках із Китаєм, що залишають аналітиків у загальній ситуації високої невизначеності.

Зважаючи на це, замість рекомендацій, ми подаємо у висновках опис варіантів управління державним боргом та нашу оцінку їх плюсів та мінусів, і ситуацій, в яких той чи інший інструмент був би, на нашу думку, актуальним.

3. МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

Країни, які пройшли Другу світову війну, мають унікальний досвід управління державним боргом. У академічній та полісі літературі широко проаналізовано довоєнний та післявоєнний періоди у США Великій Британії, Німеччині, Франції та Італії. На основі цієї інформації можна зробити висновки щодо того, якими інструментами користувалися країни та що принесло більш або менш позитивні результати у повоєнний період.

Reinhart та Sbrancia (2011) виокремлюють у світовій фінансовій історії наступні фактори зниження боргового навантаження: (i) економічне зростання; (ii) суттєва фіскальна консолідація, жорстка фіскальна політика; (iii) дефолт або реструктуризація боргу; (iv) несподіваний стрибок інфляції; та (v) постійна стала політика «фінансових репресій» (збереження процентних ставок на облігації на фоні сталого та помітного рівня зростання цін (інфляції).

Опції (iv) та (v) актуальні, втім, лише для боргу, номінованого в локальній валюті, але саме вони були одним з основних чинників зниження боргів у пост-воєнній Європі періоду 1946-1970 років. Саме ерозія вартості державних боргів через підвищення цін (та, відповідно, номінального ВВП), за оцінками дослідників¹, дозволила США та Великобританії скорочувати державний борг на 3-4% ВВП щорічно. Італія, де інфляція була вищою, завдяки цьому механізму знижувала свій борг на 5% ВВП щорічно. За 10 років кумулятивно це дало скорочення співвідношення боргу до ВВП у 30-50 процентних пунктів.

Аналітики МВФ², на підтвердження цих висновків, підраховали, що основні компоненти зниження боргового навантаження для 19 розвинених країн, що пережили періоди високого боргу, - первинні профіцити бюджетів та різниця між номінальними ставками за боргами та номінальним темпом економічного зростання. Номінальне зростання приблизно вдвічі перевищувало номінальні процентні ставки.

Важливим фактором відновлення пост-воєнної Європи став план Маршалла, що знизив боргове навантаження та прискорив зростання. В багатьох країнах регіону 50-ті роки минулого сторіччя вважаються роками «економічного дива». Також частина країн пішла на реструктуризацію боргів із списанням частки номіналу, що принесло швидке боргове полегшення та дозволило спрямувати більше коштів на розвиток.

У цьому розділі ми більш детально зосередимося цих та інших конкретних факторах, які визначили боргову політику кожної з країн.

3.1. ДОСВІД КРАЇН ПІСЛЯ ДРУГОЇ СВІТОВОЇ ВІЙНИ

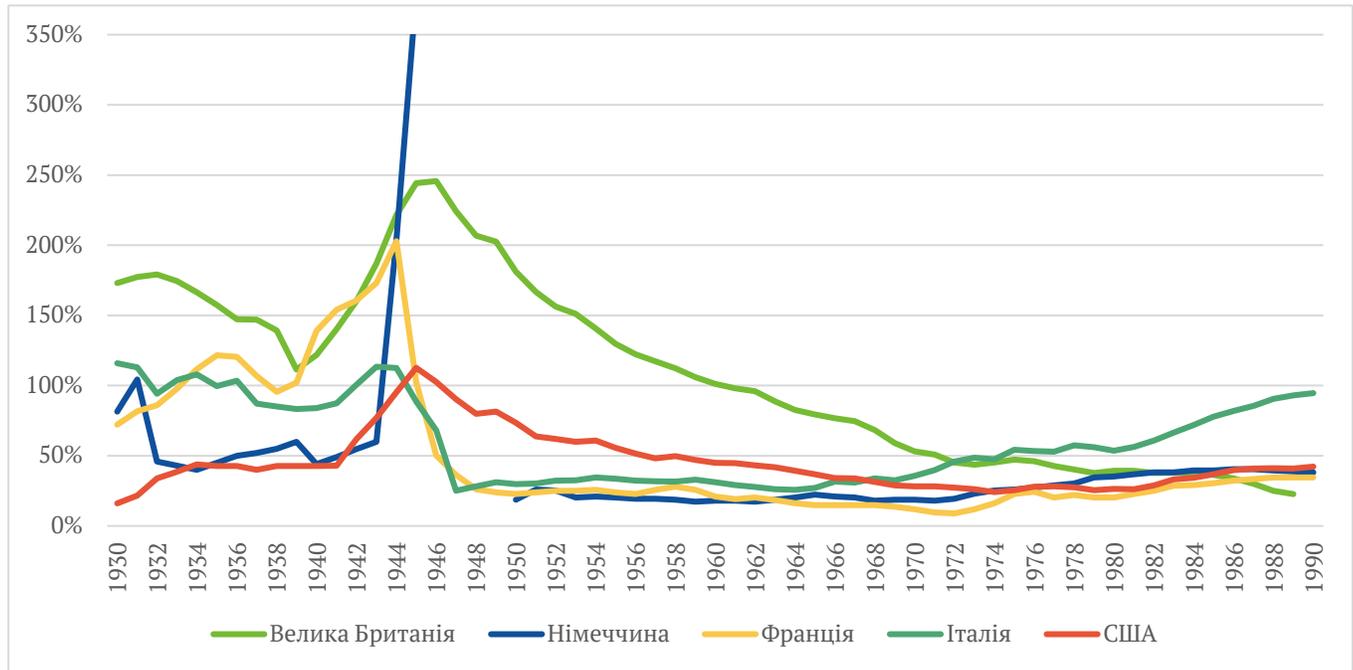
Ми проаналізували досвід зниження боргового навантаження Великої Британії, Німеччини, Франції, Італії та США у післявоєнний період. Ключовим фактором для більшості країн став високий рівень інфляції, що зробив дешевшим обслуговування внутрішніх боргів. Борги – як внутрішні, так і зовнішні –

¹ The liquidation of government debt, Carmen M. Reinhart M. Belen Sbrancia, NBER Working Paper, 2011 [Link](#)

² Historical Patterns of Public Debt – Evidence From a New Database, Abbas et al., 2011 [Link](#)

також часто реструктурували. Уряди успішно вдавалися до "фінансових репресій",³ забезпечували первинний профіцит бюджету та стимулювали економічне зростання. Борговий тягар зменшувався у кожній з розглянутих країн (Рис. 1). Відмінність полягає у швидкості: в Італії, Франції, Німеччині відношення державного боргу до ВВП зменшилося до 20-30% протягом перших років після закінчення війни; Великій Британії та США для зменшення боргового навантаження знадобилося більше часу.

Рисунок 1. Відношення державного боргу до ВВП у 1930-1990 роках, у %



Джерело: The Atlantic,⁴ Uk Pulic Spending,⁵ Alternatives Economiques,⁶ Banca D'Italia,⁷ Jahrbücher⁸

Ключовим фактором, який сприяв зменшенню боргового навантаження стала **висока інфляція** у пост-воєнні роки. Внутрішні борги по суті просто знецінились через зростання рівня цін.

- Високий рівень інфляції у Великій Британії дозволив знизити рівень боргового навантаження з 241% у 1947 році до 111% у 1962 році. За гіпотетичного сценарію відсутності інфляції боргове навантаження за цей же період зменшилося б тільки до 186%.⁹
- В Італії висока інфляція у середині 1940-х років (близько 30% рік-до-року на початку війни та 80% ближче до її кінця) радикально зменшила боргове навантаження країни. У розпал війни відношення державного боргу до ВВП в Італії сягало 80-100%; у 1947 цей показник впав до свого

³ Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. "The Liquidation of Government Debt." IMF Working Paper. № 7. 2015. [Link](#).

⁴ Phillips, Matt. "The Long Story of U.S. Debt, From 1790 to 2011, in 1 Little Chart." The Atlantic. November 13, 2014. [Link](#).

⁵ UK National Debt Since 1900. Uk Pulic Spending. [Link](#).

⁶ Evolution de la dette publique francaise, en % du PIB. Alternatives Economiques. [Link](#).

⁷ Balasone, Fabrizio, Maura Francese, and Angelo Pace. "Public Debt and Economic Growth." October 2011. [Link](#).

⁸ Burret Heiko T., Feld Lars P., and Ekkehard A.Köhler. "Sustainability of Public Debr in Germany." Jahrbücher f. Nationalökonomie u. Statistik. Vol. 233/3. [Link](#).

⁹ Quantitative monetary policy and government debt management in Britain since 19196 William A. Allen, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Number 4, 2012

історичного мінімуму — 25,8%.^{10,11} Це стало можливим через те, що країна здебільшого фінансувала свої військові видатки коштом внутрішнього боргу.

- У Франції інфляція у 1945-1948 роках становила близько 50% рік-до-року. Французький режим Віші, що співпрацював з нацистами, не мав доступу до зовнішніх ринків, тому переважно нарощував внутрішній борг. Як і в інших країнах, високий рівень інфляції допоміг зменшити борговий тягар. Боргове навантаження Франції наприкінці війни, у 1944, складало 270% ВВП. Після війни воно стало стрімко зменшуватися, а за 20 років знизилося до 15% ВВП.

У поєднанні з інфляцією **спрацювали "фінансові репресії"** — утримування процентних ставок за борговими цінними паперами нижчими за рівень інфляції. Приклад такої політики - коли на внутрішньому ринку уряд за допомогою переконання, зміни нормативів для фінансових інституцій та/або інших варіантів інтервенцій залучає штучно дешеві кредити для фінансування бюджетних видатків. Поєднання високого рівня інфляції й фінансових репресій працює наступним чином: реальні від'ємні відсоткові ставки зменшують співвідношення боргу до ВВП (це ще називають податком на вкладників – власники боргових інструментів отримують меншу суму коштів, ніж їх початкові інвестиції, з урахуванням інфляції).¹²

За розрахунками дослідників з МВФ, протягом 1945-1980 років, реальний дохід від державних внутрішніх облігацій був від'ємним та в середньому складав -0,3% в США, -6,6% у Франції та -4,6% в Італії.¹³

США активно застосовували фінансові репресії і у поєднанні з виваженою бюджетною політикою – забезпеченням первинного (до виплати відсотків) 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.¹⁴ У Британії теж дотримувалися первинного бюджетного профіциту, тобто нові запозичення здійснювали лише для того, щоб покрити проценти по боргу, а фінансування видатків відбувалося виключно власним коштом. Важливу роль у цьому в Великій Британії зіграло зростання ставок податків.¹⁵

Деякі країни вдалися і до **реструктуризації своїх боргів**. Найбільш цікавим кейсом з оглянутих нами країн є Німеччина. Її внутрішній борг – спадок нацистів - суттєво зменшили під час грошової реформи 1948 року, оскільки більшість публічного боргу конвертували в дойчмарки за співвідношенням 1:10.^{16,17} В 1953 році німці реструктурували 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

¹⁰ Carnazza, G. (2021). La storia del debito pubblico in Italia. [Link](#).

¹¹ Carlo BASTASIN, Manuel MISCHITELLI and Gianni TONIOLO — Living with high public debt: Italy 1861-2018. [Link](#).

¹² Reinhart, Carmen, and Jacob Kirkegaard. "Financial repression: Then and now." CERP. March 26, 2012. [Link](#).

¹³ Mullin, John. "A Look Back at Financial Repression." Federal Reserve Bank of Richmond. [Link](#).

¹⁴ Acalin, Julie, and Laurence Ball. Did the U.S. really grow its way out of its WWII debt? CERP. February 3, 2023. [Link](#).

¹⁵ What the aftermath of WW2 can teach us about where taxes are heading now. Bluesky. [Link](#).

¹⁶ Sustainability of Public Debt in Germany, Burret et al., 2013 –Historical Considerations and Time Series Evidence [Link](#)

¹⁷ Hughes, Michael L. "Hard Heads, Soft Money? West German Ambivalence about Currency Reform, 1944-1948." German Studies Review. Vol.21. № 2. May 1998. [Link](#).

перевищувати 3%).¹⁸ Реструктурували борги також і Франція рамках двосторонньої угоди зі Сполученими Штатами. Угода Блюма-Бірнса передбачала реструктуризацію боргу країни перед США із списанням 2 млрд дол. США, зниження відсоткових ставок та продовження строку погашення.¹⁹

Іншим фактором зменшення боргового навантаження стало **економічне зростання**. Німецьке «Диво на Рейні» принесло середньорічні темпи зростання економіки у 7,5% у 1950-ті роки. Високі темпи економічного зростання мали і Франція, й Італія (у середньому 5-6% щороку у 1950-1960-х роках). Це зменшило співвідношення боргу до розміру економіки і виплати стали легшими для бюджетів.^{20,21}

Крім цього, зменшенню боргового навантаженню країн Європи сприяла **фінансова допомога у рамках плану Маршалла** - маніфестація зацікавленості із боку США у реконструкції та довгостроковому відновленні Європи. Наприклад, Велика Британія майже всю суму залучених коштів (3,1 з 3,2 млрд дол. або 97%) спрямувала на виплати за боргом.²²

3.2. РЕПАРАЦІЇ ЯК ДЖЕРЕЛО ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

Після закінчення Другої світової війни, у ході Постдамської конференції в 1945 році Німеччина була зобов'язана виплати репарації низці європейських країн, серед яких Чехословаччина, Данія, Франція, Греція, Нідерланди, Велика Британія, США, Югославія тощо. Також, до цього списку входила Польща, але в серпні 1953 року, через тиск СРСР відмовилися від свого права на подальші військові репарації від Східної Німеччини.²³ Ці репарації виплачувалися у вигляді промислових машин, обладнання й ресурсів.²⁴

Також, згідно з Договору про мир, укладеного 10-го лютого 1947 році в Парижі, Італія – як країна-агресор - зобов'язалася виплатити репарації в розмірі 360 млн дол. (125 млн – Югославії, 105 млн – Греції, 100 млн – СРСР, 25 млн – Ефіопії та 5 млн – Албанії). Ці кошти виплачувалися протягом 7-ми років переважно у вигляді машин, обладнання, які надходили до цих країн та застосовувалася для відновлення та розвитку інфраструктури.²⁵

У випадку з Югославією завдані збитки оцінювалися в розмірі 9,15 млрд дол., що дорівнювало близько 50% національного багатства. Однак, країна отримала менше 1% своїх оцінених збитків від Німеччини і лише 125 млн дол., що дорівнювало 1,4% її збитків.²⁶ Водночас, США, розуміючи важливість Югославії у глобальній "холодній війні", запропонували країні додаткову фінансову допомогу в розмірі 50 млн дол. за Актом про термінову допомогу Югославії 1950 року, а через рік - військову допомогу відповідно до Акта

¹⁸ The economic consequences of the London Debt Agreement, Galofre-Vila et al, 2018, European Review of Economic History, 23. [Link](#)

¹⁹ Blum-Byrnes Agreement. Icff.co.uk. [Link](#).

²⁰ Bianchi, Nicola, and Michela Giorcelli. "Reconstruction Aid, Public Infrastructure, and Economic Development: The Case of the Marshall Plan in Italy." NBER. December 2021. [Link](#).

²¹ History of the European Union 1945-59. EU. [Link](#).

²² Тоні, Джадт. Після війни. Історія Європи від 1945 року. Наш Формат. 2020. 928 с.

²³ "The legal questions behind Poland's claim for war reparations from Germany." Notes from Poland. September 9, 2022. [Link](#).

²⁴ Agreement on reparation from Germany, on the establishment of an Inter-Allied Reparation Agency and on the restitution of monetary gold. United Nations Treaty Services. [Link](#).

²⁵ Treaty of Peace between the Allied and Associated Powers and Italy. February 10, 1947. [Link](#).

²⁶ Lajbenschperger, Nenad. "Yugoslavia and reparation after second world war." LIMESplus. № 2-3. 2018. [Link](#).

про взаємну безпеку. Таким чином, вже у 1953 році дефіцит бюджету Югославії було покрито за рахунок допомоги від США.²⁷ Але не за рахунок репарацій.

Радянський Союз отримав репарації від Угорщини та Румунії, як колишніх союзників Гітлера. У 1948 році румунські репарації становили 15% національного прибутку, а угорські - 17%. За підрахунками, до кінця 50-х років ХХ століття, Радянський Союз отримав значно більше від НДР, Румунії та Угорщини, ніж витратив на контроль цих країн. У Чехословаччині надходження врівноважували витрати. Допомога Болгарії та особливо Польщі у період з 1945 по 1960 роки, ймовірно, коштувала Москві значно більше, ніж вони повертали через торгівлю та інші доходи.²⁸

Після поразки Іраку в Перській затоці в 1991 році, ООН зобов'язав Ірак виплатити Кувейту 52,4 млн дол. Спочатку платежі здійснювалися з 30% частки експортних нафтових доходів Іраку. Згодом цю частку декілька разів скорочували і в 2017 році – вона зменшилася до 3%. Виплата репарацій зайняла 31 рік (лише в лютому 2022 року Ірак здійснив останній свій платіж)²⁹ через їх тимчасове припинення в 2014-2018 роках.³⁰

Проте, репарації для постколоніальних країн, переважно розташованих у Африці – завдання, яке до сих пір не вирішено. У 2013 році Британія виплатила 30 млн дол. кенійцям, які пережили британські репресії у 1950-х роках у Кенії, після 4-ри річного судового процесу.³¹ Тільки у 2022 році, більше ніж після 100 років геноциду над намібійцями, Німеччина погодилася виплатити Намібії 1,1 млрд євро репарацій.³² Але це тільки одиничні випадки визнання своєї вини і виплати репарацій – інші країни так і не змогли домогтися компенсацій від країн, у залежності яких вони перебували раніше. Яскравим прикладом цього є країни Карибського басейну, які вже майже десять років вимагають репарації від європейських країн,³³ але поки безуспішно. Також, Ямайка вимагає 10,6 млрд дол. від Великої Британії, а Бурунді – 43 млрд дол. від Німеччини та Бельгії. Але вони навряд чи будуть врегульовані через відсутність політичного тиску з боку колишньої колоніальної держави або дипломатичного стимулу.³⁴

3.3. ГРАНТИ ЯК ДОВГОСТРОКОВЕ ДЖЕРЕЛО ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

Безповоротна грошова допомога (гранти) - інструмент для покриття дефіциту бюджету без збільшення боргового навантаження країни.

²⁷ Тоні, Джадт. Після війни. Історія Європи від 1945 року. Наш Формат. 2020. 928 с.

²⁸ Тоні, Джадт. Після війни. Історія Європи від 1945 року. Наш Формат. 2020. 928 с.

²⁹ Iraq makes final reparation payment to Kuwait for 1990 invasion. UN News. February 9, 2022. [Link](#).

³⁰ Iraq pays last chunk of \$52.4 billion Gulf War reparation. Reuters. February 9, 2022. [Link](#).

³¹ Cowell, Alan. "Britain to Compensate Kenya Victims of Colonial-Era Torture." The New York Times. June 6, 2013. [Link](#).

³² Kaledzi, Isaac. "Africa revives push for colonial-era reparations." DW. April 8, 2022. [Link](#).

³³ Kedmev, Dan. "14 Caribbean Nations Sue Former Colonizers for Slave Trade." TIME. March 11, 2014. [Link](#).

³⁴ Fisher, Max. "The Long Road Ahead for Colonial Reparations." The New York Times. August 27, 2022. [Link](#).

Ізраїль є однією з тих країн, який від своєї незалежності знаходиться у постійному збройному конфлікті з низкою арабських країн, але спромігся знизити рівень відношення свого державного боргу до ВВП зі 160% у середині 1980-х років до 60,9% у 2022 році.^{35,36}

Найбільше цьому сприяла фінансова безповоротна допомога США. Вони надали 158 млрд дол. (кошти йшли як на забезпечення економічної стабільності, так і на оборонні потреби) з 1948 по 2022 роки,³⁷ а також взаємодія з МВФ у 1992 році та Світовим Банком. У період з 1991 по 2003 роки сума грантів від США щорічно у цей період складала близько 3,5 млрд дол. США, що відповідало 2,5% ВВП та 6,5% доходів бюджету.^{38,39} Вже в наступні роки та до 2021, частка грантів по відношенню до ВВП почала скорочуватися до 1-1,5%, а по відношенню до бюджету – гранти у середньому відповідали 3-4%.^{40,41,42,43,44}

Але треба визнати, що Ізраїль - єдиний відомий нам приклад держави із достойним рівнем розвитку, яка успішно використовувала грантове фінансування у таких обсягах.

3.4. МІЖНАРОДНІ ІНІЦІАТИВИ

3.4.1. ОБМІН DEBT-FOR-CLIMATE

Одним з найперспективніших способів зменшення боргового навантаження країн-боржників та, водночас, сприяння реалізації екологічних проєктів, є обмін (своп) «борг на клімат» (Debt-for-climate swaps, DfC). Це такий тип боргових свопів, за умовами яких кредитор списує борг в обмін на зобов'язання країни-боржника інвестувати кошти в місцеві проєкти з боротьби зі зміною клімату.

DfC дозволяють країнам-боржникам зменшити боргове навантаження та вивільнити фіскальні ресурси на зелені інвестиції.⁴⁵ Ще однією перевагою DfC для країни-боржника є те, що вивільнені кошти спрямовуються на фінансування проєктів всередині країни – це водночас стимулює економіку та прибирає необхідність купувати іноземну валюту для виплати боргу. Для кредиторів DfC є вигідними з двох причин: по-перше, зменшення боргового навантаження на боржника потенційно збільшить ймовірність виплати решти боргу; по-друге, кредитор може записати суму списаного в рамках DfC боргу як свій внесок у кліматичні фінанси чи допомогу в цілях розвитку.⁴⁶

³⁵ Israel Review of the Financial System. OECD. September, 2011. [Link](#).

³⁶ Israel Government Debt to GDP. *Trading Economics*. Accessed on January 16, 2023. [Link](#).

³⁷ U.S. Foreign Aid to Israel. Congressional Research Service. March 1, 2023. [Link](#).

³⁸ Israel: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation. IMF. April 21, 2000. [Link](#).

³⁹ Israel: 2003 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. IMF Country Report № 158. June 2004. [Link](#).

⁴⁰ Israel: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation. IMF. January 27, 2010. [Link](#).

⁴¹ Israel: Article IV Consultation-Press-Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Israel. IMF. September 16, 2015. [Link](#).

⁴² Israel: 2002 Article IV Consultation – Press Release and Staff Report. IMF Country Report № 81. March 21, 2022. [Link](#).

⁴³ U.S. Foreign Aid to Israel: Total Aid (1949-Present). Jewish Virtual Library. [Link](#).

⁴⁴ GDP (current US\$) – Israel. The World Bank Data. [Link](#).

⁴⁵ Debt for Climate Swaps Supporting a sustainable recovery – Climate Policy Initiative. [Link](#)

⁴⁶ Debt-for-climate swaps Developing countries – IKEM. [Link](#)

Обмін «борг на клімат» - не нова концепція. Своїми витокami DfC сягають 1980-х років, коли вперше почали застосовувати свої «борг на природу» (Debt-for-nature swaps, DfN). Відмінністю цього типу обміну від «борг на клімат» є його більша сфокусованість на екологічних проектах зі збереження довкілля. DfC є ширшим концептом, і проекти обміну «борг на клімат» можуть бути спрямовані на інші кліматичні проекти – наприклад, розвиток зеленої енергетики.

Існує дві моделі реалізації обміну «борг на клімат». Перша, базова модель передбачає прямі переговори між кредитором та боржником: в обмін на скасування боргу боржник зобов'язується інвестувати кошти в певний захід боротьби зі зміною клімату. Друга, тристороння модель, передбачає наявність посередника: як правило, неурядової організації, яка викупує борг у кредитора за ринковою вартістю та списує його в обмін на зобов'язання боржника інвестувати в боротьбу зі зміною клімату. Тристороння модель є менш гнучкою, оскільки передбачає необхідність участі посередника, та здатна залучити менші обсяги коштів на екологічні проекти. Тристороння модель була характерною для обмінів «борг на природу»; базова модель більш характерна для свопів DfC, такі обміни можуть бути більш масштабними.⁴⁷

Базова модель обміну «борг на клімат»:



Тристороння модель обміну «борг на клімат»:



Джерело: IKEM⁴⁸

⁴⁷ Debt for Climate Swaps Supporting a sustainable recovery – Climate Policy Initiative. [Link](#).

⁴⁸ Debt-for-climate swaps Developing countries – IKEM. [Link](#).

Перший успішний обмін «борг на природу» відбувся у Болівії у 1987 році. Тоді НКО «Міжнародне товариство збереження природи» на вторинному ринку придбала 650 тис дол. болівійського боргу та скасувала цей борг в обмін на зобов'язання Болівії посилити захист місцевого біосферного заповідника Бені та спрямувати 250 тис дол. на забезпечення діяльності заповідника.⁴⁵⁵ Одним з останніх успішних прикладів реалізації обміну DfN є кейс Сейшельських островів: американська НКО «The Nature Conservancy» викупила на ринку та списала майже 22 млн дол. сейшельських боргів в обмін на посилення захисту територіальних вод Сейшелів. За 5 років площа вод під захистом зростає з 0,04% до 30% від територіальних вод країни – це дозволило зберегти від знищення цінні коралові рифи та ряд рідкісних видів ссавців.⁴⁹

Водночас критики зазначають, що з 1980-х років обміни «борг на природу» згенерували лише трохи більше 1 мільярда доларів США на екологічні проекти, що є недостатнім для повноцінних змін на краще.⁵⁰

Пропозиції щодо імплементації обмінів «борг на клімат» лунають дедалі частіше. Особливо популярною ідея є у малих острівних країнах, що розвиваються, оскільки проблема зміни клімату є вкрай гострою для них через загрозу затоплення внаслідок підвищення рівня Світового океану. DfC-свопи для таких країн називають одним з найперспективніших способів фінансування проектів з боротьби зі зміною клімату, оскільки вони також дозволяють вивільнити фіскальні ресурси на інші гострі потреби, як-то охорона здоров'я чи освіта.^{51,52} Імплементацію debt-for-Climate swaps для країн Карибського басейну обговорюють на регіональному рівні в рамках подій Співдружності Націй.⁵³ На міжнародному рівні широкомасштабне запровадження обмінів «борг на клімат» для підтримки імплементації домовленостей Паризької Угоди підтримує ООН.⁵⁴ За наявною інформацією, про свою спільну підтримку DfC-свопів мали оголосити Світовий Банк та МВФ на кліматичному форумі COP26, проте установи вирішили «продовжити дискусію».^{55,56} Натомість про свою підтримку обмінів «борг на клімат» на COP26 оголосив президент Аргентини.⁵⁷

3.4.2. ІНІЦІАТИВА BRADY BONDS

У березні 1989 року Міністр фінансів США Ніколас Брейді започаткував debt relief програму, що отримала назву План Брейді (Brady Plan). Її суть полягала у масштабній реструктуризації боргів 16 країн з середнім рівнем доходу, 11 з яких – у Латинській Америці. Приватні кредитори погодилися списати частину боргів (у середньому 35%) країн-боржників; натомість вони від боржників отримують спеціальні облигації, якими можна було вільно торгувати. У якості застави використали 30-літні цінні папери Казначейства США, випущені спеціально для імплементації Плану Брейді. Першою країною, що скористалася

⁴⁹ The deal that saved Seychelles' troubled waters – BBC. [Link](#)

⁵⁰ IMF struggling over long-awaited 'green debt swap' push as COP26 nears. [Link](#)

⁵¹ Debt for Climate Swaps: Caribbean Outlook. [Link](#)

⁵² Debt-for-climate swaps for small islands. [Link](#)

⁵³ Debt-for-Climate Swaps Innovative Financial Instruments for Public Debt Management in the Caribbean. [Link](#)

⁵⁴ Debt-for-Climate Swaps as a Tool to Support the Implementation of the Paris Agreement. [Link](#)

⁵⁵ Erdogan says Turkey signed \$3.2 bln green climate fund deal. Reuters. October 27, 2021. [Link](#)

⁵⁶ It is Time for Middle-Income Countries to Be Part of Debt Relief Initiatives for a Green and Inclusive Recovery: Alicia Bárcena. CEPAL. June 28, 2021. [Link](#)

⁵⁷ In his speech at COP26, Alberto Fernández pressured the IMF for a “debt swap to finance climate actions.” [Link](#)

механізмом Плану Брейді, стала Мексика у вересні 1993 року; інші країни долучалися поступово протягом першої половини 1990-х років. Обов'язковою умовою участі країни у Плані було зобов'язання уряду проводити визначені у процесі переговорів необхідні економічні реформи. Загалом, План Брейді спрацював доволі успішно: країнам-учасникам списали близько 60 млрд дол. боргів, також протягом 5 років після врегулювання боргових питань країни сукупно отримали 210 млрд дол. припливу капіталу – до того практично в усіх країнах спостерігався відтік фінансування та інвестицій.⁵⁸

Результати Плану Брейді є яскравою ілюстрацією прямого та непрямого ефекту debt relief. Прямий полягає у власне списанні боргу та вивільненні фіскальних ресурсів; непрямий – у «перезавантаженні» репутації країни та збільшенні фінансування (у т.ч. кредитного). У країнах-учасниках Плану Брейді непрямий ефект від debt relief був утричі більшим за прямий, що свідчить про більшу його значущість. Це відбувається зокрема через наявність ефекту debt overhang, коли боргове навантаження країни є настільки великим, що уряд має проблеми із залученням нового фінансування. Негативний вплив debt overhang на макrorівні теоретично досліджують з 1980-х років, зокрема у роботах економістів Пола Кругмана та Джеффри Сакса;⁵⁹ у подальшому наявність цього зв'язку була підтверджена і емпірично.⁶⁰

3.4.3. ІНІЦІАТИВА НІРС

Наступним після Brady Bonds етапом debt relief стала ініціатива з полегшення боргового навантаження для бідних країн із високим боргом - Heavily Indebted Poor Countries (HIPC), - започаткована у 1996. Brady Plan був спрямований на країни з середнім рівнем доходу, що опинилися у борговій кризі внаслідок надмірного кредитування у 1970-1980-ті роки та подальшого падіння цін на ресурси.⁶¹ Ініціатива НІРС же стосувалася найбідніших країн світу, які систематично перебували у стані боргової кризи, що погіршувало здатність їхніх урядів фінансувати такі ключові галузі, як освіта та охорона здоров'я.

За роки діяльності ініціативи повне чи часткове скасування боргу на загальну суму 76 млрд дол. (у середньому 65% боргів) було надано 37 країнам, 31 з яких – у Африці.⁶² У 2006 році в рамках парадигми ініціативи НІРС запрацювала нова програма Ініціативи багатостороннього зменшення боргу - Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI), - організаторами якої виступили країни G8. MDRI стала розширенням НІРС: було домовлено про списання боргу на 55 млрд дол., ще 5 млрд дол. на програму виділив МВФ.⁶³

Більшість експертів погоджуються, що План Брейді спрацював успішно, однак ставлення наукової спільноти до НІРС та MDRI є значно більш скептичним. Програми мали низку проблем. На початку ініціативи НІРС рішення про допуск певної країни до участі у програмі радше базувалося на політичній раціональності, ніж на економічній – debt relief надавали не тим країнам, які б отримали найбільшу економічну користь від цього, а які б надали найбільші політичні дивіденди країнам-кредиторам.⁶⁴ Debt relief за цими програмами не мав значного впливу на економічне зростання, інвестиції та прямі іноземні

⁵⁸ Debt Relief (2006). [Link](#)

⁵⁹ Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. [Link](#).

⁶⁰ Aid, Debt Relief and New Sources of Finance for Meeting the Millenium Development Goals. [Link](#)

⁶¹ Latin American Debt Crisis of the 1980s. [Link](#)

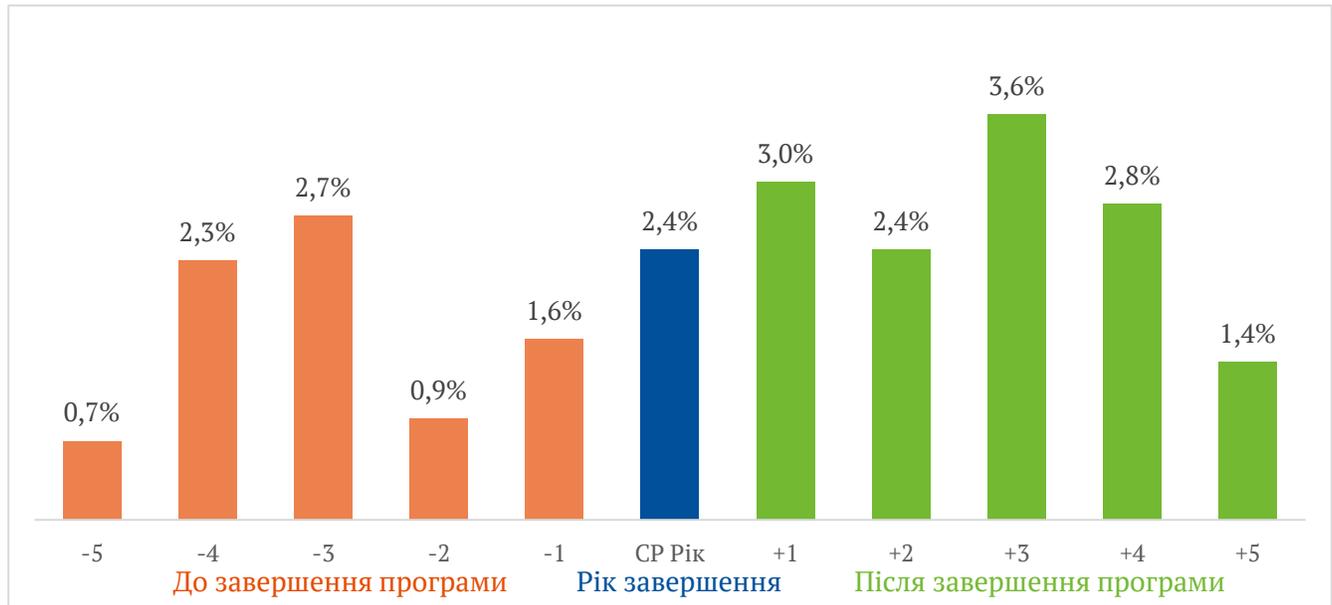
⁶² Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. [Link](#)

⁶³ Multilateral Debt Relief Initiative – Q&A. [Link](#)

⁶⁴ Debt Relief and Governance Quality in Developing Countries. [Link](#)

інвестиції, однак сприяв покращенню практик державного управління за рахунок вбудовування вимог інституційних реформ в умови надання debt relief.⁶⁵

Рисунок 2. Середнє зростання ВВП на душу населення у країнах-учасниках НІРС у рік завершення debt relief (СР Рік), протягом 5 років до та 5 років після, %



Джерело: IMF⁶⁶

Середнє зростання ВВП на душу населення у країнах-учасниках ініціативи НІРС протягом 5 років після досягнення ними точки завершення програми (completion point, CP) складало приблизно 2,6% на рік, що тільки на 1 п.п. більше, ніж середнє щорічне зростання у п'ятирічний період перед досягненням completion point (Рисунок 1). Немає емпіричного підтвердження позитивного впливу debt relief на інвестиції у країни НІРС. Підвищення темпів зростання ВВП пов'язують не стільки з прямим ефектом debt relief, як з позитивними наслідками економічних, політичних та соціальних реформ, проведення яких було умовою участі країн в ініціативі НІРС.⁶⁷

⁶⁵ Debt-Relief Effectiveness and Institution-Building. [Link](#)

⁶⁶ Does Lower Debt Buy Higher Growth? The Impact of Debt Relief Initiatives on Growth. IMF. December 18, 2014. [Link](#).

⁶⁷ Does Lower Debt Buy Higher Growth? The Impact of Debt Relief Initiatives on Growth. [Link](#)

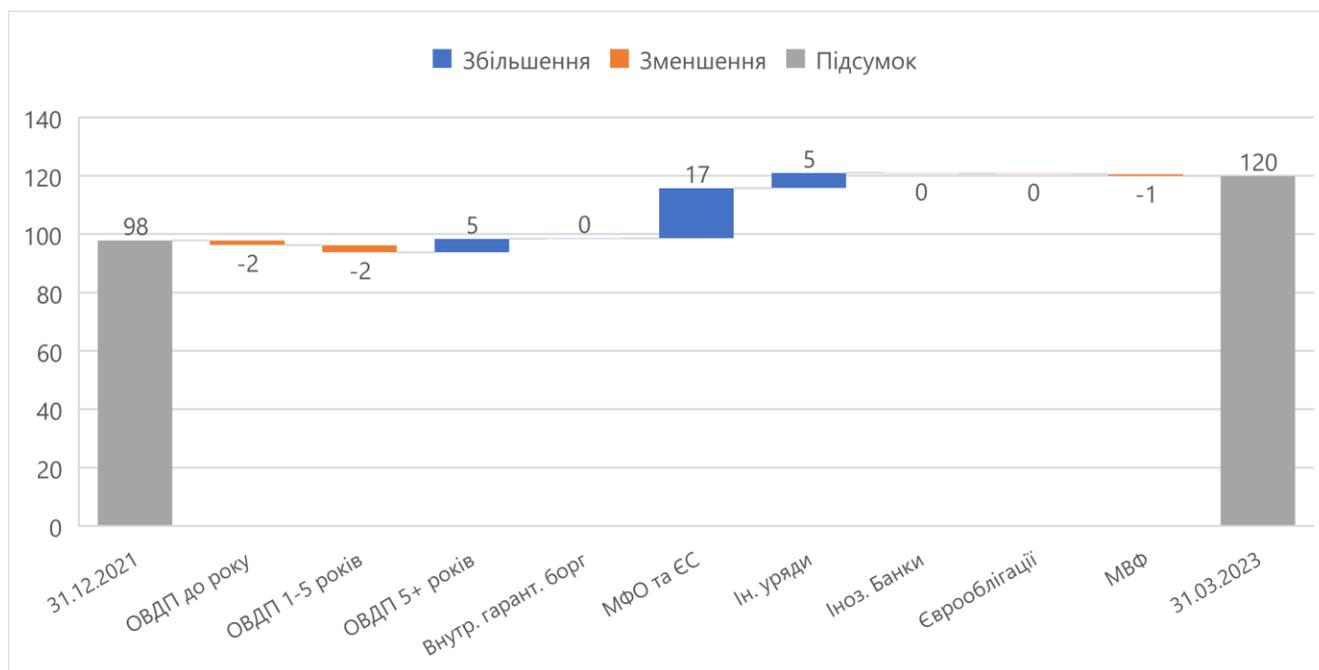
4. УКРАЇНА. СИТУАЦІЯ З ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

4.1. БОРГОВА СИТУАЦІЯ В 2023 РОЦІ

В 2015-2019 роках Україна наслідувала зважену бюджетну та боргову політики, переслідуючи ціль збереження дефіциту бюджету на рівні до 3% ВВП та намагаючись утримувати первинний (до виплати відсотків) профіцит бюджету, і знизила своє боргове навантаження із 79% ВВП до 49% ВВП⁶⁸. А у 2022 році почалася повномасштабна війна.

За рік фінансування над-високих для України воєнних видатків та пов'язано із ними бюджетного дефіциту (16,3% ВВП у 2022 році)⁶⁹, загальна сума державного та гарантованого боргу зростає до 120 млрд дол. Україна не мала ані доступу до зовнішнього ринку, ані ресурсу на ринку внутрішньому, тому зросли зобов'язання уряду перед НБУ, оформлені через довгострокові ОВДП (емісійне фінансування), а також зовнішній борг — з 48 млрд дол. у 2021 році до 71 млрд дол. станом на 31 березня 2023 року через те, що фінансова допомога від західних партнерів, не завжди була у грантовій формі.⁷⁰

Рисунок 3. Зміна обсягів державного та гарантованого* боргу за категоріями, з 31 грудня 2021 року по 31 березня 2023, млрд дол.



Джерело: Міністерство фінансів, *до боргу перед МФО, ін. урядами, іноз банками, єврооблігацій та боргу перед МВФ включено гарантований борг

⁶⁸ Детальніше - див Додатки 6.1 та 6.2 для огляду історичної ситуації із держборгом.

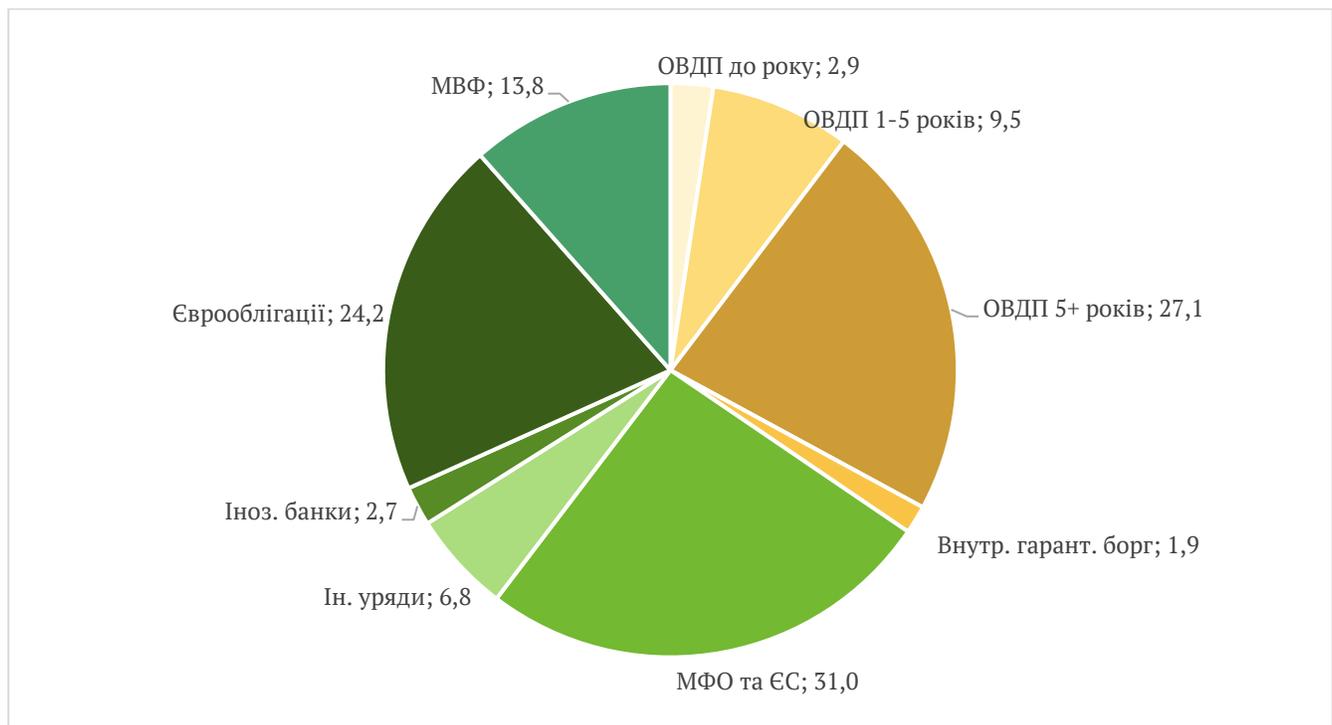
⁶⁹ Інфляційни звіт, квітень 2023 року. НБУ. Травень 4, 2023. [Link](#).

⁷⁰ «Державний та гарантований державною борг України за станом на 31.03.2023». Міністерство фінансів України. [Link](#).

До того ж, майже на третину впала економіка країни - втрата 12% (20% на піку вторгнення) територій 2021 року, масова міграція населення, брутальні обстріли міст та енергетичної інфраструктури та багатократне зростання ризиків ведення бізнесу спричинили падіння ВВП на 29% у 2022 році. Девальвація гривні спричинила переоцінку вартості боргу, номінованого у валюті. У підсумку на кінець 2022 року, державний та гарантований борг у відношенні до ВВП складав 78%.⁷¹

Великий обсяг фінансової міжнародної підтримки у формі грантів (17,7 млрд дол. із січня 2022 року по березень 2023)⁷² дозволив уповільнити зростання боргового навантаження, що в іншому випадку перевищило би 86%.

Рисунок 4. Державний та гарантований боргу України, станом на 31 березня 2023 року, млрд дол.



Джерело: Міністерство фінансів України⁷³

Станом на кінець березня, зовнішній борг становив близько 65% державного та гарантованого боргу. Більше половини його це пільгові довгострокові кредити від донорів та іноземних країн (ЄС, МБРР, МВФ, Канада та ЄІБ – найбільші кредитори нашої держави), що надаються на винятково вигідних умовах з терміном погашення до 35 років, пільговими періодами на погашення тіла кредиту до 10 років та під

⁷¹ «Держборг України за рік зріс до 78,5% ВВП - Мінфін». Укрінформ. Квітень 20, 2023. [Link](#).

⁷² Статистика НБУ про доходи державного бюджету. [Link](#).

⁷³ «Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.03.2023.» Міністерство фінансів України. [Link](#). 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 [Link](#)

низькі процентні ставки (детальніше з умовами кредитів можна ознайомитися у Додатку 6.3).^{74,75,76} Також, є заборгованість за єврооблігаціями та комерційні кредити банків та інших іноземних фінансових установ. Найбільшим внутрішнім кредитором уряду, що тримає майже половину ОВДП, є Національний банк⁷⁷, іще близько 30% тримають державні банки⁷⁸, решта розподілена між приватними комерційними банками, компаніями, нерезидентами та українським населенням.

4.2. УКРАЇНА ТА МВФ

Борг України перед Міжнародним валютним фондом (МВФ) за даними Міністерства фінансів станом на 31 березня 2023 року становив майже 14 млрд дол.⁷⁹ Цього року вперше за свою історію МВФ поступився правилом не кредитувати країни у стані високої невизначеності по стійкості боргу⁸⁰. Для цього йому довелося у березні 2023 року змінити власні правила⁸¹.

МВФ мав вирішальне значення для підтримки економічного розвитку та стабільності в Україні багато років. Після вступу до МВФ в 1994 році Україна стала одним з найбільших боржників Фонду, запозичивши у сукупності понад 36,6 млрд SDR (48,8 млрд дол. станом на квітень 2023 року). Роль МВФ стала ще важливішою в умовах війни, оскільки існування програми із Фондом та його оцінки потреб України є важливою складовою довіри інших донорів, які надають фінансову допомогу нашій країні.

Україна в основному отримувала кошти від Міжнародного валютного фонду через Stand-By угоди. У березні 2022 року українська влада надала запит на припинення угоди від червня 2020 року, щоб відкрити шлях для екстреної позики через RFI (Rapid Financing Instrument). Вже наприкінці березня 2023 року було погоджено програму розширеного фінансування обсягом 15,6 млрд дол. терміном на 4 роки.⁸² Проте, ситуація з Україною є винятковою.

Якщо розбиратися на прикладі інших країн, з якими перешкодами вони можуть стикнутися на шляху отримання програми, можна виокремити 3 основні проблеми, які вирішуються у рамках політик Фонду:

- **Політика надання позик при наявності прострочених заборгованостей** - якщо країна не веде належні переговори з кредиторами, Фонд може не надавати фінансування.
- **Політика стійкості боргу** - МВФ проводить аналіз стійкості боргу та визначає, чи є економічно і політично доцільним для країни його обслуговувати та повертати.

⁷⁴ «Головне про державний борг у 2022 році та прогнози щодо боргової ситуації на 2023-й». delo.ua. [Link](#).

⁷⁵ Regulation establishing an instrument for providing support for Ukraine for 2023. Council of the EU. [Link](#).

⁷⁶ Memorandum of understanding between The European Union as a Lender and Ukraine as Borrower. European Commission. [Link](#).

⁷⁷ НБУ, ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу [Link](#)

⁷⁸ НБУ, Згруповані балансові залишки (у розрізі банків) [Link](#)

⁷⁹ «Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.03.2023». Міністерство фінансів України. [Link](#).

⁸⁰ Unpacking Ukraine's New IMF Program, O. Betliy, Carnegie, 2023 [Link](#)

⁸¹ Changes to the Fund's Financing Assurances Policy in the Context Of Fund Upper Credit Tranche (UCT) Financing Under Exceptionally High Uncertainty [Link](#)

⁸² «Рада директорів МВФ ухвалила програму розширеного фінансування для України обсягом 15,6 млрд дол. США та затвердила перший транш у сумі 2,7 млрд дол. США.» НБУ. Березень 31, 2023. [Link](#).

- **Політика зобов'язань (conditionalities)** - Фонд змушує уряд країни погоджуватись на певні умови та зобов'язання, які можуть бути достатньо суворими та непопулярними.

Політика із відсутності затримок у погашенні боргів передбачала, що Фонд не міг надавати країні кредити у разі простроченої заборгованості перед кредиторами. Однак з часом цей підхід змінився, і тепер Фонд може надавати кредити країні, яка перебуває в дефолті, обходячи одного кредитора або невелику групу кредиторів. Політика Фонду щодо офіційних двосторонніх кредиторів у цьому питанні називається "Кредитування в стані офіційної заборгованості". Для захисту своїх інтересів Фонд встановив набір загальних критеріїв для надання кредиту країні з заборгованістю, включаючи важливість швидкої фінансової підтримки, відповідність політик цілям вирішення питань заборгованості, і **добросовісні зусилля боржника**. З 2015 року цю політику застосовували для проведення реструктуризації боргів без згоди кредиторів у 7 випадках, включаючи Грецію, Україну, Аргентину.

Кредитування у разі прострочення заборгованості: Україна, 2015 рік:

Політика надання позик країнам з простроченою заборгованістю застосовувалася для проведення реструктуризації боргу без згоди кредиторів у 7 випадках, включаючи випадок України проти Росії (сумнозв'язний "борг Януковича", коли, ймовірно в обмін на відмову від підписання Угоди про Асоціацію з ЄС, він залучив 3 млрд дол. США коштів від росії, а згодом втік з країни після тривалих про-європейських та антикорупційних протестів під час революції Майдану 2013-2014). Фонд запровадив нову політику в 2015 році⁸³, коли Росія відмовилася від участі в реструктуризації єврооблігацій, і Україна заявила про дефолт за ними у грудні того ж року.⁸⁴ Тоді МВФ вирішив виділити кошти, незважаючи на спірну прострочену заборгованість, оскільки це було необхідно для збереження достатнього рівня резервів та уникнення глибокої рецесії в Україні після анексії Криму та захоплення росією частини східних областей. Україна продемонструвала добросовісність у співпраці з іншими кредиторами щодо вирішення заборгованості за приватним боргом, а Фонд не передбачив негативних наслідків для внесків Росії до Фонду.⁸⁵

Політика стійкості боргу – критична умова, який описує здатність країни обслуговувати свій борг на довготерміновій основі без ризику дефолту чи фінансової кризи. Для оцінки стійкості державного боргу країни, МВФ використовує рамковий документ "Ризик державного суверенітету та стійкості боргу" (SRDSF), який визначає рівень ризику для держави.

Фонд зазвичай неохоче надає фінансову підтримку країнам з нестійким боргом, оскільки це може сприяти довгостроковій фінансовій нестабільності. Як зазначено МВФ: «Країни з високими ризиками боргу повинні вирішувати ці проблеми шляхом поєднання заходів по коригуванню ситуації та відновлення

⁸³ <https://www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-imf-idUSKBN0TR28Q20151208>

⁸⁴ "UKRAINE SECOND REVIEW under the EXTENDED FUND FACILITY and REQUESTS for WAIVERS of NON-OBSERVANCE of PERFORMANCE CRITERIA, REPHASING of ACCESS and FINANCING ASSURANCES REVIEW-PRESS RELEASE; STAFF REPORT; and STATEMENT by the EXECUTIVE DIRECTOR for UKRAINE." IMF. December 2016. [Link](#).

⁸⁵ "Occasional Paper Series the IMF's Role in Sovereign Debt Restructurings IRC Task Force on IMF and Global Financial Governance Issues." European Central Bank. September 2021. [Link](#).

зростання. Програма з підтримки МВФ може сприяти такій корекції, але Фонд може надавати позику лише члену, якщо його борг є стійким». Однак, МВФ може надавати невідкладні позики в надзвичайних обставинах, таких як криза платіжного балансу, що вимагає від країни проведення значних економічних та фінансових реформ для вирішення основних причин нестійкості боргу та запобігання майбутнім фінансовим кризам.⁸⁶

Кредитування під час нестійкості боргу, Україна, 2023:

У випадку з Україною, коли у жовтні 2022 року було опубліковано аналіз стійкості боргу України, було зафіксовано значне зростання співвідношення боргу до ВВП та збільшення обсягів фінансування. Невпевненість щодо тривалості повномасштабної війни та збитків зумовлюють надзвичайно високий рівень невизначеності середньострокового прогнозу для України. В цілому, було визначено, що борг України не є стійким й за усіма правилами МВФ не мав надавати позику Україні,⁸⁷ але були затверджені зміни до політики кредитування Фонду, які застосовуються «в ситуаціях надзвичайно високої невизначеності, включаючи екзогенні потрясіння, що знаходяться поза контролем влади країни та сфери їхньої економічної політики». Відповідно, нова EEF для України – перша і поки єдина програма у рамках цієї оновленої політики, механізмами якої в майбутньому зможуть скористатися інші країни у разі необхідності.⁸⁸

Політика зобов'язань або умов, проте, все ще стосується України, хоча й в сильно пом'якшеному вигляді. В основному, МВФ вимагає від країн-боржників провести економічні реформи з метою забезпечення можливості погасити борг перед Фондом. Як правило, вони включають жорстку фіскальну політику, незалежність центрального банку, відсутність монетизації бюджетного дефіциту, приведення цін та тарифів до ринкових рівнів та ін. умови. Кошти надаються частинами за результатами регулярних запланованих переглядів програм.

Умови програми МВФ для України, 2023:

У випадку з новою програмою розширеного кредитування Україна отримала перший транш у розмірі 2,7 млрд дол. США одразу, а решта коштів будуть надходити щоквартально у разі виконання раніше погоджених умов.

Ними стали відновлення довоєнної практики оподаткування (скасування пільгового режиму спрощеної системи оподаткування), реорганізація БЕБ, максимальна мобілізація внутрішніх джерел фінансування видатків, повернення обов'язкового декларування доходів чиновників, завершити процес формування наглядових рад державних банків, запровадити національну

⁸⁶ Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries.” IMF. Policy Paper № 2022/035. August, 2022. [Link](#).

⁸⁷ “Ukraine: Request for Purchase Under the Rapid Financing Instrument -Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine.” IMF. October 19, 2022. [Link](#).

⁸⁸ “IMF Executive Board Concludes Changes to the Fund`s Financing Assurances Policy in the Context of Fund Upper Credit Tranche Financing Under Exceptionally High Uncertainty.” IMF. March 17, 2023. [Link](#).

4.3. ЩО ЧЕКАЄ НА УКРАЇНУ?

Згідно із Законом України про Державний бюджет, в 2023 році граничний обсяг державного боргу складе 6,2 трлн грн⁹⁰ або 152,3 млрд дол. за прогнозованим курсом МВФ (1 дол. = 40,7 грн).⁹¹ За оцінками МВФ, на кінець 2022 року відношення державного боргу до ВВП мало скласти 81,7% (згідно даних Мінфіну держборг України зріс до 78,5% ВВП)⁹², а в 2023 році зросте до 98,3%.⁹³ Тож поки що завдяки ЗСУ, стійкості українців, допомозі донорів, та політикам уряду і Нацбанку, Україна рухається за більш оптимістичною траєкторією.

Держава витрачає більше половини коштів на оборону та безпеку, і власних надходжень (податкових та неподаткових) вистачає лише на їх покриття. Щоб профінансувати усі інші сфери (держуправління, освіта, медицина та інші), уряд вдається до залучення коштів у вигляді грантів та запозичень.⁹⁴

Україна вступила у 2023 рік з рекордним за історію незалежності дефіцитом, закладеним у державному бюджеті, - близько 31,9 млрд дол. за прогнозованим курсом^{95,96} або понад 20% ВВП. У березні його розмір зріс до майже 42 млрд дол.⁹⁷ через потребу у додаткових оборонних видатках. Для покриття дефіциту та виплати боргів планується залучити значну суму допомоги від зарубіжних партнерів, (39,5 млрд дол.)⁹⁸ яка закладена консервативно у вигляді кредитів, а не грантів, тож ймовірно залучення грантової допомоги може зменшити очікуваний борг. Крім того, є потреба в 17 млрд дол. на проекти швидкого відновлення.⁹⁹

За оцінками МВФ, щомісячні потреби у фінансуванні Державного бюджету донорами складатимуть приблизно від 3 до 4 млрд дол.^{100,101} Фінансування за рахунок друку гривні не планується - за словами

⁸⁹ "Combined SPC PA SB." IMF. MONA Full Dataset (2002-current). [Link](#).

⁹⁰ Закон України «Про Державний бюджет України на 2023 рік». [Link](#).

⁹¹ World Economic Outlook. A Rocky Recovery. April 2023. IMF. [Link](#).

⁹² "Держборг України у 2022 році зріс до 78,5% ВВП – Мінфін." Interfax. Квітень 20, 2023. [Link](#).

⁹³ "Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine." IMF. March 31, 2023. [Link](#).

⁹⁴ Вінокуров, Ярослав. «Державний борг України перевищить 100% ВВП. Що це означає?» *Економічна Правда*. Жовтень 25, 2022. [Link](#).

⁹⁵ Закон України «Про Державний бюджет України на 2023 рік». [Link](#).

⁹⁶ За оцінками МВФ, обмінний курс на кінець 2023 року складатиме 40,7 грн за 1 дол. США - World Economic Outlook. A Rocky Recovery. April 2023. IMF. [Link](#).

⁹⁷ "Дефіцит бюджету після ухвалення закону про збільшення видатків складе 1,7 трильйона грн – депутат." Суспільне Новини. Березень 15, 2023. [Link](#).

⁹⁸ "Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine." IMF. December 21, 2022. [Link](#).

⁹⁹ «Україну мають відбудувати українці, - Юлія Свириденко». Урядовий портал. Листопад 18, 2022. [Link](#).

¹⁰⁰ "Remarks of the Managing Director at the International Expert Conference on the Recovery, Reconstruction and Modernization of Ukraine." IMF. October 25, 2022. [Link](#).

¹⁰¹ Мигаль, Марія. «Обсяги, джерела та форми грошової підтримки, яку Україна очікує отримати 2023 року від іноземних партнерів». Інститут аналітики та адвокації. Грудень 29, 2022. [Link](#).

голови НБУ й емісійні джерела будуть замінені на ті, що вже напрацьовані з точки зору доступності – активізація внутрішнього ринку запозичень й залучення міжнародного фінансування й допомоги.¹⁰²

Більшість поточних потреб на 2023 рік вже покрито: наприкінці 2022 року було погоджено макрофінансову допомогу від ЄС у розмірі 18 млрд євро на 2023 рік,¹⁰³ а також щомісячну допомогу в розмірі 1,1 млрд дол. від США через механізми Світового банку у вигляді грантів протягом 9-ти місяців.¹⁰⁴ Кредит МВФ у розмірі 15,6 млрд дол.,¹⁰⁵ що надходитиме траншами, дозволить рефінансувати борг України перед фондом.

У 2023 році Міністерство фінансів прогнозує, що Україна витратить 19,7 млрд дол. на платежі з обслуговування та погашення боргів, або 12% ВВП 2022 року (див. Рис 5). З цієї суми 7,4 млрд дол. будуть спрямовані на обслуговування, а 12,3 млрд дол. – на погашення державного боргу.

Близько 82% або еквівалент 16,2 млрд дол США у 2023 році піде на виплати внутрішнім кредиторам – НБУ, державним та приватним банкам та іншим власникам облігацій. Наступні роки платежі з обслуговування внутрішнього боргу також будуть істотними – адже держава позичала в гривні в ОВДП під високий відсоток (середньозважена ставка – 12,7% річних у 2022 році). Короткий внутрішній борг ймовірно буде частково або повністю рефінансовано, і в наступні роки видатки на його обслуговування не знизяться суттєво, адже процентні ставки, за якими уряд розміщує ОВДП зараз, становлять 19,5% річних у гривні. Валютні ОВДП розміщуються, втім, за ставками близько 3% річних у євро та 5% річних у доларах (у 2022 році ставка за валютними ОВДП у євро – 2,7%, а в доларах – 4% річних).¹⁰⁶

Майже половина (45%) валютних та гривневих ОВДП погашається у найближчі три роки, і їх, ймовірно, частково або повністю рефінансують. В 2026-2036 роках платежі будуть тільки за гривневими облігаціями, але з тенденцією до поступового зростання в 2036 році. Оскільки більше 50% ОВДП знаходиться у власності НБУ, то виплати регулятора складають найбільшу частку. Відомо, що у 2023-2025 роках НБУ очікує отримати 6,4 млрд дол.¹⁰⁷ процентних платежів за облігаціями, які були викуплені у Мінфіну під час «друку гривні» в 2022 році.¹⁰⁸ Це відповідає 41,3% прогнозних платежів на обслуговування боргу в ці роки.¹⁰⁹ У співвідношенні до ВВП-2022 сукупні виплати за внутрішнім боргом складуть 10% ВВП у 2023 році, 6% ВВП у 2024 році та 5% ВВП у 2025 році.

¹⁰² «Збільшений дефіцит держбюджету вдасться профінансувати без емісії – голова НБУ». Interfax. Березень 16, 2023. [Link](#).

¹⁰³ Прищепа, Ярослава. «Україна та ЄС уклали меморандум про 18 млрд євро макрофіну – Шмигаль». Суспільне Новини. Січень 16, 2023. [Link](#).

¹⁰⁴ Сидоренко, Сергій. «Порятунок в обмін на реформи: за яких умов Київ отримає гроші ЄС та США у 2023 році». Європейська правда. Січень 16, 2023. [Link](#).

¹⁰⁵ «Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine.» IMF. March 31, 2024. [Link](#).

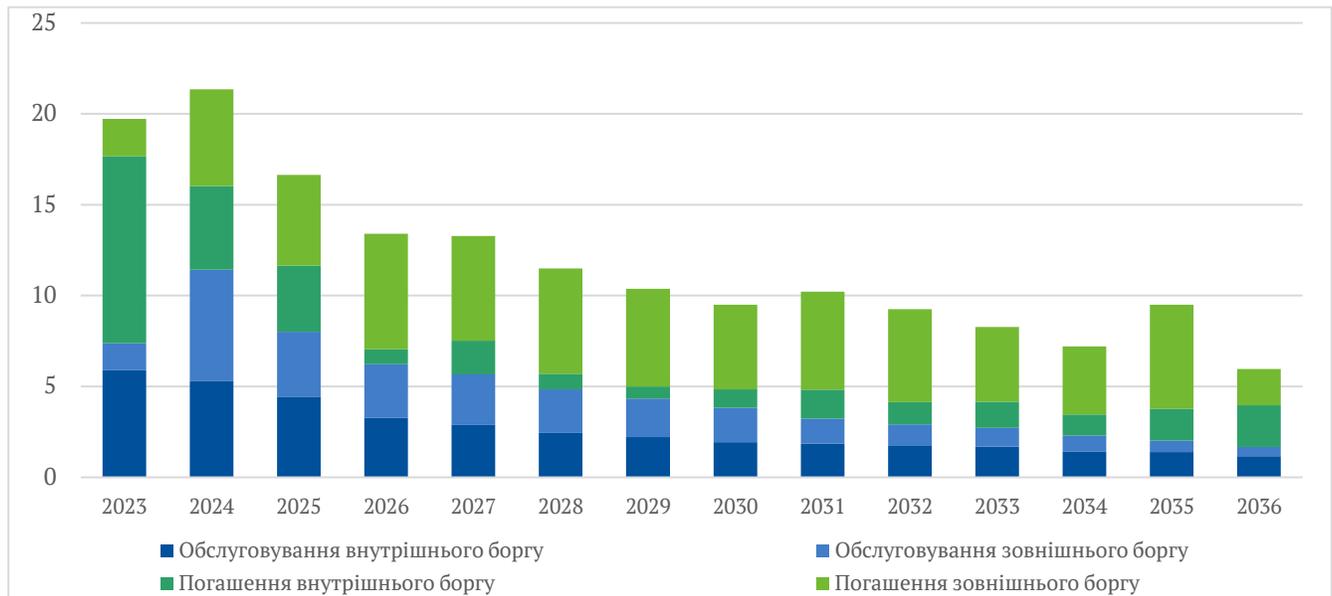
¹⁰⁶ Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця. НБУ. [Link](#).

¹⁰⁷ За поточним курсом НБУ: 1 дол. США = 36,57 грн.

¹⁰⁸ Вінокуров, Ярослав. «Ціна “друку грошей”: за 3 роки уряд може заплатити НБУ 235 млрд грн за ОВДП». Економічна Правда. Березень 27, 2023. [Link](#).

¹⁰⁹ «Прогнозні щомісячні платежі за державним боргом у 2023–2048 роках за діючими угодами станом на 01.05.2023.» Міністерство фінансів України. [Link](#).

Рисунок 5. Прогнозні річні платежі на обслуговування внутрішнього та зовнішнього державного боргу за діючими угодами станом на 1 травня 2023 року, у млрд дол. за поточним курсом



Джерело: Міністерство фінансів України¹¹⁰

На виплати за державним зовнішнім боргом в 2023 році закладено 3,55 млрд дол. - в основному це виплати відсотків та погашення боргів за позиками від міжнародних фінансових організацій:

- за позикою МВФ платежі будуть здійснюватися у СПЗ (загальна сума - 1,72 млрд дол.);
- кредитами виданих у доларах США від інших МФО (загальна сума – 1,52 млрд дол.);
- інші позики (0,31 млрд дол.).

Ситуація із зовнішнім боргом на найближчі роки непроста. У 2023 році сукупна сума витрат на обслуговування та погашення державного зовнішнього боргу становить 2% ВВП-2022 року, але вже у 2024 році припиняє дію угода "стендстіл", за якою на початку війни було заморожено виплати приватним кредиторам. Якщо нових домовленостей не буде досягнуто, то вже 2024 року Україна повинна буде сплатити 7% ВВП-2022 або 11 млрд дол. за своїми зовнішніми боргами у вигляді відсотків та тіла позики. Близько половини з цього - виплати за єврооблігаціями. Крім цього, вагому частку у виплатах на обслуговування зовнішнього боргу займають платежі за кредитами, наданими у СПЗ від МВФ, а також позики, отримані від інших МФО у євро та доларах. В середньому у 2024-2027 роках сума прогнозних платежів за зовнішніми боргами України відповідає 6% ВВП 2022 року.

Зважаючи на очікуваний дефіцит бюджету під час та одразу після війни, можна прогнозувати подальше зростання боргового навантаження та, відповідно, нагальну потребу у заходах боргової політики.

¹¹⁰ "Прогнозні щомісячні платежі за державним боргом у 2023–2048 роках за діючими угодами станом на 01.05.2023." Міністерство фінансів України. [Link](#).

5. ВИСНОВКИ

Отже, розглянувши світовий досвід та українську ситуацію, можна виокремити кілька механізмів управління державним боргом, наслідки яких ми обговорили з експертами під час глибинних інтерв'ю та розглянемо нижче.

5.1. ВИКОРИСТАННЯ РОСІЙСЬКИХ АКТИВІВ ТА РЕПАРАЦІЙ ДЛЯ ПОГАШЕННЯ БОРГІВ

Після Другої світової війни репарації від країн-агресорів виплачувалися у «натуральному» вигляді – машинах, обладнанні, робочій силі. Проте, країни не були задоволені тими коштами, які вони отримали. Наприклад, Югославія змогла отримати від Німеччини та Італії лише по 1% своїх збитків, а самі домовленості щодо репарацій займали час. Крім цього, вони виплачувалися не одномоментно, а протягом багатьох років. Тут приклад Кувейту є дуже наочним, оскільки Ірак виплачував їм кошти протягом 31 року із затримками через проблеми з бюджетом. А відмова Польщі від отримання репарацій від Німеччини через тиск СРСР в 1953 році – приклад того, що вони можуть зупинитися в будь-який момент через геополітичні причини. Водночас, приклад постколоніальних країн демонструє, що виплатам компенсацій передували важкі та тривалі переговори, часто у судах, а більшість претензій взагалі не були врегульовані.

Опитані нами експерти відзначили, що погашення зовнішнього боргу за рахунок репарацій від росії є найбільш бажаним та справедливим кроком для України, щоб знизити рівень її боргового навантаження у післявоєнний період. Агресор має заплатити за всі збитки. Проте, зрозуміло, що отримання коштів може затягнутися в часі, тому вже зараз слід активно працювати у напрямку конфіскації активів росії та її громадян в Україні, так і в дружніх до нас країн та передачі коштів Україні. За рахунок цих коштів ми зможемо частково покривати фінансові втрати держави вже зараз, якщо застосувати сек'юритизацію активів або забезпечити, щоб доходи за ними спрямовувалися на компенсацію шкоди, завданої Україні. Наразі потрібно активно пропрацювати можливі варіанти, обрати бажані та рухатися якомога оперативніше.

Тімоті Еш, асоційований науковий співробітник програми росії та Євразії в Chatham House і старший суверенний стратег Bluebay Asset Management у Лондоні, на події ЦЕС на тему «Борг України під час війни зростає. Що з ним робити далі?»:

*«Якщо є проблеми з юридичної точки зору, яким чином направити заморожені російські активи на відновлення, то можна почати хоча б із **відсотків за ними**. Можна, наприклад, за рахунок цих коштів **купити українські єврооблігації нового випуску**. Таким чином, гроші будуть передані автоматично Україні і західні країни продемонструють, що вони не посягають на права росії. Фактично, росія продовжить володіти ними, але кошти автоматично будуть перераховані на користь України».*

Юрій Буца, урядовий уповноважений з питань управління державним боргом, на події ЦЕС на тему «Борг України під час війни зростає. Що з ним робити далі?»:

«Чи можемо ми використати об'єм коштів доступний офіційному сектору, щоб збільшити об'єм фінансування, яке можемо отримати на відновлення, шляхом залученням приватного сектору? Якщо так, то які інструменти можуть бути? Тут варіації дуже великі. ... Один з цікавих інструментів – будь-які використання резервів заморожених цб росії або інших російських резервів як застава до моменту поки там не буде погоджено якийсь механізм репарацій, яка застава для залучення коштів».

Щодо спрямування коштів, які Україна може потенційно отримати від росії, опитані нами експерти погоджуються, що не вся сума репарацій/надходжень від активів має спрямовуватися виключно на погашення боргових зобов'язань. Є сенс погасити дорогі позики, а решту спрямувати на відшкодування збитків, яких зазнали фізичні та юридичні особи, та відновлення інфраструктури.

5.2. ВИКОРИСТАННЯ ІНОЗЕМНОЇ ФІНАНСОВОЇ ДОПОМОГИ

За час війни Україна відчула на собі, наскільки важливими є грантові кошти - близько 18 млрд дол. або 11% ВВП 2022 року держава отримала на безоплатній та безповоротній основі. Під час війни важливо залучати якомога більшу частку фінансової допомоги саме у вигляді грантів, щоби не збільшувати боргове навантаження. Кредити, що їх залучає Україна зараз, повинні бути довгостроковими, та за пільговими ставками. Гарний приклад таких кредитів - кредити від Євросоюзу. Він надається на 35 років з пільговим періодом до 2033 року, а відсотки сплачуються країнами-членами ЄС до 2027 року. В разі потреби Україна зможе пролонгувати субсидовану ставку на обслуговування боргу і після 2027 року.¹¹¹

Кредит від МВФ під розрахункові 5-6% річних^{112,113,114} був способом рефінансувати старі борги України перед фондом (адже на реструктуризацію боргу МВФ піти не може), але ставка по ньому вища, ніж бажана для України, і термін до погашення набагато коротший (10 років).

Опитані експерти погоджуються, що залучення грантів та дешевих і довгих кредитів від МФО, ЄС та країн-партнерів є одним з найбажаніших способів покриття дефіциту бюджету. За таких обставин країна зможе обслуговувати борг, та отримає простір для економічного зростання без необхідності швидко гасити великі військові борги.

¹¹¹ Regulation establishing an instrument for providing support for Ukraine for 2023. Council of the EU. [Link](#).

¹¹² Unpacking Ukraine's New IMF Program, O. Betliy, Carnegie, 2023. [Link](#)

¹¹³ "Western lenders may regret forcing Ukraine to turn to the IMF." The Economist. March 30, 2023. [Link](#).

¹¹⁴ Парашій, Олександр. "Що не так з новою програмою МВФ для України?" NV. Квітень 4, 2023. [Link](#).

Юрій Буца, урядовий уповноважений з питань управління державним боргом, на події ЦЕС на тему «Борг України під час війни зростає. Що з ним робити далі?»:

«Важливо не сток боргу, який ми отримаємо – він буде рости, а **важлива його вартість**. ... Будь-яке нове фінансування на відновлення теж має бути дуже дешевим ... Бажано, щоб **відсотки**, які ми платимо, **були мінімальні або ... компенсовані**».

5.3. ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ, ІНФЛЯЦІЯ ТА ПОЛІТИКА «ФІНАНСОВИХ РЕПРЕСІЙ»

Вважається, що пост-воєнне боргове навантаження європейські країни змогли подолати завдяки "економічному диву" - високим номінальним темпам зростання економіки, у деяких випадках поєднаному із політикою фінансових репресій, коли ставки за боргами були нижчими за інфляцію (див детальніше огляд міжнародного досвіду). Його підштовхнув американський "План Маршалла" із допомоги пост-воєнній Європі. Високе номінальне зростання забезпечується двома чинниками - інфляцією та реальним зростанням економіки.

Для України ситуація, коли ставки за боргом нижчі за інфляцію, не нова - на початку війни уряд намагався розміщувати ОВДП за ставками, суттєво нижчими за очікувану інфляцію. Попит на такі цінні папери із боку ринку природно не був великим (див. Додаток 6.2). Ця операція стала чимось середнім між перекладанням ризиків із державного бюджету на баланси державних же банків - і непрямою монетарною емісією через канали рефінансування Нацбанком держбанків під заставу ОВДП. Врешті-решт, Міністерство фінансів увійшло у своєрідний "клінч" із НБУ, який підвищив облікову ставку у червні 2022 року із 10% до 25% для стабілізації фінансової ситуації в країні та почав вимагати від Мінфіну збільшення дохідності при розміщеннях ОВДП.

Дослідники визнають, що фінансові репресії у поєднанні з інфляцією у післявоєнний період дійсно допомогли суттєво знизити боргове навантаження у країнах, які пройшли Другу світову війну. Вони розглядають їх як більш поступовий захід до скорочення боргу, ніж якби його реструктуризували чи скасували (якщо, звичайно, це не поєднується зі стрімкою інфляцією). Проте, у поствоєнний час в Європі, фінансові репресії проводилися під час дії Бреттон-Вудської системи, тобто поки існували обмеження на рух капіталу.¹¹⁵

Водночас, зараз фінансові ринки відрізняються від 1940-1970-х років наявністю вільного руху капіталу – можливістю обрати, куди інвестувати кошти та за якою ставкою. Крім цього, дослідники вважають, що для країн, які розвиваються, фінансові репресії принесуть більше шкоди, ніж користі. Вони підривають роботу фінансових ринків, спотворюючи розподіл капіталу та стимули до накопичень. Як наслідок, економіка зростає повільніше.¹¹⁶

¹¹⁵ Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. "The Liquidation of Government Debt." IMF Working Paper. № 7. 2015. [Link](#).

¹¹⁶ Hoffmann, Andreas. "Beware of Financial Repression: Lessons from History." Intereconomics. Vol.54. № 4. 2019. [Link](#).

Опитані нами експерти не вбачають потреби вдаватися до фінансових репресій, оскільки це лише сприятиме ще більшому тиску на економічних агентів й додатковому виведенню коштів з країни. Лише у крайньому випадку, за відсутності будь-якої допомоги, можна було б вдаватися до емісії ОВДП під низькі процентні ставки, які не покривали б інфляцію.

На думку наших експертів стимулювання економічного зростання (приріст реального ВВП), через який ми органічно могли б вийти на зниження державного боргу по відношенню до ВВП, є бажаним для України. Але постає питання, яким чином цього досягти під час війни та одразу після неї, що виходить за рамки даного дослідження, однак вбачається реалістичним за умови дії для України нового "Плану Маршалла" - зовнішньої допомоги у відновленні.

5.4. ПЕРВИННИЙ ПРОФІЦИТ БЮДЖЕТУ

Фіскальна політика, за якої формується первинний дефіцит, означає перевищення доходів бюджету над видатками до виплати відсотків по запозиченнях. Зважаючи, що відсоткові витрати для України є історично високими навіть у мирні часи (десята частка сукупних видатків державного бюджету), а середній розмір процентних витрат на найближчі 5 років прогнозується на рівні 5% від номінального ВВП-2022 року, це із боку уряду потребуватиме радикального зменшення видатків та розширення податкової бази або підвищення ставок податків.

Такі кроки неможливо здійснити під час війни та дуже важко - у перші пост-воєнні роки, коли гуманітарна ситуація та економічна криза потребуватимуть скоріше фіскального стимулювання, аніж жорсткості.

Дослідники відзначають, що коли економіка скорочується або майже не зростає, то жорстка фіскальна політика лише посилить тиск на економіку та може приводити до її скорочення¹¹⁷. Підвищення ставок податків для забезпечення профіциту бюджету не розглядається як бажане і може принести більше шкоди, ніж користі. Водночас, скорочення видатків під час економічного зростання розглядається як найменш шкідливе, а «tax enforcement», тобто повне збирання податків та рівні правила гри для всіх може стати непоганим проміжним рішенням.

Опитані нами експерти погоджуються, що зниження видатків не стоїть на порядку денному під час війни. Водночас, деякі з них відзначають, що необхідно оптимізувати витрати, робити перегляди ефективності видатків бюджету.

Олена Білан, директорка аналітичного департаменту, головна економістка Dragon Capital; співголова Ради директорів KSE; членкиня наглядових рад VoxUkraine та Центру економічної стратегії під час події ЦЕС на тему «Борг України під час війни зростає. Що з ним робити далі?»:

«Постає питання, чи можемо ми виконувати зобов'язання в найближчі роки. Поле для маневру незначне – треба зменшувати дефіцит бюджету, але ж ми не можемо це зробити поки йде війна і навіть під час відновлення, бо треба буде фінансувати армію, соціальні та капітальні видатки.

¹¹⁷ Alesina, Alberto, Carlo A. Favero, and Francesco Giavazzi. "Climbing Out of Debt." IMF. March 2018. [Link](#).

Тому ніхто не очікує, що ми матимемо профіцит бюджету в найближчі 5-ть років, навіть якщо це первинний баланс бюджету».

5.5. РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ТА СПИСАННЯ БОРГУ

Це найбільш контроверсійна тема із всього простору можливих варіантів управління державним боргом для України. Дослідники визначають, що реструктуризація зменшує суму боргу, витрати на його обслуговування та мінімізує потреби рефінансування шляхом подовження строків погашення.¹¹⁸ Поствоєнна Німеччина, отримавши в результаті Лондонського договору суттєве послаблення боргового навантаження, та на фоні Плану Маршалла почала зростати випереджаючими темпами, і економічне "диво на Рейні" стало однією із причин зниження боргового навантаження із 379% в 1945 році до 20% ВВП у 1954. В рамках плану Брейді країни, яким списали частку боргів, продемонстрували стійке економічне відновлення та здатність забезпечувати фінансову стабільність.

Менше з тим, існують вагомні негативні наслідки реструктуризацій. Так, країна, яка не платить по боргах, опиняється відрізаною від приватних боргових ринків або ж процентні ставки за боргами стають для неї непідйомними. Це стосується не лише суверена - приватним компаніям із таких країн також доводиться виходити на ринки, не прихильні до них, та платити високий процент по боргах¹¹⁹. Для України це не новина, адже в її історії вже було кілька дефолтів та реструктуризацій, і ставки по єврооблігаціях України та українських емітентів залишалися тривалий час одними із найвищих на ринку. Водночас після війни доступ до приватних ринків капіталу буде дуже важливим для українських компаній та суверена.

Крім цього, дефолти та реструктуризація суверенних боргів можуть мати довгострокові наслідки для економічного зростання та фінансової стабільності країни. Вони можуть спричинити втрату довіри інвесторів, зростання процентних ставок, зниження інвестиційного попиту в майбутньому.¹²⁰

Реструктуризувати внутрішній борг, де основними кредиторами виступають НБУ, державні банки та меншою мірою - приватні гравці, не має великого сенсу, адже так чи інакше, наслідки впадуть на державний бюджет через збитки державних банків, зменшення прибутку НБУ, що перераховується до бюджету, або банкрутства приватних банків, за депозитами яких держава повинна буде виплатити гарантовані суми.¹²¹

Реструктуризація зовнішнього приватного боргу - те, про що Україні найближчим часом доведеться приймати дуже непросте рішення. На 2024 рік припадає закінчення угоди про стендстіл, і в програмі МВФ

¹¹⁸ Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. "A Decade of Debt." NBER Working Paper. № 16827. February 2011. [Link](#).

¹¹⁹ Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. "Debt Intolerance." NBER Working Paper. № 9908. August 2003. [Link](#).

¹²⁰ Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. "Growth in a Time of Debt." American Economic Review: Papers & Proceedings. № 100. May 2010. [Link](#).

¹²¹ Закон України № 2180-IX «Про внесення змін до деяких законів України щодо забезпечення стабільності системи гарантування вкладів фізичних осіб» від 28.10.2022 р. [Link](#).

міститься зобов'язання щодо її продовження на час дії ЕЕФ та в разі потреби після 2027 року.^{122,123} Якщо війна до того часу не закінчиться, борги доведеться реструктуризувати. Якщо ж війна завершиться перемогою України, то у уряду та кредиторів буде кілька варіантів¹²⁴, доцільність яких залежатиме від конкретних ринкових умов, що складуться для України на той час, у тому числі опція продовження обслуговування боргу за умовами, зафіксованими у поточних проспектах емісій.

Олена Білан, директорка аналітичного департаменту, головна економістка Dragon Capital; співголова Ради директорів KSE; членкиня наглядових рад VoxUkraine та Центру економічної стратегії під час події ЦЕС на тему «Борг України під час війни зростає. Що з ним робити далі?»:

*«Варто **проводити перемовини щодо відтермінування виплат з приватними кредиторами** і якщо буде можливість **знижити виплати офіційним кредиторам** шляхом перенесенням термінів чи зниження або компенсації відсотків».*

*«Щодо власників євробондів, то можливими опціями є **продовження standstill** або ж **провести іншу реструктуризацію** - відтермінувати виплати на довший термін, можливо **знижити відсотки** чи списати частину боргу. Але все це має бути за згодою сторін для того, щоб у післявоєнний час ми могли продовжувати залучати кошти».*

В цілому, потреба в реструктуризацію зовнішнього боргу існуватиме, але найкращим рішенням може бути затвердження пільгового періоду на певний проміжок часу й відновлення платежів на обслуговування та виплати боргів лише після відновлення економічного зростання України.

Водночас, є кроки, які точно варто зробити в управлінні зовнішнім боргом. Це, в першу чергу, переговори про процентні ставки та комісійні платежі на користь МВФ. Вони становлять 3,25 млрд дол. на наступні 5 років. Схожий крок доцільно обговорити і з іншими кредиторами-МФО.

Також варто розглянути відносно нові механізми обміну "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. Такі перемовини доцільно провести в першу чергу із МФО-кредиторами бюджету, борги яких мають обслуговуватися та погашатися у найближчі роки. Борг перед Євросоюзом є довгостроковим та надається на дуже пільгових умовах, таким чином, його зниження не є пріоритетним.

¹²² Group of creditors of Ukraine provides financing assurances to support the IMF's approval of an upper credit tranche programme. Direction Générale du Trésor. March 24, 2023. [Link](#).

¹²³ Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF. March 31, 2023. [Link](#).

¹²⁴ Різні варіанти строків до погашення, списання частки боргу, або без списання частки боргу, різні процентні ставки, наявність або відсутність варіантів, прив'язаних до економічного зростання, наявність або відсутність обмежень ставок чи щорічних сум виплат відповідно до економічної ситуації в Україні, гарантії від партнерів, застава компенсаційних платежів від рф тощо.

5.6. ПРИВАТИЗАЦІЯ

Під час війни доходи від приватизації державного майна будуть копійчаними, і вона принесе більше шкоди, ніж користі. Втім, після війни та в період активного відновлення та початку економічного зростання, на фоні перспективи вступу в ЄС українські активи можуть зацікавити інвесторів, і держава отримає додатковий фінансовий ресурс.

Більшість опитаних нами експертів відзначають, що приватизація є бажаним для нас заходом для того, щоб зменшити потребу в залученні кредитних коштів у післявоєнний період. Вони пояснюють це тим, що після закінчення війни інвестори будуть більш зацікавлені у придбанні державних активів, тому і вартість їх суттєво зросте.

5.7. ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА ПІСЛЯ НЕЇ

Під час війни

Найефективнішим способом управління державним боргом під час активних бойових дій є отримання грантів та дешевих, довгострокових кредитів від партнерських країн та міжнародних фінансових організацій. Також варто працювати з МВФ для зниження ставки за кредитною програмою.

Україні також слід працювати над конфіскацією активів РФ і її громадян як в Україні, так і за кордоном, для покриття фінансових втрат. Потрібне більш активне залучення юристів, фінансистів та дипломатів до цієї роботи як в Україні, так і за кордоном.

Репрофайлінг та відстрочка платежів за ОВДП не є вигідними, оскільки це підірве довіру до облігацій, що використовуються як джерело фінансування воєнних видатків.

Приватизація державного майна не має фіскального сенсу, оскільки ціни на активи низькі, і надходження не покривають скільки небудь значущу частку дефіциту бюджету.

Проте, вже зараз можна починати перемовини про обмін "боргу на зелене відновлення" із кредиторами-МФО, в мандаті яких можуть бути кліматичні цілі сталого розвитку. Саме за боргами перед МФО Україна сплачуватиме відчутні суми в наступні роки, і використання частини цих коштів на "зелену відбудову" зруйнованої інфраструктури могло би стати альтернативою.

По війні

На думку більшості опитаних нами експертів, найбільш реалістичним заходом фіскальної політики є поєднання масштабного скорочення дефіциту бюджету та податкової реформи для збирання податків у повному обсязі, але його імплементація може ускладнитися соціальними видатками та потребами у повоєнному відновленні. Іншими можливостями для управління державним боргом у післявоєнний час для України є:

- **погашення боргових зобов'язань за рахунок репарацій від Росії**
- **стимулювання економічного зростання через розумне регулювання без підвищення боргового навантаження**

- **залучення безповоротної грошової допомоги** й використання їх на фінансування проєктів повоєнного відновлення
- **приватизація державного майна** – попит на активи має зрости і надходження до бюджету будуть більшими, ніж під час активних бойових дій.

6. ДОДАТКИ

6.1. ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ В 2014-2021 РР.

У 2014 році Україна стала жертвою військової агресії з боку Росії. Війна, економічні та політичні виклики, з якими зіткнулася країна, поглиблювали боргову кризу. Одним із ключових викликів став значний бюджетний дефіцит. Крім того, енергетичний сектор країни був уражений неефективністю та корупцією, що призвело до високих енергетичних субсидій та збитків для державної енергетичної компанії «Нафтогаз».

Співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП зросло до 69,4% у 2014 році та до 79,1% у 2015 році, а загальна сума боргу становила 69,8 та 65,5 млрд дол. відповідно.¹²⁵

Щоб подолати боргову кризу, український уряд продовжив співпрацю з міжнародними організаціями, такими як МВФ і Світовий банк. У 2014 році МВФ схвалив кредитний пакет для України на 17 мільярдів доларів, який мав допомогти країні стабілізувати економіку та зменшити борговий тягар.¹²⁶ Однак, на кінець 2014 року ситуація в Україні з державним боргом не поліпшувалася і за прогнозами він мав зростати і на далі. До того ж, війна, яку Росія розпочала проти України, продовжувала завдавати ще більшої шкоди українській економіці. Враховуючи це, у березні 2015 року уряд України почав перемовини щодо реструктуризації зовнішнього боргу, щоб зменшити борговий тягар і покращити здатність управляти своїми фінансами. У серпні було досягнуто домовленостей, які полягали у скороченні суму боргу на 3,6 млрд дол. США.¹²⁷

Крім того, у серпні 2015 року МВФ схвалив кредитний пакет для України на 17,5 млрд дол. США, який був спрямований на допомогу країні у стабілізації економіки та зменшенні боргового навантаження. Кредит надали за умов впровадження ряду економічних реформ, серед яких пенсійна реформа, реформа енергетичного сектору, створення антикорупційного суду тощо.¹²⁸

У наступні роки, державний борг України все ще залишався високим, але країна змогла досягти певного прогресу у стабілізації своєї економіки та зменшенні боргового тягара (відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП поступово скорочувалося – див Рисунок 6.1.1). Це пояснювалося низьким рівнем дефіциту бюджету (протягом 2016-2019 років, він був на рівні 2% ВВП)^{129,130} і, як наслідок, меншої потреби у запозиченнях¹³¹ – темпи зростання номінального ВВП були вищими за накопичення

¹²⁵ ВВП України. Мінфін. [Link](#).

¹²⁶ “Ukraine: First Review Under the Stand-By Arrangement, Requests for Waivers of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria, and A Request for Rephrasing of the Arrangement.” IMF. September 2, 2014. [Link](#).

¹²⁷ “Досягнення угоди про реструктуризацію боргу є значним успіхом України.” Консульство України в Единбурзі. Серпень 31, 2015. [Link](#).

¹²⁸ “Ukraine: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-By Arrangement.” IMF. March 12, 2015. [Link](#).

¹²⁹ Інфляційний звіт, січень 2020 року. НБУ. Лютий 6, 2020. [Link](#).

¹³⁰ Інфляційний звіт, квітень 2020 року. НБУ. Квітень 30, 2020. [Link](#).

¹³¹ “Співвідношення державного і гарантованого державою боргу до ВВП зменшилося з 80,9% у 2016 до 71,8% у 2017 році.” Міністерство фінансів України. Березень 23, 2018. [Link](#).

державного боргу. До того ж, восени 2017 року Мінфін реструктуризував внутрішній борг. У ході репрофайлінгу ОВДП з портфеля НБУ конвертували в довгострокові гривневі папери з прив'язкою до рівня інфляції, що дозволило зменшити пікові боргові виплати у 2018-2020 роках і навантаження на державний бюджет у середньостроковій та довгостроковій перспективах.¹³²

Рисунок 6.1.1. Динаміка накопичення державного та гарантованого державою боргу України в 2014-2021 роках у млрд дол. та відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП, у %



Джерело: Міністерство фінансів України,^{133,134} ДССУ¹³⁵

В цілому, впродовж 2017-2019 років рівень боргового навантаження в Україні значно зменшився і перед початком коронакризи був нижчим ніж у багатьох країнах Європи і відповідав одному з Маастрихтських критеріїв (відношення державного боргу до ВВП не більше 60%).¹³⁶ Проте запровадження карантину в 2020 році та суттєве зменшення попиту призвели до падіння реального ВВП до 4%, зростання річного дефіциту бюджету до 5,3% ВВП,¹³⁷ коливань валютного курсу. Як наслідок, співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП зросло до 60,4% (державний борг складав 79,9 млн дол., а сукупний - 90,3 млн дол.).¹³⁸ Щоб подолати виклики з пандемією та негативні економічні наслідки від неї, у червні МВФ схвалив Україні нову кредитну програму «Stand-By» на 5 млрд дол., яка мала на меті вирішити

¹³² Калачова, Галина. «Приховані важелі інфляції. Хто виграє від прискороного зростання цін.» Економічна правда. Листопад 15, 2017. [Link](#).

¹³³ «Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2017». Міністерство фінансів України. [Link](#).

¹³⁴ «Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2021». Міністерство фінансів України. [Link](#).

¹³⁵ Валовий внутрішній продукт (у фактичних цінах). Державна служба статистики України. [Link](#).

¹³⁶ Лубчук, Ігор. «Аналітична стаття: COVID-виклики державного боргу». Експертна Платформа. Січень 5, 2020. [Link](#).

¹³⁷ Інфляційний звіт, липень 2021 року. НБУ. Липень 29, 2021. [Link](#).

¹³⁸ «Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2020 рік». Урядовий Кур'єр. [Link](#).

фіскальні потреби та проблему від'ємного платіжного балансу. Ця програма також включала структурні реформи,¹³⁹ щоб гарантувати економічне зростання України після закінчення кризи.¹⁴⁰

Хоч у 2021 році сума державного та гарантованого державою боргу зростає до 98 млрд дол., відношення боргу до ВВП знизилася до 49% через швидші темпи економічного зростання (державний борг зріс на 4,7%, а номінальний ВВП - на 29,1%).¹⁴¹ Зростання сукупного боргу пов'язане із залученням пільгового фінансування від МВФ та МБРР і зростанням державного внутрішнього боргу.¹⁴²

Також, у грудні 2021 року Кабінет Міністрів України затвердив Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2021-2024 роки, яка розроблялася для відновлення після економічного спаду внаслідок пандемії. Відповідно до неї, Міністерство фінансів України ставило перед собою наступні цілі щодо управління державним боргом:

1. Збільшення частки державного боргу в національній валюті.
2. Продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу.
3. Залучення довгострокового пільгового фінансування.
4. Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше удосконалення політики управління державним боргом.

Додатково до цього, Стратегія включає аналіз прогнозних боргових показників та висновки про стійкість до боргів, а також розробку плану дій на період з 2021 по 2024 рік та визначення показників досягнення цілей, таких як зниження відношення обсягу державного боргу до ВВП до 47% до кінця 2024 року.^{143,144}

6.2. ВПЛИВ ВІЙНИ НА РИНКИ БОРГОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ.

2022 рік почався для України з новинних заголовків про можливість повномасштабного вторгнення Росії на територію нашої держави. Внаслідок такого нагнітання на фінансових ринках, продовжувався розпродаж українських активів з боку іноземних інвесторів і Міністерство фінансів України втратило можливість продавати довгострокові ОВДП, оскільки ніхто не був готовий вкладати в них кошти за тими ставками, які діяли в період січні-лютому 2022 року.¹⁴⁵

¹³⁹ Бенчмарками програми Stand-By були розроблення плану щодо скорочення частки NPL, прийняття правок до ЗУ «Про банківську діяльність», посилення корпоративного управління на державних підприємствах (Нафтогаз) відповідно до рекомендації OECD, реформа ДПС та ДМС, зміни до ЗУ «Про Вищу раду правосуддя», перегляд тарифів на опалення та перевірка відповідності витрат, пов'язаних з ковідом, ДАСУ та зовнішніми консультантами.

¹⁴⁰ «IMF Executive Board Approves 18-month US\$5 Billion Stand-By Arrangement for Ukraine.» IMF. June 9, 2020. [Link](#).

¹⁴¹ Державний борг України. Мінфін. [Link](#).

¹⁴² «Державний борг до прогнозованого ВВП впав до 45,2% в 2021 році». Міністерство фінансів України. Січень 26, 2022. [Link](#).

¹⁴³ Постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2021 р. № 1291 «Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2021-2024 роки». [Link](#).

¹⁴⁴ «Уряд схвалив стратегію управління держборгом до 2025 року». Економічна Правда. Грудень 9, 2021. [Link](#).

¹⁴⁵ Гордійчук Дана. «Курс гривні та євробонди обвалилися: чому це відбувається знову». Економічна Правда. Лютий 14, 2022. [Link](#).

Дохідність євробондів активно зростала. Якщо в січні вона досягла піку в 25% через зниження номінальної вартості євробондів у зв'язку з тим, що іноземні інвестори продавали зобов'язання КМУ у збиток, щоб забрати хоча б частину своїх коштів, то вже в середині лютого дохідність цих євробондів була вищою за 28%.¹⁴⁶

З початку січня до 24-го лютого, частка нерезидентів у загальній структурі ОВДП скоротилися на 1,3 п.п. (з 8,7% до 7,4%), а обсяг ОВДП у портфелі нерезидентів скоротився на майже 18 млрд грн.¹⁴⁷ Внаслідок даних дій збільшилися коливання на валютному ринку¹⁴⁸ й гривня почала знецінюватися, досягнувши 29,25 грн/дол. вже 24-го лютого.¹⁴⁹

Водночас, Міністерство фінансів України скористалося такою панічною поведінкою іноземних інвесторів. Наприклад, 5 лютого 2022 року, Мінфін викупив близько 10% єврооблігацій з погашенням у вересні 2022 року (саме дані цінні папери найбільше знецінилися в січні 2022 року), що дозволило згодом зекономити 912 млн дол. Крім цього, Мінфін продовжував викупувати певну частину ВВП-варантів (борговий або похідний цінний папір, згідно з яким емітент – держава – обіцяє виплатити дохід, який змінюється залежно від темпів зростання ВВП¹⁵⁰). Згідно із заявою Міністерства за 4 лютого 2022 року, воно провело кілька таких операцій та збільшило частку паперів у власності до близько 20% загальної номінальної суми цінних паперів. Провести такі операції дозволив профіцит державного бюджету в січні, оскільки надходження до нього були перевиконані на 13,1%.^{151,152}

Опитані нами аналітики достатньо позитивно віднеслися до викупу Міністерством фінансів частини зовнішніх боргів та ВВП-варантів. Дані дії виглядали дуже логічними, не обтяжували державні фінанси й ціни були достатньо привабливі, хоча деякі експерти, відзначили, що викупували їх все ще по завищеній вартості.

Проте, повномасштабне вторгнення Росії на територію України внесло свої корективи. Якщо раніше розглядався варіант збільшення обсягів розміщення ОВДП у гривні, особливу роль в купівлі яких мали відігравати міжнародні інвестори, то станом на кінець 2022 року, головними стали внутрішні інвестори (їх частка складає 95,8%, що більше на 4,5 п.п. порівняно з 2021 роком), а головним викупником - НБУ (з 24 лютого по 30 грудня 2022 року частка збільшилася на 20,2 п.п.).¹⁵³ До того ж, ОВДП, враховуючи військові, стали одним із інструментів фінансування дефіциту державного бюджету в 2022 році (20,2 млрд дол. США).¹⁵⁴ Цей інструмент опитані нами аналітики відзначили як хороший для залучення коштів для держави на підтримку армії та розвитку фінансового ринку навіть в умовах повномасштабної війни. Водночас, на думку деяких опитаних експертів, цей метод не продемонстрував значної ефективності через недостатню залученість Міністерства фінансів України до популяризації військових ОВДП серед

¹⁴⁶ Вінокуров Ярослав. «Поки всі панікують, Україна скуповує свої борги. Що відбувається?» Лютий 15, 2022. [Link](#).

¹⁴⁷ «ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю станом». НБУ. [Link](#).

¹⁴⁸ «Коментар щодо ситуації на фінансовому ринку України». НБУ. Лютий 23, 2022. [Link](#).

¹⁴⁹ «Офіційний курс гривні щодо іноземних валют». НБУ. [Link](#).

¹⁵⁰ «GDP-linked bond». Wikipedia. [Link](#).

¹⁵¹ «Україна викупила 10% єврооблігацій-2022 та довела викуп ВВП-варантів до 20%». Interfax Ukraine. Лютий 5, 2022. [Link](#).

¹⁵² Вінокуров Ярослав. «Поки всі панікують, Україна скуповує свої борги. Що відбувається?» Лютий 15, 2022. [Link](#).

¹⁵³ «ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю станом». НБУ. [Link](#).

¹⁵⁴ «Джерела фінансування державного бюджету за період 24 лютого по 30 грудня 2022 року». Міністерство фінансів України. [Link](#).

населення та пізніше підвищення рівнів дохідності. В іншому випадку, можна було б залучити більше коштів на внутрішньому ринку й зменшити рівень монетизації дефіциту бюджету.

6.3. УМОВИ КРЕДИТІВ НАДАНИХ УКРАЇНІ

Таблиця 6.3.1. Інформація про кредитні угоди, надані Україні від початку повномасштабного вторгнення

| Кредитор | Рік надання кредиту | Сума кредиту | Умови кредитування |
|------------|---------------------|--------------|---|
| Японія | 2022 | 600 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 1% річних; Термін погашення – 30 років; Пільговий період – 10 років.^{155,156} |
| Італія | 2022 | 200 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 0% річних; Термін погашення – 15 років; Пільговий період – 7,5 років.¹⁵⁷ |
| KfW | 2022 | 150 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – n/a% річних; Пільговий період – 5 років; Термін погашення – 15 років.¹⁵⁸ |
| | 2022 | 7,4 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 2% річних; Пільговий період – 10 років; Термін погашення – 30 років.¹⁵⁹ |
| Латвія | 2022 | 10 млн дол. | <ul style="list-style-type: none"> Одноразова комісія – 0,25%; Комісія за зобов'язання – 0,25%; Термін погашення – 18,5 років; Пільговий період – 4 роки. |
| МАР (МБРР) | 2022 | 50 млн дол. | <ul style="list-style-type: none"> Одноразова комісія – 0,25%; Комісія за зобов'язання – 0,25%; Термін погашення – 10 років; Пільговий період – 4 роки.¹⁶⁰ |

¹⁵⁵ Мінфін: Україна отримала від Японії близько 100 млн дол. США за кредитною угодою на пільгових умовах. Міністерство фінансів України. Травень 24, 2022. [Link](#).

¹⁵⁶ Мінфін: Україна отримала від Японії додаткових 500 млн дол. США. Міністерство фінансів України. Червень 27, 2022. [Link](#).

¹⁵⁷ Україна отримала 200 млн євро від Італії. Міністерство фінансів України. Серпень 16, 2022. [Link](#).

¹⁵⁸ «Уряд України отримає від Кредитної установи для відбудови (KfW) 150 млн євро для фінансування соціальних видатків». Міністерство фінансів України. Червень 3, 2022. [Link](#).

¹⁵⁹ «Уряд України отримає від Кредитної установи для відбудови (KfW) 7,4 млн євро для пільгового кредитування малих та середніх підприємств». Міністерство фінансів України. Червень 10, 2022. [Link](#).

¹⁶⁰ Україна отримала від Світового банку додаткове фінансування від МАР та гарантію від Латвії на 60 млн дол. США. Міністерство фінансів України. Листопад 22, 2022. [Link](#).

| Кредитор | Рік надання кредиту | Сума кредиту | Умови кредитування |
|---------------------------------------|---------------------|-------------------------------|---|
| Французьке агентство розвитку | 2022 | 400 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 1,04% річних; Термін погашення – через 15 років від дати укладання кредитного договору (28.03 і 28.11); Пільговий період – 5 років від дати укладання кредитного договору.^{161,162} |
| Нідерланди | 2022 | 200 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 3,64% річних; Термін погашення - через 10 років від дати вибірки кредиту; Пільговий період – 4,5 років від дати вибірки кредиту.¹⁶³ |
| МБРР (СБ) під гарантії Великобританії | 2022 | 500 млн дол. | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 0,25% річних (нараховується на невикористану частину позики); Термін погашення – 19 років; Пільговий період – 5 років.¹⁶⁴ |
| ЄІВ | 2022 | 1,59 млрд євро ¹⁶⁵ | N/a |
| Канада | 2022 | 1,4 млрд дол. | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 1,69% річних; Термін погашення – 10 років.¹⁶⁶ |
| | 2023 | 1,8 млрд дол. | <ul style="list-style-type: none"> Процентна ставка – 1,5% річних; Термін погашення – 10 років.¹⁶⁷ |

¹⁶¹ Україна отримує 300 млн євро від Французького агентства розвитку. Міністерство фінансів України. Березень 29, 2022. [Link](#).

¹⁶² Україна отримала 100 млн євро від Франції. Міністерство фінансів України. Грудень 13, 2022. [Link](#).

¹⁶³ Мінфін: Україна отримала від Нідерландів 200 млн євро. Міністерство фінансів України. Грудень 20, 2022. [Link](#).

¹⁶⁴ Україна отримала від Світового банку додаткове фінансування як гарантію від Великобританії на 500 млн дол. США. Міністерство фінансів України. Жовтень 25, 2022. [Link](#).

¹⁶⁵ EIB Group starts disbursements from €1.59 bn EIB Ukraine Solidarity Urgent Response package. European Commission. September 15, 2022. [Link](#).

¹⁶⁶ Україна отримала від Канади 500 млн канадських доларів. Міністерство фінансів України. Грудень 20, 2022. [Link](#).

¹⁶⁷ Мінфін: Україна отримала від Канади 2,4 млрд канадських доларів. Міністерство фінансів України. Березень 31, 2023. [Link](#).

| Кредитор | Рік надання кредиту | Сума кредиту | Умови кредитування |
|----------|---------------------|----------------|---|
| МВФ | 2022 | 2,7 млрд дол. | <ul style="list-style-type: none"> • Кредитування у рамках програми RFI;^{168,169} • Процентна ставка – n/a% річних; • Термін погашення – до 2027 року.¹⁷⁰ |
| МВФ | 2023 | 15,6 млрд дол. | <ul style="list-style-type: none"> • 4-ри річна програма кредитування EEF;¹⁷¹ • Процентна ставка ~ 5-6% річних; • Термін погашення ~ до 2033 року.¹⁷² |
| ЄС | 2023 | 18 млрд євро | <ul style="list-style-type: none"> • Процентна ставка – n/a% річних; • Відсотки та інші платежі за обслуговування боргу замість України платять країни ЄС до 2027 року; • Пільговий період – 10 років; • Термін погашення – 35 років.¹⁷³ |
| МАР (СБ) | 2023 | 189,3 млн євро | <ul style="list-style-type: none"> • Процентна ставка – n/a% річних; • Пільговий період – 4 роки; • Термін погашення – 10 років.¹⁷⁴ |

6.4. ПЕРЕЛІК ІНТЕРВ'Ю

Таблиця 6.4.4. Інформація про респондентів

| П.І.Б. респондентів | Посади респондентів |
|---------------------|--|
| Олена Білан | Директорка аналітичного департаменту, головна економістка Dragon Capital; співголова Ради директорів KSE; членкиня наглядових рад VoxUkraine та Центру економічної стратегії |
| Олексій Блінов | Начальник аналітичного відділу Sense Bank |

¹⁶⁸ IMF Executive Board Approves US\$ 1.4 Billion in Emergency Financing Support to Ukraine. IMF. March 7, 2022. [Link](#).

¹⁶⁹ IMF Executive Board Approves US\$ 1.3 Billion in Emergency Financing Support to Ukraine. IMF. October 7, 2022. [Link](#).

¹⁷⁰ Projected Payments to the IMF as of March 31, 2023. IMF. [Link](#).

¹⁷¹ Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF. March 31, 2023. [Link](#).

¹⁷² Projected Payments to the IMF as of March 31, 2023. IMF. [Link](#).

¹⁷³ Regulation establishing an instrument for providing support for Ukraine for 2023. Council of the EU. [Link](#).

¹⁷⁴ Україна отримала 189,32 млн євро від Світового банку. Міністерство фінансів України. Травень 8, 2023. [Link](#).

Гліб Вишлінський

Виконавчий директор Центру економічної стратегії

Тімоті Еш

Асоційований науковий співробітник програми росії та Євразії в Chatham House і старший суверенний стратег Bluebay Asset Management у Лондоні.

Олександр Парашій

Керівник аналітичного відділу ІК Concorde Capital

Іван Угляниця

Фінансовий аналітик, експерт ринку інвестицій

Наталія Яресько

Керівний директор EY-Parthenon, Turnaround Restructuring and Strategy, Ernst & Young LLP