

Поділяючи думку про посилення деглобалізаційних процесів, важливим аспектом залишається вплив таких процесів на боргову політику, зокрема крізь призму реструктуризації боргових навантажень, що зумовлює хід подальшого викладу матеріалу цієї монографії.

### **3.3. Принципи та підходи до оптимізації процесів реструктуризації боргових навантажень на національну економіку**

Перш ніж розпочати розгляд задекларованого аспекту проблематики боргових навантажень, варто звернутися до існуючого бачення, а саме того, що в загальному підході вважали, що, мабуть, найкраща стратегія – це стратегія Полонія з шекспірівського «Гамлета», яку підтримував Бенджамін Франклін, коли він сказав: «Не будь ні позичальником, ні кредитором». Щодо реструктуризації внутрішнього боргу, то вважається, що вона схожа на операцію: ви робите це, лише якщо необхідно, і уникаєте цього, якщо це може принести більше шкоди, ніж користі.

Загалом зі зростанням боргової вразливості та зростанням обсягів суверенного внутрішнього боргу в країнах з економікою, яка розвивається, питання про те, коли та яким чином реструктуризувати такий борг, сьогодні гостріші, ніж будь-коли. Не випадково проблеми реструктуризації боргових навантажень досліджували велике коло вчених, серед яких: М. Антонов<sup>458</sup>, С. Бугіль, М. Пазак<sup>459</sup>, Т. Вахненко<sup>460</sup>, І. Дернова<sup>461</sup>, А. Єріна<sup>462</sup>, В. Лісовенко, Л. Бенч, О. Бец<sup>463</sup>,

---

<sup>458</sup> Антонов М. С. Дослідження впливу державного боргу на показники економічного розвитку України. *Вісник Української академії банківської справи*. 2015. № 1 (38). С. 50–54.

<sup>459</sup> Бугіль С. Я., Пазак М. Р. Державний борг України: аналіз та напрямки оптимізації боргової політики держави. *Вісник Львівського торговельно-економічного університету. Економічні науки*. 2016. Вип. 51. С. 86–91. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vlca\\_ekon\\_2016\\_51\\_17](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vlca_ekon_2016_51_17)

<sup>460</sup> Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2009. № 6. С. 14–28.

<sup>461</sup> Дернова І. А. Державний борг та динаміка курсу національної валюти: статистична оцінка. *Ефективна економіка*. 2011. № 2. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek\\_2011\\_2\\_11](http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_2_11)

<sup>462</sup> Єріна А. М., Єрін Д. Л. Статистичні індикатори платоспроможності країни. *Наукові записки*. Т. 22. К. : Видавничий дім «КМ Академія», 2003. С. 330–334.

<sup>463</sup> Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7–31. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu\\_2014\\_12\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2014_12_3)

І. Лютий<sup>464</sup>, В. Сіденко, В. Юрчишин, К. Маркевич<sup>465</sup>, К. Самсонова<sup>466</sup>, В. Терещенко<sup>467</sup>, І. Федорович<sup>468</sup> та багато інших дослідників.

Реструктуризація внутрішнього боргу є інструментом, який можуть використовувати суверени, які стикаються з фіскальними та економічними труднощами.

За останні два десятиліття у країнах з ринковою економікою, що розвивається, частка державного внутрішнього боргу – скорочено «внутрішній борг» – зросла з 31 до 46 % від загального державного боргу. Отже, реструктуризація внутрішнього боргу, ймовірно, відіграє певну роль у вирішенні майбутніх боргових криз. Новий документ МВФ спирається на останні 40 років реструктуризації суверенного боргу, щоб запропонувати деяке розуміння ключових міркувань щодо реструктуризації внутрішнього боргу, яка відновлює прийнятність боргу, мінімізуючи спричинені зриви<sup>469</sup>.

На сьогодні значна частина наукової роботи Фонду щодо проблем суверенного боргу зосереджена на наслідках реструктуризації державного зовнішнього боргу шляхом зміни умов боргу, таких як сума боргу або період погашення через переговори з різними групами зовнішніх кредиторів. Але, як з'ясовано в документі, реструктуризація боргу, випущена згідно з національним законодавством, відрізняється.

З одного боку, реструктуризацію внутрішнього боргу може бути легше здійснити. Органи влади можуть, наприклад, просто вирішити змінити умови боргових контрактів шляхом зміни національного

---

<sup>464</sup> Лютий І. О. Зражевська Н. В., Рожко О. Д. Державний кредит та боргова політика України : монографія. К. : Центр учбової літератури, 2008. 352 с.

<sup>465</sup> Сіденко В., Юрчишин В., Маркевич К. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України: аналітична доповідь. Київ : Заповіт, 2015. 74 с.

<sup>466</sup> Самсонова К. В. Бюджетний дефіцит в Україні та проблеми його фінансування. URL : [http://www.kntu.kr.ua/doc/zb\\_10\\_3/stat\\_10\\_3/76.pdf](http://www.kntu.kr.ua/doc/zb_10_3/stat_10_3/76.pdf) (дата звернення: 05.09.2022).

<sup>467</sup> Терещенко В. Л. Проблема управління державним боргом України. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2016. URL : <http://globalnational.in.ua/archive/10-2016/180.pdf>

<sup>468</sup> Федорович І. М. Моделювання динаміки державного боргу та факторів впливу на неї. *Економічний аналіз* : зб. наук. праць. Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2014. Том 16, № 1. С. 257–267.

<sup>469</sup> Sovereign Domestic Debt Restructuring: Handle With Care. URL : <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/12/01/blog-sovereign-domestic-debt-restructuring>

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

законодавства. Це може уникнути деяких дорогих наслідків, пов'язаних із реструктуризацією зовнішнього боргу, таких як втрата доступу до ринків зовнішнього боргу. З іншого – внутрішній борг часто належить переважно внутрішнім кредиторам, які зазнають збитків. Через цей канал проблема суверенного боргу може легко поширитися на національні банки, пенсійні фонди, домашні господарства та інші сектори вітчизняної економіки. Це може посилити економічні проблеми, через які реструктуризація боргу була необхідною в передусім.

Зовнішній державний борг – це запозичення, зроблені на зовнішніх ринках від іноземних кредиторів або урядів інших країн.

Рішення реструктурувати чи ні внутрішній борг завжди є прерогативою суверена і передбачає відповідальність за обмеження шкоди та допомогу в пом'якшенні наслідків реструктуризації для внутрішньої економіки. Наприклад, щоб уникнути загрози життєздатності внутрішньої фінансової системи, від уряду можуть вимагати рекапіталізацію деяких банків або поповнення пенсійних накопичень. Подібно забезпечення подальшого ефективного функціонування центрального банку може вимагати фіскальної підтримки.

Розрахунок чистої вигоди визначатиме, чи повинен внутрішній борг бути частиною реструктуризації разом із зовнішнім боргом чи окремо. Щоб залучити широку участь кредиторів у реструктуризації та зменшити ймовірність дорогих судових розглядів, процес реструктуризації має сприйматися як справедливий і прозорий.

Обсяг претензій для включення до будь-якої реструктуризації внутрішнього боргу – периметр – загалом залежатиме від суми списання боргу, необхідної для відновлення прийнятності боргу, і чистої вигоди, яку можна отримати від кожного типу вимог. У принципі, можна було б включити всі внутрішні боргові зобов'язання уряду. Деякі кредитори можуть спробувати використати свій політичний вплив, щоб захистити себе від розподілу тягаря, тим самим перекладаючи тягар коригування на інших кредиторів. Але широке розповсюдження та використання добровільних механізмів може сприяти активізації участі в реструктуризації за рахунок зниження розміру допомоги, яку вимагають від кожної групи кредиторів.

Стратегія, яка залучає кредиторів конструктивно та прозоро, яка спирається на ринкові стимули та яка являє собою обмін боргів як частину послідовного макроекономічного плану, здебільшого працює найкраще. Важливо переконливо пояснити, як реструктуризація вписується у ширшу стратегію усунення причин, що призвели до

стресу із суверенним боргом, щоб забезпечити політичну підтримку, необхідну для успішної операції, яка відновить стійкість боргу.

Реструктуризація внутрішнього боргу повинна бути розроблена так, щоб передбачити, мінімізувати та керувати його впливом на національну фінансову систему.

Органи влади повинні вжити заходів, які зменшать втрати для банків, небанківських інституційних інвесторів і домогосподарств, а також мінімізують вторинні ефекти. Наприклад, вплив на банки можна обмежити продовженням строків погашення та/або зниженням процентної ставки замість зменшення номінальної суми непогашених вимог. Збитки потрібно визнавати на ранніх стадіях і, можливо, потребуватиме їх поєднання зі стратегією відновлення резервів капіталу банків.

Загальносистемна екстрена підтримка, яка дозволяє установам конвертувати неліквідні активи в готівку, може знадобитися для забезпечення функціонування банківської системи та зміцнення довіри. У деяких випадках, можливо, доведеться розглянути тимчасові заходи для уповільнення спричиненого панікою зняття депозитів і відпливу капіталу.

Влада повинна ретельно оцінити потенційно несприятливі наслідки одностороннього внесення змін до національного законодавства. Включення та використання положень про колективні дії у внутрішніх боргових контрактах могло б підвищити правову визначеність і передбачуваність, запропонувавши потенційно кращий механізм реструктуризації порівняно з модернізацією такого механізму законом.

Реструктуризація внутрішнього боргу є інструментом, який можуть використовувати суверени, які стикаються з фіскальними та економічними труднощами. Щоб досягти успіху, він має бути добре розроблений, щоб не завдавати більше шкоди, ніж користі. Щоб гарантувати, що це зроблено правильно з першого разу, реструктуризація державного внутрішнього боргу має бути частиною ширшого пакету політичних заходів, які ефективно вирішують основні проблеми та вразливість боргу.

Криза COVID-19 змусила країни з економікою, що розвивається, перевищити вже рекордно високий рівень державного боргу, щоб пом'якшити економічні наслідки кризи для сімей та їхньої внутрішньої економіки. Середній загальний борговий тягар серед країн із низьким і середнім рівнем доходу зріс приблизно на 9 процентних пунктів валового внутрішнього продукту (ВВП) упродовж першого року пандемії порівняно із середньорічним зростанням на 1,9 процентного пункту впродовж попереднього десятиліття (рис. 3.4).

## Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

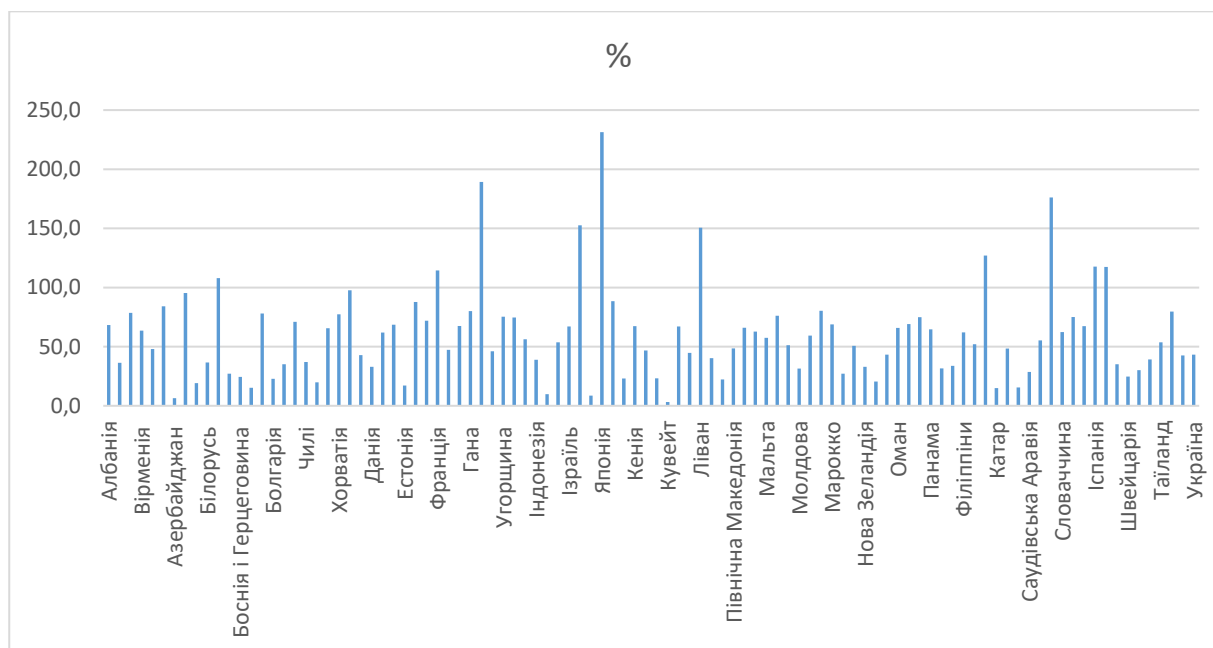


Рисунок 3.4 – Державний борг: % від ВВП за країнами<sup>470</sup>

Згідно з даними Міжнародного валютного фонду (МВФ) 2020 року пандемія COVID-19 спричинила глобальне зростання запозичень, що призвело до збільшення державного боргу приблизно на 14 процентних пунктів до приблизно 102 % світового валового внутрішнього продукту. Різке зростання цін на сировинні товари після вторгнення росії в Україну та підвищення процентних ставок на тлі високої інфляції загрожували подальшим зростанням державного боргу та витрат на його обслуговування 2022 року, особливо для країн, що розвиваються<sup>471</sup>.

Економісти давно знають, що вищий рівень державного боргу корелює з уповільненням довгострокового економічного зростання. Проте кореляція не є причинно-наслідковим зв'язком, і часто саме повільні темпи зростання спричиняють збільшення державного боргу, оскільки недоотримання податків і збільшення витрат на систему соціального захисту збільшують дефіцит бюджету<sup>472</sup>.

Після глобальної фінансової кризи 2008 року прихильники жорсткої економії посилалися на дослідження, згідно з якими зростання державного боргу понад 90 % ВВП стало переломним моментом, який

<sup>470</sup> Ukraine Government Debt: % of GDP. URL : <https://www.ceicdata.com/en/indicator/ukraine/government-debt--of-nominal-gdp>

<sup>471</sup> International Monetary Fund, IMFBlog. Dangerous Global Debt Burden Requires Decisive Cooperation.

<sup>472</sup> International Monetary Fund. "No Magic Threshold. URL : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pescatori.htm>

серйозно підриває перспективи економіки. Пізніше було доведено, що дослідження мало недоліки, а його висновки були оскаржені<sup>473</sup>.

Водночас як більший борг може уповільнити зростання, а повільніше зростання може спричинити зростання державного боргу, рівень боргу, при якому він перетворюється на проблему, залежить від особливостей країни, включаючи джерела фінансування боргу та каталізатори економічного зростання.

Суверенний борг Японії досяг 257 % ВВП 2021 року, а співвідношення боргу до ВВП упродовж тривалого часу було найвищим у світі на тлі постійної дефляції. Це мало значення, доки центральний банк країни викупував половину непогашених державних боргових зобов'язань у рамках своєї програми кількісного пом'якшення, принаймні до розпродажу державних облігацій, пов'язаного зі знеціненням ієни в середині 2022 року. Довгострокове зниження прибутковості японських державних облігацій на тлі купівлі центральним банком і дефляції спричинило збитки для спекулянтів, які зробили ставку на падіння цін на облігації в результаті зростання рівня боргу, що дало торгівлі прізвисько «виробник вдови»<sup>474</sup>.

Японія та Сполучені Штати Америки випускають увесь свій борг у валюті, яку вони контролюють, що робить дефолт державного боргу особливо малоймовірним. Крім економічної потужності та інституційної потужності найбільшої та третьої за величиною економік світу, Федеральна резервна система та центральний банк Японії мають необмежену кількість доларів США та японських єн відповідно, які вони можуть витратити на купівлю облігацій, випущених їхніми урядами.

Натомість уряди країн-членів Європейського Союзу беруть позики у валюті, яка контролюється Європейським центральним банком (ЄЦБ). У результаті рішення про підтримку цін на державні облігації Італії приймаються у Франкфурті, а не в Римі. Деякі економісти вказують на таку домовленість як на основну причину європейської кризи суверенного боргу<sup>475</sup>.

---

<sup>473</sup> London School of Economics. Public Debt, GDP Growth, and Austerity: Why Reinhart and Rogoff Are Wrong. URL : <https://blogs.lse.ac.uk/politicsandpolicy/public-debt-gdp-growth-and-austerity-why-reinhart-and-rogoff-are-wrong/>

<sup>474</sup> Scientific Research. The Sustainability of Japan's Government Debt: A Review. URL : <https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=79094>

<sup>475</sup> Journal of Financial Regulation. "The Quest for a European Safe Asset – A Comparative Legal Analysis of Sovereign Bond-Backed Securities, E-Bonds, Purple Bonds, and Coronabonds. URL : <https://academic.oup.com/jfr/article-abstract/6/2/233/5892195>

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

Країни, що розвиваються, часто змушені випускати облігації у валюті (переважно в доларах США), якою вони не керують, щоб залучити іноземних покупців. Це підвищує ризик дефолту, оскільки позичальник не може виконати свої зобов'язання, просто випустивши додаткову валюту, і його єврооблігації оцінюються відповідно.

Удосконалена загальна система розгляду боргів може розчистити шлях через дедалі складніший ландшафт кредиторів. Країни з низьким рівнем доходу сьогодні стикаються з меншою кількістю боргових проблем, ніж 25 років тому, зокрема завдяки ініціативі щодо бідних країн із великою заборгованістю, яка скоротила некерований борговий тягар у країнах Африки на південь від Сахари та інших регіонах. Але хоча показники заборгованості нижчі, ніж у середині 1990-х років, за останнє десятиліття борг зростає і зміна складу кредиторів ускладнить реструктуризацію.

Удосконалення Спільної системи регулювання боргів Групи двадцяти, від якої тепер можуть скористатися 73 країни, які мали право на ініціативу призупинення обслуговування боргу G20 (DSSI) у 2020–2021 роках, може розчистити шлях через цю зростаючу складність кредиторів.

Наразі лише декілька країн подали запити на використання спільної системи, яка була запущена в листопаді 2020 року, підкреслюючи необхідність змін для зміцнення довіри та заохочення участі в ключовий момент для країн із великими боргами та низькими доходами.

Через низькі відсоткові ставки, високі потреби в інвестиціях, обмежений прогрес у залученні додаткових внутрішніх надходжень і розтягнуті системи управління державними фінансами показники заборгованості країн DSSI зросли, частково повернувши назад спад, який спостерігався на початку 2000-х років.

Тепер економічні потрясіння від COVID-19 і війни в Україні додають боргових проблем, з якими стикаються країни з низьким рівнем доходу, навіть коли центральні банки починають підвищувати процентні ставки.

Близько 60 % країн DSSI мають високий ризик боргової скрути або вже перебувають у борговій скруті – коли країна розпочала або збирається розпочати реструктуризацію боргу або коли країна накопичує заборгованість. Серед 41 країни DSSI з високим ризиком боргової скрути, Чад, Ефіопія, Сомалі (відповідно до НІРС) і Замбія вже

подали запити на лікування заборгованості. Приблизно 20 інших демонструють значні порушення застосованих порогових значень високого ризику, половина з яких також мають низькі резерви, зростаючі валові потреби у фінансуванні або поєднання обох 2022 року.

З внутрішньої сторони існуватимуть складні компроміси між необхідністю реструктуризації державного боргу перед вітчизняними банками, у деяких випадках, і впливом такої реструктуризації на стабільність фінансового сектору та здатність вітчизняних банків фінансувати зростання.

Борг у місцевій валюті для середньої країни DSSI подвоївся з 7 % валового внутрішнього продукту 2010 року до 15 % 2021 року. Для тих країн DSSI, які мають доступ до ринку, частка зросла більш ніж удвічі з 8 до 28 % 2021 року.

Багато з цих країн DSSI також зазнали посилення зв'язків суверенних банків із збільшенням обсягів внутрішнього суверенного боргу в національних банках. В останні десятиліття країни DSSI позичали переважно у держав-офіційних кредиторів Паризького клубу та приватних банків, а також багатосторонніх установ. Сьогодні Китай і приватні власники облігацій відіграють набагато більшу кредитну роль зовнішнього боргу країн DSSI перед кредиторами Паризького клубу (впала з 28 % 2006 року до 11 % 2020 року). За той період частка заборгованості перед Китаєм зросла з 2 до 18 %, а частка єврооблігацій, проданих приватним кредиторам – з 3 до 11 %.

Однак ситуація суттєво відрізняється у різних країнах. Середні показники приховують різноманіття складу боргу, від часток двосторонніх, багатосторонніх і приватних кредиторів до складу самих офіційних двосторонніх кредиторів. Нині Китай є найбільшим офіційним двостороннім кредитором у більш ніж половини країн DSSI, включно з урахуванням усіх 22 кредиторів Паризького клубу як єдиного пулу. Отже, Китай відіграватиме ключову роль у реструктуризації боргу більшості країн DSSI, яка залучатиме офіційних двосторонніх кредиторів. Хоча різноманітність складу кредиторів вимагає більшої уваги до особливостей країни, відповідні механізми координації будуть ключовими в усіх випадках.

Оскільки витрати та ризики дефолтів державних боргів такі високі, вони зазвичай є останнім заходом для країн-боржників. Наприклад, дефолт Росії за зовнішнім боргом у червні 2022 року став



## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

результатом економічних санкцій, запроваджених через її вторгнення в Україну, які серед інших заходів заборонили громадянам США приймати російські купонні платежі, здійснені в доларах США<sup>476, 477</sup>.

Війни, такі як російська, і банківські кризи, такі як ліванська, є одними з основних причин дефолтів державних боргів, поряд із державною корупцією. Глобальні макроекономічні умови та спровокована Росією війна в Україні додають ще один рівень складності до профілю високої заборгованості та, ймовірно, вплинуть на здатність країн обслуговувати борг.

Інфляційний тиск у розвинених економіках спонукатиме центральні банки підвищувати процентні ставки найближчим часом. Підвищення світових процентних ставок ускладнить рефінансування боргів, деномінованих в іноземній валюті, для країн, що розвиваються.

Водночас війна росії в Україні порушує ланцюги поставок і ринки товарів. Міжамериканський банк розвитку нещодавно розробив кілька сценаріїв, що моделюють величину фіскального впливу на регіон Латинської Америки та Карибського басейну. Високі ціни на енергоносії та основні продукти харчування вплинуть на фінансовий стан країн-імпортерів сировини. Це також може вплинути на країни-експортери сировини, оскільки їм потрібно буде надати допомогу вразливим верствам населення у вигляді субсидій на паливо, щоб забезпечити полегшення вищих цін на енергоносії<sup>478</sup>.

Державний борг в Україні в середньому становив 352 831 940,06 тисяч гривень з 1999 по 2022 рр., досягнувши найвищого рівня в 1 255 746 261,91 тисяч гривень у липні 2022 року та рекордно низького рівня в 14 428 105,68 тисяч гривень у грудні 1999 року. Надамо інформацію щодо валового зовнішнього боргу України, починаючи з 2006 року (щорічно). Наведемо динаміку валового зовнішнього боргу України з 2006 по 2022 рр. (млн дол. США) на рис. 3.5.

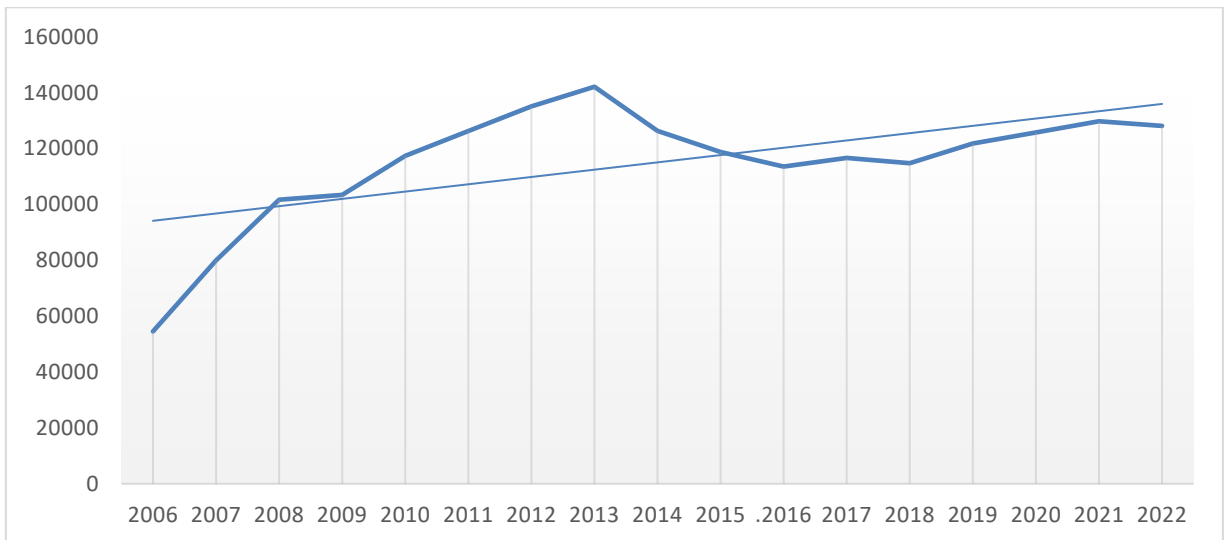
---

<sup>476</sup> Bloomberg. Russia Slips Into Historic Default as Sanctions Muddy Next Steps. URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-26/russia-defaults-on-foreign-debt-for-first-time-since-1918>

<sup>477</sup> PBS News Hour. U.S. to End Russia's Ability to Pay Off International Debt. URL : <https://www.pbs.org/newshour/world/u-s-to-end-russias-ability-to-pay-international-debt>

<sup>478</sup> The Next Wave Is Not a Covid-19 Wave: Debt Sustainability in Developing Countries. URL : <https://www.csis.org/analysis/next-wave-not-covid-19-wave-debt-sustainability-developing-countries>

**Розділ III. Вплив деглобалізації  
на формування фінансового простору**



**Рисунок 3.5 – Валовий зовнішній борг України з 2006 по 2022 рр.  
(млн дол. США)**

Певну цікавість мають також результати порівняльного аналізу зовнішнього боргу та ВВП України. Тож представимо динаміку валового зовнішнього боргу і ВВП України з 2006 по 2022 рр. (млн дол. США) у табл. 3.14.

**Таблиця 3.14 – Динаміка валового зовнішнього боргу і ВВП України  
з 2006 по 2022 рр. (млн дол. США)**

Валовий зовнішній борг (ВЗБ)		Валовий внутрішній продукт (ВВП)		Відношення ВЗБ / ВВП
Роки	Показник	Роки	Показник	
2006	54 512	2006	107 753	50.6 %
2007	79 955	2007	142 719	56.0 %
2008	101 659	2008	179 992	56.5 %
2009	103 396	2009	117 228	88.2 %
2010	117 343	2010	136 419	86.0 %
2011	126 236	2011	163 160	77.4 %
2012	135 065	2012	175 781	76.8 %
2013	142 079	2013	183 310	77.5 %
2014	126 308	2014	131 805	95.8 %
2015	118 729	2015	90 615	131.0 %
2016	113 518	2016	93 270	121.7 %
2017	116 578	2017	112 154	103.9 %
2018	114 710	2018	130 832	87.7 %
2019	121 739	2019	153 781	79.2 %
2020	125 690	2020	155 582	80.8 %
2021	129 711	2021	200 090	64.8 %
2022	128 045	2022		

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

У результаті війни економічні санкції, застосовані до росії, призвели до неминучого дефолту її економіки, що ще більше породжує питання про те, чи зможе вона бути фактично ізольованою від світового ринку та чи зможе платити іноземним інвесторам. Крім того, G20 може зіткнутися з екзистенційною кризою, що перешкоджає ефективним багатостороннім рішенням у короткостроковій і, можливо, у довгостроковій перспективі.

Україна намагається керувати наслідками, що спричинює високий рівень зовнішнього боргу. Так була розроблена Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2021–2024 роки – розроблений Міністерством фінансів України для оцінки поточного стану та динаміки державного боргу України та визначення цілей, завдань і заходів у середньостроковій перспективі з метою оптимізації структури державного боргу з точки зору співвідношення вартості обслуговування та ризиків у процесі збереження прийняттого рівня боргового навантаження<sup>479</sup>.

Закордонні кредитори України підтримали її прохання про дворічне заморожування виплат за міжнародними облігаціями на суму майже 20 мільярдів доларів, як показали нормативні документи, крок, який дозволить спустошеній війною країні уникнути сумбурного боргового дефолту<sup>480</sup>.

Україна завершила реструктуризацію боргу на 15 мільярдів доларів наприкінці 2015 року після економічної кризи, пов'язаної з військовим конфліктом, спровокованим росією на її промисловому сході.

Маючи щомісячний бюджетний дефіцит у 5 мільярдів доларів, Україна значно залежить від зовнішнього фінансування від західних союзників і багатосторонніх кредиторів, включаючи Міжнародний валютний фонд (МВФ) і Світовий банк. За даними Міністерства фінансів, наразі вона отримала 12,7 мільярда доларів у вигляді позик і грантів.

Державний борг рідко є питанням національного виживання, але він став таким для спустошеної війною України.

---

<sup>479</sup> Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021–2024 роки : постанова від 9 грудня 2021 року № 1291. Київ. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1291-2021-%D0%BF#Text>

<sup>480</sup> Ukraine's creditors agree 2-year freeze on \$20 billion overseas debt. URL : <https://www.reuters.com/markets/europe/ukraines-creditors-agree-two-year-payment-freeze-almost-20-billion-international-2022-08-10/>

Найбільшими зовнішніми кредиторами України є: Міжнародний валютний фонд (МВФ), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) та Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Японське агентство міжнародного співробітництва та Кредитна програма для реконструкції (KfW).

Крім того, зовнішній борг включає запозичення від розміщення облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) на зовнішніх ринках. ОЗДП – це документи, які свідчать про те, що держава зобов'язана повернути іноземному кредитору певну суму відсотків під визначений відсоток протягом певного часу.

Внутрішній державний борг формується у результаті отримання кредитів та інших боргових зобов'язань на внутрішньому ринку. Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) розміщуються на внутрішньому ринку. Це ті самі єврооблігації (ОЗДП) тільки для внутрішнього ринку.

Право здійснення державних запозичень від імені держави належить міністру фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України (далі – КМУ). КМУ визначає основні умови державних запозичень, зокрема основні умови кредитних договорів та основні умови випуску та порядок розміщення державних цінних паперів.

Державні запозичення здійснюються з метою покриття дефіциту державного бюджету та рефінансування державного боргу (це ситуація перевищення видатків бюджету над доходами), фінансування окремих цільових програм або погашення поточної заборгованості. Останнє ще називають рефінансуванням боргу.

Рефінансування боргу здійснюється, коли держава не має достатньо власних бюджетних коштів для погашення боргу. Якщо не буде проведено рефінансування, інші видатки, такі як субсидії чи будівництво доріг, доведеться скоротити. Тому Мінфін щороку перезапозичує необхідну суму і намагається зробити це якомога дешевше (тобто під найменший відсоток).

Покрити дефіцит бюджету можна було б і з іншого джерела – за рахунок надходжень від приватизації державних підприємств. Але якщо план приватизації не буде виконано (а він не виконується з 2011 року, після масштабного продажу «Укртелекому»), необхідну суму доведеться брати в борг.

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

Було б мудро розпізнати принаймні чотири потенційні труднощі та скласти плани їх подолання.

По-перше, аналіз стійкості боргу (DSA) зазвичай є необхідною умовою для переговорів про полегшення боргів, незалежно від того, чи платежі просто перенесено на майбутнє, чи реструктуризовано, щоб включити зменшення чистої теперішньої вартості. DSA є складним завданням навіть для економік мирного часу, оскільки вони вимагають (серед іншого) прогнозу траєкторії зростання на наступне десятиліття або довше. Для країни, яка зазнала навмисного руйнівного вторгнення, де неясно, скільки продуктивних можливостей залишиться після закінчення бойових дій, надійний DSA просто неможливий. Будь-яка угода щодо реструктуризації, укладена в найближчій перспективі, ґрунтуватиметься на піщаному фундаменті, а це означає, що суттєві переговори щодо боргу із зовнішніми кредиторами мають почекати, доки не закінчиться війна, або принаймні доки не стане зрозуміліше щодо економічних перспектив України.

Але ця невизначеність не означає, що Україні потрібно відкласти взаємодію з кредиторами. Звернувшись зараз, уряд може створити офіційну основу для майбутніх переговорів і мінімізувати ризик того, що обмежені офіційні ресурси підуть на обслуговування довірених зовнішніх боргів.

По-друге, всебічна та остаточна реструктуризація зазвичай відбуватиметься під егідою програми підтримки МВФ. Остання програма stand-by МВФ для України була скасована на прохання країни в березні, і важко зрозуміти, як МВФ міг би погодитися на нову в умовах поточного конфлікту. На щастя, керівництво МВФ уже зустрічається з українськими лідерами, щоб обговорити післявоєнну відбудову. Тут також Україні та міжнародному співтовариству знадобиться час, щоб оцінити перспективи країни, узгодити надійну політику та скоординувати дії багатьох залучених двосторонніх, регіональних, багатосторонніх і приватних кредиторів.

По-третє, іноземні кредитори можуть не погодитися зменшити свої претензії або відстрочити виплату, навіть якщо їхні авуари коштують копійки за долар. Власники облігацій здебільшого ведуть наполегливі та тривалі переговори, щоб мінімізувати збитки, але затяжні переговори затримують відновлення, завдаючи шкоди як Україні, так і її кредиторам.

По-четверте, навіть якщо значна більшість власників облігацій хочуть надати допомогу, деякі з них все одно можуть спробувати отримати перевагу, вимагаючи відшкодування повної вартості боргу та вимагаючи від суду арешту активів України або блокування інших її міжнародних операцій. 15-річна боротьба Аргентини з непоборними кредиторами після дефолту 2001 року наглядно ілюструє цю проблему.

Більш того, навіть офіційні кредитори не вище агресивної тактики утримання. Росія все ще намагається стягнути 3 мільярди доларів, які уряд України позичив 2013 року за колишнього президента В. Януковича, незважаючи на широко узгоджену реструктуризацію боргу після вторгнення росії на Донбас 2014 року та анексії Криму. І навіть незважаючи на те, що українські облігації торгуються з значним дисконтом, перспектива надзвичайної міжнародної підтримки може зробити їх більш привабливими для тих, хто не припиняє торгувати.

Офіційні двосторонні кредитори можуть негайно почати вирішувати ці проблеми, оголосивши про відстрочку платежу та підготувавши ґрунт для полегшення боргів у рамках комплексної реструктуризації після війни. Європейський Союз, наприклад, може в односторонньому порядку змінити умови щодо 5 мільярдів євро (5,3 мільярда доларів), які Україна винна йому за програмою макрофінансової допомоги ЄС.

Тоді офіційне списання боргу могло б допомогти Україні в її переговорах з приватними кредиторами. Навіть якщо списання боргів замінить деякі офіційні пожертвування, офіційні кредитори очікують, що Україна шукатиме порівнянних умов від приватних кредиторів, що відповідає давно встановленим міжнародним нормам реструктуризації боргу.

У цьому випадку відстрочка погашення посеред руйнівної війни допомогла б зберегти більшу частину майбутньої здатності України обслуговувати свої борги та отримати додаткову офіційну підтримку. Це відповідало б найкращим колективним інтересам інвесторів і, звичайно, було б краще, ніж альтернатива: жорсткий дефолт.

Контрактні положення щодо єврооблігацій України дозволяють кредиторам, які володіють 10 % або більше випуску облігацій, скликати збори, а тим, хто тримає 75 % або більше, відстрочити погашення.

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

Залежно від дизайну відстрочки може також бути доступним агреговане голосування, що ще більше зменшить вплив потенційних відмов. Крім того, тимчасове відстрочення виплати боргу під час гуманітарної кризи відрізняється від списання боргів і, безумовно, сприяло б досягненню цілей ESG (екологічні, соціальні й управлінські), які підтримують так багато інвесторів.

Оскільки українські єврооблігації випускаються згідно з англійським законодавством, і борг України регулюється законодавством Нью-Йорка, Велика Британія та Сполучені Штати також можуть діяти від імені країни. Наприклад, вони могли б забезпечити суттєвий захист від будь-яких кредиторів, у яких може виникнути спокуса не брати участь у відстрочці платежу, оскільки вони сподіваються захопити міжнародні активи України. Уряди США та Великої Британії вжили заходів, щоб захистити активи Іраку від примусового стягнення кредиторів 2003 року, і хоча вони виконували резолюцію 1483 року Ради Безпеки ООН, для цього їм не потрібне було схвалення ООН. Такі заходи навряд чи призведуть до ринкових штрафів для суверенного боржника.

У випадку з Україною президент США Джо Байден міг би видати виконавчий наказ, який захищає українське майно від кредиторів у судах США, як це зробив президент Джордж Буш щодо Іраку 2003 року. Подібно парламент Великобританії міг би обмежити судове стягнення боргу, щоб уникнути субсидування інших кредиторів. Парламент уклав це в законі 2010 року, який забороняв приватним кредиторам стягувати пропорційно більше, ніж офіційні кредитори з приблизно 40 країн, які беруть участь в ініціативі МВФ і Світового банку щодо бідних країн із великою заборгованістю. Підриваючи життєздатність стратегії утримання, такі заходи покращили б перспективи ширшої участі кредиторів. Також можемо навести декілька методів зменшення державного боргу, які виявилися найбільш успішними впродовж історії (таб. 3.15).

**Таблиця 3.15 – Методи зменшення державного боргу,  
які виявилися найбільш успішними протягом історії**

Метод	Сутність
1	2
Фіскальна та монетарна політика	<p>Замість того, щоб підвищувати податки, уряди часто випускають боргові зобов'язання у формі облігацій, щоб залучити гроші.</p> <p>У часи фінансової негаразди уряди можуть викуповувати самі облігації, які були випущені, що було політикою під назвою «Кількісне пом'якшення» в США після фінансової кризи 2007–2008 років<sup>481</sup>.</p> <p>Одного лише підвищення податків рідко буває достатньо, щоб стимулювати економіку та погасити борги.</p> <p>В історії є приклади, коли скорочення витрат і підвищення податків разом допомагали знизити дефіцит.</p> <p>Порятунок і повернення боргів також можуть допомогти уряду вирішити боргову проблему, але ці підходи також мають помітні недоліки</p>
Видача боргу з облігаціями	<p>Візьмемо, наприклад, випуск державних боргових зобов'язань. Уряди часто випускають облігації, щоб позичити гроші. Це дозволяє їм уникати підвищення податків і забезпечує гроші для оплати витрат, а також стимулює економіку через державні витрати, теоретично створюючи додаткові податкові надходження від процвітаючих підприємств і платників податків.</p> <p>Видача боргових зобов'язань здається логічним підходом, але майже на увазі, що уряд повинен сплачувати відсотки своїм кредиторам, і в певний момент позичені гроші повинні бути повернені. Історично склалося так, що випуск боргових зобов'язань забезпечив економічний поштовх для різних країн, але саме по собі покращення економічного зростання не було особливо ефективним у безпосередньому скороченні довгострокового державного боргу.</p> <p>Коли економіка відчуває біль, наприклад у періоди високого безробіття, уряди також можуть спробувати стимулювати економіку, купуючи ті самі облігації, які вони випустили. Наприклад, Федеральна резервна система США кілька разів впроваджувала кількісне пом'якшення, починаючи з листопада 2008 року, що передбачало купівлю великих обсягів державних облігацій та інших фінансових цінних паперів для стимулювання економічного зростання та допомоги у відновленні після фінансової кризи 2007–2008 років<sup>482</sup>.</p> <p>Багато фінансових експертів віддають перевагу тактиці кількісного послаблення в короткостроковій перспективі. Однак у більш довгостроковій перспективі купівля власного боргу не виявилася більш ефективною, ніж позичання шляху до процвітання шляхом випуску облігацій<sup>483</sup></p>

<sup>481</sup> Federal Reserve Board. Speech: Monetary Policy since the Onset of the Crisis. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>

<sup>482</sup> Nstitute for Government. Program Review: The Government of Canada's Experience Eliminating the Deficit 1994–99: A Canadian Case Study. URL : [https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/Canada% 27s\\_deficit.pdf](https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/Canada%20s_deficit.pdf)

<sup>483</sup> Federal Reserve Bank of St. Louis. Does Quantitative Easing Work as Advertised? URL : <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2017/november/does-quantitative-easing-work-advertised>



1	2
Маніпулювання процентною ставкою	<p>Підтримання процентних ставок на низькому рівні є ще одним способом, яким уряди прагнуть стимулювати економіку, отримати податкові надходження та, зрештою, зменшити державний борг. Нижчі процентні ставки полегшують позичання грошей фізичним особам і підприємствам. Зі свого боку ці позичальники витрачають ці гроші на товари та послуги, що створює робочі місця та податкові надходження.</p> <p>Низькі відсоткові ставки були політикою Сполучених Штатів, Європейського Союзу, Сполученого Королівства та інших країн під час економічної кризи з певним успіхом. Потрібно зазначити, що процентні ставки, які впродовж тривалого періоду зберігаються на рівні або близько до нуля, не виявилися панацеєю для боргових урядів</p>
Запровадження скорочення видатків	<p>У 1990-х роках Канада мала майже двозначний бюджетний дефіцит. Шляхом глибоких скорочень бюджету (на 20 % або більше впродовж чотирьох років) нація скоротила свій бюджетний дефіцит до нуля протягом трьох років і скоротила свій державний борг на одну третину впродовж п'яти років. Усе це Канада зробила без підвищення податків<sup>484</sup>.</p> <p>Теоретично інші країни могли б наслідувати цей приклад. Насправді бенефіціари витрат, які підживлюють платники податків, часто не погоджуються на запропоновані скорочення. Політиків часто знімають з посади, коли їхні виборці незадоволені політикою, тому їм часто бракує політичної волі для необхідних скорочень. Десятиліття політичних суперечок щодо соціального забезпечення в Сполучених Штатах є яскравим прикладом цього, коли політики уникають дій, які могли б викликати гнів виборців. У екстремальних випадках, таких як Греція 2011 року, протестувальники виходили на вулиці, коли тодішній урядовий кран був закритий<sup>485</sup></p>

<sup>484</sup> Institute for Government. Program Review: The Government of Canada's Experience Eliminating the Deficit 1994–99: A Canadian Case Study. URL : [https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/Canada%207s\\_deficit.pdf](https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/Canada%207s_deficit.pdf)

<sup>485</sup> Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). Government at a Glance 2011, Country Note: Greece. URL : <https://www.oecd.org/greece/48214177.pdf>

**Розділ III. Вплив деглобалізації  
на формування фінансового простору**

Продовження таблиці 3.15

1	2
Підвищення податків	<p>Уряди часто підвищують податки, щоб покрити витрати. Податки можуть включати федеральний податок, податок штату та в деяких випадках місцевий податок на прибуток і податок на бізнес. Інші приклади включають альтернативний мінімальний податок, податки на гріх (на алкоголь і тютюнові вироби), корпоративний податок, податок на майно, Закон про федеральні страхові внески (FICA) і податки на майно<sup>486</sup>.</p> <p>Хоча підвищення податків є звичайною практикою, більшість країн стикаються з великими та зростаючими боргами. Цілком імовірно, що вищий рівень боргу здебільшого пов'язаний з нездатністю скоротити витрати. Коли грошові потоки збільшуються, а витрати продовжують зростати, збільшення доходів мало впливає на загальний рівень боргу</p>
Зменшення боргових успіхів	<p>1994 року Швеція була на межі фінансового краху. Однак наприкінці 1990-х років країна мала збалансований бюджет завдяки поєднанню скорочення витрат і підвищення податків. Борг США був виплачений у 1947, 1948 та 1951 роках за правління Гаррі Трумена. Президент Дуайт Д. Ейзенхауер зумів скоротити державний борг у 1956 і 1957 роках. Скорочення витрат і підвищення податків відіграли свою роль в обох зусиллях.</p> <p>Підхід, спрямований на підтримку бізнесу та торгівлі, є ще одним способом, яким країни можуть зменшити свій борговий тягар. Наприклад, Саудівська Аравія зменшила свій борговий тягар з 80 % ВВП 2003 року до лише 10,2 % 2010 року завдяки продажу нафти<sup>487</sup></p>
Порятунок державного боргу	<p>Змусити багаті країни пробачити ваші державні борги або передати вам готівку – це стратегія, яку використовували не один раз. Багато країн Африки отримали вигоду від прощення боргів. На жаль, навіть ця стратегія має свої недоліки.</p> <p>Наприклад, наприкінці 1980-х років борговий тягар Гани було значно зменшено завдяки прощенню боргів. 2011 року країна знову опинилася у боргах. Греція, якій 2010–2011 роках було надано мільярди доларів фінансової допомоги, була не набагато кращою після початкових раундів грошових вливань. Порятунок США датується аж 1792 роком.</p> <p>Дефолт за державним боргом, який може включати банкрутство та/або реструктуризацію виплат кредиторам, є звичайною та часто успішною стратегією скорочення боргу. Північна Корея, Росія та Аргентина використовували цю стратегію. Недоліком є те, що країнам стає важче та дорожче позичати в майбутньому після дефолту.</p> <p style="text-align: center;">Суперечка з кожним методом</p>

<sup>486</sup> Social Security Administration (SSA). "What is FICA? URL : <https://www.ssa.gov/thirdparty/materials/pdfs/educators/What-is-FICA-Infographic-EN-05-10297.pdf>

<sup>487</sup> Mohamed A. Ramady. The Saudi Arabian Economy: Policies, Achievements, and Challenges. URL : [https://books.google.nl/books?id=gNE0sFFsNRoC&pg=PA66&lpg=PA66&dq=saudi+arabia+gdp+2003+80%25&source=bl&ots=VKRfTBNdKN&sig=ACfU3U1bLolF9nvwH9R6B-TeU6J6CN8Nbg&hl=en&sa=X&redir\\_esc=y#v=onepage&q=saudi%20arabia%20gdp%202003%2080%25&f=false](https://books.google.nl/books?id=gNE0sFFsNRoC&pg=PA66&lpg=PA66&dq=saudi+arabia+gdp+2003+80%25&source=bl&ots=VKRfTBNdKN&sig=ACfU3U1bLolF9nvwH9R6B-TeU6J6CN8Nbg&hl=en&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=saudi%20arabia%20gdp%202003%2080%25&f=false)

Цитуючи Марка Твена: «Є три види брехні: брехня, проклята брехня і статистика», можна припустити, ніде це так правильно не звучить, як тоді, коли йдеться про державний борг і фіскальну політику.

Скорочення боргу та урядова політика неймовірно поляризують політичні теми. Критики будь-якої позиції розглядають майже всі претензії щодо скорочення бюджету та боргу, сперечаючись про недостовірні дані, неправильні методології, димовий та дзеркальний облік і незліченну кількість інших питань. Наприклад, у той час, як одні автори стверджують, що борг США ніколи не зменшувався з 1961 року, інші – що з того часу він скоротився у кілька разів. Подібні суперечливі аргументи та дані на їх підтримку можна знайти майже для кожного аспекту будь-якої дискусії про скорочення федерального боргу. Рекордного рівня держборг США досяг у 2020 році – 28,1 трильйона доларів<sup>488</sup>.

Хоча існують різноманітні методи, які країни застосовували в різний час і з різним ступенем успіху, не існує чарівної формули для зменшення боргу, яка б однаково добре працювала для кожної країни в будь-якому випадку. Подібно до того, як скорочення витрат і підвищення податків продемонстрували успіх, дефолт спрацював для багатьох країн (принаймні, якщо мірилом успіху є скорочення боргу, а не хороші стосунки з глобальною банківською спільнотою).

Існує також велика кількість експертних порад щодо того, як вийти за межі Загальної рамки у вирішенні питань стійкості боргу та процесів реструктуризації. Пропозиції Світового банку, G30, Friedrich-Ebert-Stiftung та Інституту досягнення консенсусу, а також Бреттон-Вудського комітету рекомендують покращити процедурну та офіційну прозорість сектору, посилити стимули для участі приватного сектору, зберегти інвестиції в розвиток за рахунок додаткового фінансування та посилити кризу механізму готовності в багатосторонніх банках розвитку.

Загалом потрібні спільні зусилля усіх секторів для покращення боргової підтримки для СНД шляхом прямого вирішення проблеми. Уряди країн-боржників повинні керувати цим процесом, працюючи над пом'якшенням ризиків суверенного боргу за допомогою проактивних політичних підходів. Немає сумніву, що домовитися про кращу

---

<sup>488</sup> U.S. Department of the Treasury: Fiscal Data. «Debt to the Penny». URL : <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny>

систему управління боргом буде важко. Однак важливо пам'ятати, що прибрати боргову кризу завжди набагато важче, ніж заходи, вжиті для її запобігання.

Щоб план замороження зовнішнього боргу був успішним, так званий запит на згоду вимагає підтримки інвесторів, які володіють двома третинами 13 єврооблігацій із терміном погашення з 2022 по 2033 рр., і щонайменше 50 % власників кожної ноти.

Уряд запустив окрему пропозицію щодо своїх непогашених гарантій на ВВП на суму 2,6 мільярда доларів, похідного цінного паперу, який ініціює виплати, пов'язані з його економічним зростанням. Наприкінці липня українська державна енергетична компанія «Нафтогаз» стала першою українською державною установою, яка оголосила дефолт з початку російського вторгнення. Облігації Нафтогазу не гарантовані сувереном.

У рамках ряду законопроектів щодо України Комітет з фінансових послуг Палати представників США прийняв Закон про всеохоплююче списання боргів України, згідно з яким Міністерство фінансів США зобов'язується вимагати від міжнародних фінансових організацій «негайно призупинити всі виплати з обслуговування боргу установам України».

Списання боргу часто є найшвидшим і найпрямішим способом надання фінансової підтримки країні. Але шлях до звільнення від платежів МФО не завжди є простим. Міжнародним фінансовим організаціям та їхнім акціонерам потрібно буде проявити креативність, щоб український уряд не мав заборгованості перед міжнародними фінансовими організаціями, що перешкодить його здатності отримати більше фінансування та підтримувати роботу уряду. Враховуючи невизначеність ситуації на місці та результат війни, міжнародне співтовариство не повинно відволікатися на пропозиції щодо повного списання чи реструктуризації українських МФО. Такі міркування варто залишити на час після війни, якщо переможе уряд Зеленського. Натомість пріоритетом має бути забезпечення швидкого відновлення грошових потоків у міру настання терміну виплати.

Таблиця 3.16 – Щорічне обслуговування зовнішнього боргу України  
(млн дол. США)<sup>489</sup>

Категорія	2022 рік	Відсоток
МВФ	2356	38 %
Єврооблігації	2564	40 %
Інші позики (усього)	1428	22 %
Світовий банк	595	9 %
Інший	339	5 %
Паризький клуб	494	8 %
Усього	6348	100 %

Немає прямого механізму, за допомогою якого МФО могли б призупиняти обслуговування боргу країні-члену. G20 звільняє міжнародні фінансові організації від нещодавньої Ініціативи призупинення обслуговування боргу (DSSI), яку вона запровадила для найбідніших країн світу під час пандемії COVID-19. Для Міжнародної асоціації розвитку (IDA) Світового банку обґрунтування полягало у тому, щоб максимізувати нове фінансування та підтримувати позитивне чисте фінансування країн, які постраждали від пандемії. Призупинення боргу негативно вплинуло б на повернення коштів МАР і зменшило б здатність МАР розширити свою програму. З боку МВФ Фонд розширив свій фінансований траст донорами зі стримування наслідків катастрофи та надання допомоги (CCRT) і надав гранти своїм позичальникам з низькими доходами, які мають високий ризик боргової скрути покриття заборгованості перед МВФ. Зрештою, це була краща угода для країн ніж DSSI, оскільки CCRT забезпечувала списання грошових потоків, а не відстрочення.

Світовий банк пропонує три широкі варіанти для України:

1) забезпечити масштабну, необумовлену операцію з підтримки бюджету, яку Україна могла б використати для рефінансування свого боргу перед Банком. Фінансування мало б перевищувати існуючу програму кредитування Світового банку в Україні, включаючи пакет підтримки в розмірі 3 мільярдів доларів [JG1] впродовж наступних місяців, про який Банк уже оголосив. Але цей підхід, ймовірно, вимагатиме певного фінансового інжинірингу у вигляді виключної

<sup>489</sup> Making IFI Debt Relief for Ukraine Work. URL : <https://www.cgdev.org/blog/making-ifi-debt-relief-ukraine-work>

підтримки акціонерів. Нещодавно схвалений МБРР пакет бюджетної підтримки на суму 350 мільйонів доларів потребував 139 мільйонів доларів гарантій від Нідерландів і Швеції, щоб бути життєздатним;

2) запустити структуру типу CCRT у Світовому банку, яка могла б використовуватися для обслуговування боргу України. Це вимагатиме залучення грантів від донорів (традиційно від урядів, але це може включати фонди). Весняні зустрічі можуть бути гарним моментом для початку збору обіцянок. Банку доведеться швидко спроектувати цю заставу і забезпечити фінансування;

3) запровадити механізм типу DSSI та надати однорічний мораторій на нейтральне обслуговування боргу щодо чистої приведеної вартості (NPV) [JG2]. Ймовірно, це було б найбільш простим і доцільним рішенням. Це не вимагатиме залучення великої суми грантів чи створення нового об'єкта. Але це також буде неперевіреною територією для МБРР, і зацікавленим сторонам доведеться переконати агентства кредитного рейтингу не тлумачити такий крок, як технічний дефолт. Щоб вирішити цю проблему, деякі акціонери можуть взяти на себе зобов'язання надати гарантії повернення призупинених платежів.

Варіанти у МВФ загалом такі ж, як і у Світового банку, з додаванням можливого варіанта спеціальних прав запозичення (SDR). Погашення кредиту України в МВФ упродовж 2022 року становитиме понад \$2 млрд. Ось ще декілька пропозицій:

– підтримувати чисті потоки на позитивному рівні, надаючи нове кредитування понад узгоджену програму. Найбільш перевіреним варіантом є надання нових позик, які б також слугували для покриття виплат. 9 березня МВФ виділив 1,4 мільярда доларів у рамках свого Інструменту швидкого фінансування (RFI) як швидкий захід, щоб допомогти Україні задовольнити її негайні потреби у видатках. Але на горизонті має бути більше фінансування;

– МВФ міг створити траст, який працював би як CCRT і використовував перероблені СПЗ та донорські кошти для покриття зобов'язань України за боргом, що настає. Витрати на відсотки за СПЗ можуть покриватися або країнами, що вносять СПЗ, або МВФ, або обома способами. Це могло б бути дієвим варіантом, але МВФ довелося б блискавично рухатися, щоб розробити інструмент, отримати його схвалення Радою та зібрати необхідну суму внесків;

## **Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

---

– запровадити призупинення виплат або відкласти виплати України до кінця програми. Це була б нова територія для МВФ і ризикувала б створити прецедент для інших країн, які опинилися у складній ситуації. МВФ повинен буде визначити конкретні критерії для розширення такої підтримки, особливо коли подібне полегшення грошових потоків може бути досягнуто шляхом нових позик.

Міжнародні фінансові організації не були першими у вирішенні боргових питань під час COVID. Зайняття ранньої та принципової позиції щодо цієї кризи могло б спонукати інших наслідувати цей приклад, зокрема приватний сектор. Цьогорічні зустрічі Світового банку / МВФ надають міжнародним фінансовим організаціям унікальний момент для оголошення комплексних планів полегшення платежів. Вони повинні прагнути зробити це разом із кредиторами Паризького клубу. І разом вони повинні тиснути на інших, включаючи приватний сектор і кредиторів, які не входять до Паризького клубу, щоб вони виконали свою частину.

Скільки Україна планує виплатити в конкретному році, визначається Державним бюджетом України: у додатку 3 бюджету визначено обсяг видатків на обслуговування державного боргу, а в додатку 2 – фінансування на його погашення. Статтями 5 та 6 Закону України «Про державний бюджет» визначено обсяг державного боргу на плановий рік та граничний розмір державних гарантій.

На сайті Міжнародного валютного фонду на сторінці Україна та МВФ можна подивитися, які кредити МВФ надав Україні та скільки український уряд повернув фонду.

Існує багато прецедентів для такого кроку в умовах національної кризи та навіть для подолання викликів вторгнення. Так звані «ювілеї», під час яких прощаються борги, сягають стародавньої Месопотамії, а пропаганда їх відновлення нещодавно здобула прихильність у певних політичних колах, особливо серед тих, хто зацікавлений у спробі скоротити розрив між країнами, що розвиваються, і розвиненими. Хоча ці аргументи поки що не змогли змінити міжнародну макроекономічну ортодоксію чи політиків, Україна може звернутись до досвіду іншої зруйнованої війною країни як недавнього прецеденту.

Актуальним стало запровадження механізмів координації та довіри між кредиторами та боржниками. Удосконалення Спільної структури G20 може зіграти важливу роль, забезпечивши широку участь кредиторів із більш справедливим розподілом тягаря.

Наразі досвід показує, що все ще потрібна більша ясність щодо кроків реструктуризації, раннє залучення офіційних кредиторів до боржника та приватних кредиторів, призупинення виплат з обслуговування боргу під час переговорів та визначення механізму порівнянності лікування.

Посилення управління боргом і прозорості боргу також мають бути пріоритетами. Це допоможе країнам керувати борговими ризиками, зменшить потребу в реструктуризації боргу та сприятиме більш ефективному і тривалому вирішенню проблем, якщо борг стане неприйнятним.

В інтересах країн-боржників, а також їхніх кредиторів, щоб реструктуризація боргу, де це необхідно, здійснювалася швидко, плавно та ефективно. Це також сприятиме глобальній стабільності та процвітанням<sup>490</sup>.

Знаковий документ 2020 року дослідника суверенного боргу Саймона Хінрічсена містив вичерпну розповідь про те, як очолюване США вторгнення в Ірак відбулося щодо державних боргів Іраку.

Коли адміністрація Буша почала вторгнення, Багдад був урядом з найбільшим боргом у світі. Хоча виправдання вторгнення було, як і вторгнення В. Путіна в Україну, побудоване на купі брехні – як нещодавно, здавалося, зізнався екс-президент Джордж Буш у фрейдистській помилці протягом століть – той факт, що його адміністрація вважала Саддама Хусейна нелегітимним, змусив міжнародних кредиторів прийняти значні скорочення. Можливо, немає жодних аргументів вважати більшу частину боргу України «одіозним» – маючи на увазі давню, але поки що безуспішну низку правових аргументів, спрямованих на звільнення націй від позик, взятих на користь автократів, а не на користь населення, але історія Хінрічсена показує, як можна чинити тиск на державних і приватних кредиторів, щоб вони пробачили свої позики нестабільним країнам.

Списання боргу Іраку та скорочення, звичайно, не гарантували стабільності для країни після вторгнення США. Але вони сприяли поверненню міжнародних інвестицій, давно заморожених режимом Саддама та санкціями США. Також не варто сподіватися, що списання

---

<sup>490</sup> Restructuring Debt Of Poorer Nations Requires More Efficient Coordination. URL : <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/04/07/restructuring-debt-of-poorer-nations-requires-more-efficient-coordination>



значної частини або всього боргу України стане «чарівною кулею» для вивільнення фінансування для боротьби з Кремлем або для реструктуризації української економіки. Проте, якщо є надія на те, що Україну можна буде відновити швидко, не кажучи вже про те, що вона зможе «відновитися краще», як останнім часом заявляють західні голоси, списання боргів має стати першочерговим на порядку денному та для стратегії оптимізації процесів реструктуризації боргових навантажень на національну економіку України .

Наступним важливим аспектом відновлення України, вирішення якого значною мірою залежить від процесів деглобалізації, є соціальна безпека держави, а тому зупинимося на них детальніше.

### **3.4. Сутність та особливості соціальної безпеки України в умовах деглобалізації**

Різноманітні суспільні катаклізми ХХ ст. та останніх десятиліть, зокрема такі, як дві світові війни, велика кількість локальних військових конфліктів, гібридні війни, стрімке зростання кількості та згубних можливостей озброєння, безвідповідальне використання соціально-політичних технологій, поширення пандемії COVID-19, призвели до виникнення поняття «соціальна безпека», що пов'язано із соціалізацією усіх сфер людського життя та підпорядкування їх соціальним цілям.

Глобалізація, що проявилася в розширенні зв'язків між країнами в економічній, технологічній, демографічній і культурній сферах, довгий період була ключовим трендом, визначаючи розвиток цілих галузей, країн і регіонів. Але світ змінився і в продовження розвитку 60 років глобалізації, включаючи період гіперглобалізації з 1990 по 2008 роки, також прийшли процеси деглобалізації. Процес деглобалізації посилюється після світової фінансової кризи 2008–2009 років, проте фінансова криза була лише однією з серії глобальних криз. Період деглобалізації пов'язують з такими подіями, як торговельні війни, Brexit, локдаун через COVID-19, розриви виробничих і логістичних ланцюжків через широкомаштабну війну в Україні, структурна зміна ринків і цін через санкції проти росії, глобальна енергетична криза та падіння прямих іноземних інвестицій. Війна росії проти України призвела до уповільнення світової економіки та підштовхнула кризові