

Шемаєва Людмила Григорівна**Shemaieva Liudmyla,**

д-р екон. наук, проф.,

головний консультант відділу економічної стратегії,

Національний інститут стратегічних досліджень,

м. Київ, Україна

ORCID ID 0000-0002-2989-0823

БОРГОВА ПОЛІТИКА ТА ЕКОНОМІЧНА СТІЙКІСТЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ

Критично важливими компонентами забезпечення економічної стійкості у країні є стан державного боргу та пов'язані з цим показники економічної стійкості в борговій сфері. Відомо, що державні позики можуть прискорити темпи економічного зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій, або пом'якшити наслідки дії несприятливих зовнішніх факторів у економіці, але, якщо рівень держборгу стає нестійким, то з високою ймовірністю може виникнути боргова криза, що стане детонатором фінансової кризи і чинником гальмування економічної діяльності, що призведе до суттєвого зниження рівня економічної стійкості держави. Боргова сфера в умовах війни стає критично важливим чинником збереження економічної стійкості, що обумовлює необхідність дослідження стану держборгу та інструментів боргової політики.

У міжнародному експертному середовищі сформовано консенсус щодо визначення боргової стійкості держави (*debt sustainability*) як комплексної категорії, яка характеризує ситуацію, коли уряд має високу ймовірність бути платоспроможним – здатним виконувати свої поточні та майбутні фінансові зобов'язання – без необхідності вдаватися до нездійсненої або небажаної політики (реструктуризації, суттєвого коригування балансу доходів і витрат бюджету) [1].

Основна функція боргової стійкості країни полягає у забезпеченні здатності країни-позичальниці виконувати реальні боргові зобов'язання (передусім, зовнішні) та відображати готовність країни платити з *позиції довгострокової перспективи*, що мотивуватиме кредиторів продовжувати розпочате ними кредитування.

В Україні в умовах війни забезпечення економічної стійкості в борговій сфері зазнало суттєвих трансформацій. З початком війни розпочався процес зростання дефіциту бюджету та, як наслідок, державного боргу. При цьому, відбувалося сумлінне обслуговування боргових зобов'язань України, а також активне управління державним боргом і співпраця з інвесторами в українські активи до початку 3 кварталу 2022 р. (з огляду на сценарій очікування швидкого завершення бойових дій). Це демонструвало кредиторам, що Україна є сумлінним позичальником та має на меті зберегти ділову репутацію країни у середовищі інвесторів для збереження можливості залучення фінансових ресурсів на післявоєнне відновлення.

Однак із переходом війни до сценарію довготривалої війни на виснаження, питання збереження Україною боргової стійкості в її традиційному розумінні стало неможливим, оскільки власних коштів бюджету на обслуговування держборгу було недостатньо, а використовувати пільгові міжнародні кредитні кошти або надані грантові кошти для погашення/обслуговування комерційних боргів держави могло завдати репутаційні ризики та припинити надходження міжнародної допомоги.

Отже, за сприяння міжнародних партнерів щодо полегшення для України боргового навантаження, уряд України зосередився на збереженні короткострокової зовнішньої платоспроможності України, яка є складовою боргової стійкості країни. Було досягнуто домовленостей щодо часткової реструктуризації держборгу шляхом продовження строку погашення 13-ти серій державних єврооблігацій та відстрочення купонних платежів на два

роки (до кінця 2024 р.). Крім того, Україна також почала обговорювати з МВФ можливість призупинення виплати свого боргу перед міжнародними фінансовими організаціями (МФО), у тому числі, шляхом укладання нової програми з Міжнародним валютним фондом.

Ці та інші заходи позитивно вплинули на збереження Україною макрофінансової стабільності, надали можливість залучити значні обсяги міжнародної допомоги.

3 грудня 2022 р. Україна разом з МВФ почала предметний діалог щодо укладання кредитної програми, якій успішно завершився 31 березня 2023 р., коли Рада директорів Міжнародного валютного Фонду затвердила нову чотирирічну програму розширеного фінансування (Extended Fund Facility – EFF) для України з фінансуванням у розмірі 15,6 млрд дол. США (11,6 млрд СПЗ). Перший транш від Фонду (2,7 млрд дол. США прямого бюджетного фінансування) Україна отримала вже 3 квітня 2023 р. У серпні 2024 р. **МВФ та українська влада досягли домовленості на рівні персоналу щодо п'ятого перегляду механізму розширеного фінансування (EFF)**. За умови схвалення виконавчою радою МВФ Україна отримає доступ до близько 1,1 млрд дол. США (834,8 млн СПЗ) [3].

Ці та інші заходи сприятимуть у середньостроковій перспективі вийти на траєкторію відновлення боргової стійкості України, що позитивно впливатиме на перспективи повоєнного відновлення.

В Україні у 2022–2024 рр. збільшився обсяг державних запозичень (як внутрішніх, так і зовнішніх), у структурі яких:

- *Із внутрішніх джерел* – завдяки розміщенню ОВДП з лютого 2022 р. до державного бюджету було залучено понад 24 млрд дол США, а у 2023 р. внутрішні запозичення (включаючи військові облігації) зросли до 15,5 млрд дол. США. У 2024 р. (станом на 15 жовтня) обсяг внутрішніх запозичень (ОВДП, включаючи військові облігації) становить 11,2 млрд дол США [4].

- *Із зовнішніх джерел* у 2022 р. було залучено 612,2 млрд грн (проти 208,1 млрд грн у 2021 р.), отже, обсяг зовнішніх запозичень у гривневому еквіваленті зріс майже втричі [5]. У 2023 р. Україна отримала допомогу від міжнародних партнерів, яка сягнула 42,5 млрд дол. США з 27 % грантів. У 2024 р. (станом на 15 жовтня) обсяг фінансування від міжнародних партнерів становить 24,5 млрд дол. США (з них 6,6 млрд дол. США – гранти) [6].

Вагому роль у підтримці боргової стійкості зіграло успішне проведення Мінфіном переговорів з іноземними інвесторами про реструктуризацію платежів за випущеними та гарантованими державою єврооблігаціями на загальну суму близько 20,5 млрд дол. США, результатом чого державний та гарантований державою борг скорочено на близько 9 млрд дол. США (номінальне зниження вартості боргу на 37 %; зниження чистої приведеної вартості боргу на близько 60 % при ставці дисконтування 14 %) при продовженні термінів його погашення. Крім того, Міністерство фінансів України у грудні 2023 р. підписало Меморандум про взаєморозуміння щодо призупинення виплат за державним та гарантованим державою боргом з групою офіційних кредиторів України з країн G7 та Паризького клубу до кінця дії Програми EFF з МВФ.

Водночас Україні треба найближчим часом вирішити питання з т.зв. ВВП-варрантами вартістю 2,6 млрд дол. США, які можуть створити значні фінансові зобов'язання в майбутньому та негативно вплинути на економічну стійкість країни. Основний виклик, пов'язаний з ВВП-варрантами, для України полягає в тому, що в нинішньому форматі умов їх обслуговування, ВВП-варранти можуть вартувати країні десятки мільярдів доларів протягом наступних десятиліть, оскільки вони прив'язані до зростання ВВП країни. Після масштабного руйнування, спричиненого російським вторгненням у 2022 р., українська економіка перебуває на етапі відновлення, і з часом це може призвести до великих фінансових зобов'язань за варрантами.

Зокрема, інвестори мають право отримати 15 % приросту економічного виробництва, якщо економічне зростання перевищує 3 %, і ще більше – якщо зростання досягне 4 % або

більше. Це означає, що Україна може стикнутися з великими виплатами в майбутньому, особливо якщо її економіка швидко відновлюватиметься після війни.

За даними Reuters, з 2025 р. до 2041 р., коли закінчиться термін дії ВВП-варантів, необмежені виплати можуть фактично коштувати Україні від 15 % до 40 % національного багатства, створеного понад встановлені порогові значення зростання, перешкоджаючи зусиллям щодо відновлення.

Для уникнення цього, український уряд має:

- або викупити варанти до 2027 р. (але для цього потрібно знайти 2,6 млрд дол. США, що є складним завданням з огляду на фінансовий тиск, спричинений війною);

- або здійснити реструктуризації ВВП варантів – замінити їх на інші фінансові інструменти, такі як традиційні облигації, що передбачатимуть більш прогнозовані виплати (однак для цього уряду доведеться переконати власників варантів, запропонувавши їм привабливі умови обміну).

У цілому обсяг державного та гарантованого боргу України станом на 31 серпня 2024 р. суттєво збільшився до 6 371,69 млрд грн, або 154,69 млрд дол. США, а саме: державний та гарантований державою зовнішній борг – 4 621,22 млрд грн (72,53 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 112,19 млрд дол. США; державний та гарантований державою внутрішній борг – 1 750,47 млрд грн (27,47 %), або 42,50 млрд дол. США. На 2025 р. проектом держбюджету заплановано залучити 1,7 трлн грн зовнішніх позик і 579,2 млрд грн на внутрішньому борговому ринку через ОВДП. Це свідчить про подальше накопичення державного та гарантованого державою боргу, сумарний розмір яких на кінець 2025 р. сягне 101,8 % ВВП. Такий рівень боргу, навіть після часткової реструктуризації і списання його частини у 2024 р., значно вище Маастрихтського критерію (60 % від ВВП), та «безпечного» (який не гальмує економічне зростання) рівня 64 % для країн, що розвиваються.

Водночас, це критерії мирного часу, а різке зростання державного боргу в умовах економічної кризи, притаманне всім країнам, на території яких відбувалася воєнна агресія, а економіка ставала воєнною. В цьому контексті, зусилля українського уряду у збереженні макрофінансової стабільності у складних умовах 2022 р. – початку 2024 р. були позитивно відзначені міжнародними партнерами. Економічна стійкість у борговій сфері під час війни в Україні підтримується заходами боргової політики щодо покриття потреб у фінансуванні державного бюджету задля забезпечення важливих загальнодержавних видатків за найнижчою можливою вартістю (передусім, шляхом залучення зовнішнього довгострокового пільгового фінансування) і одночасним обмеженням ризиків, пов'язаних з державним боргом, а також через сприяння розвитку внутрішнього ринку капіталу.

Список використаних джерел:

1. Beqiraj E., Fedeli S., Forte F. Public debt sustainability: An empirical study on OECD countries. *Journal of Macroeconomics, Elsevier*. 2018. Vol. 58. P. 238–248.
2. Perceptions of risk and policy outlook drive markets. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2303a.htm
3. До державного бюджету надійшло близько 880 млн доларів США від МВФ у рамках програми EFF. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_received_about_usd_880_million_from_the_imf_under_the_eff_arrangement-4521
4. Виконання бюджету-2022: головні підсумки року. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/545981_vikonannya_byudzhetu2022_golovni.html
5. Колонка Сергія Марченка для Financial News: виклики перед фінансовою системою України за два роки повномасштабної війни. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/sergii_marchenkos_op-ed_for_financial_news_challenges_facing_ukraines_financial_system_during_two_years_of_full-scale_war-4461

6. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни.
15 жовтня 2024.
URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435